

PROJET DE NOTE D'INFORMATION

PRESENTEE PAR



CONSEILLEE PAR



**EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE ALTERNATIVE MIXTE A TITRE PRINCIPAL OU
D'ACHAT A TITRE SUBSIDIAIRE INITIEE PAR BIGBEN INTERACTIVE VISANT LES
ACTIONS DE MODELABS GROUP**



Le présent projet de note d'information en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'"AMF") le 10 juin 2011. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF.

En application des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, l'attestation du cabinet Bellot Mullenbach & Associés, agissant en qualité d'expert indépendant, est incluse dans la présente note en réponse.

**L'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS A
L'EXAMEN DE L'AMF**

Le présent projet de note d'information en réponse est disponible sur le site Internet de ModeLabs Group (www.modelabs.com) ainsi que sur celui de l'AMF (www.amf-france.org). Des exemplaires du présent projet de note d'information en réponse sont également disponibles sans frais sur simple demande auprès de ModeLabs Group à l'adresse suivante : 11 bis, rue Roquépine, 75008 Paris, France.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de ModeLabs Group ("la Société" ou "ModeLabs Group") seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique alternative.

TABLE DES MATIÈRES

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE PUBLIQUE ALTERNATIVE MIXTE OU D'ACHAT DÉPOSÉE PAR BIGBEN INTERACTIVE	4
1.1	CONTEXTE DE L'OFFRE.....	4
1.2	RAPPEL DES TERMES DE L'OFFRE.....	4
2.	RAPPORT D'EXPERTISE INDÉPENDANTE.....	6
3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	51
4.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	52
5.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	53
5.1	ACCORDS PORTANT SUR LE RACHAT DE MODELABS MANUFACTURE	53
5.2	ACCORD PORTANT SUR LES OBLIGATIONS À BONS DE SOUSCRIPTION D'ACTIONS ÉMIS PAR LA SOCIÉTÉ LE 17 DÉCEMBRE 2009.....	54
5.3	ENGAGEMENTS D'APPORT	55
6.	NOMBRE D'ACTIONS DÉTENUES DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT PAR LA SOCIÉTÉ ET NOMBRE D'ACTIONS QU'ELLE PEUT DÉTENIR À SA SEULE INITIATIVE	56
6.1	PROGRAMME DE RACHAT D'ACTIONS.....	56
6.2	CONTRAT DE LIQUIDITÉ	56
6.3	CONTRAT DE RACHAT D'ACTIONS	56
6.4	TABLEAU RÉCAPITULATIF.....	57
7.	ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE SUR L'OFFRE PUBLIQUE.....	58
7.1	STRUCTURE ET RÉPARTITION DU CAPITAL DE LA SOCIÉTÉ.....	58
7.2	PLANS D'ATTRIBUTION GRATUITE D'ACTIONS.....	58
7.3	PLANS D'OPTIONS DE SOUSCRIPTION D'ACTIONS.....	59
7.4	MÉCANISME DE LIQUIDITÉ OFFERT AUX TITULAIRES D'OPTIONS ET AUX ATTRIBUTAIRES D'ACTIONS GRATUITES.....	60
7.5	RESTRICTIONS STATUTAIRES ET CONVENTIONNELLES À L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D'ACTIONS PORTÉES À LA CONNAISSANCE DE LA SOCIÉTÉ	61
7.5.1	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions de la Société.....	61
7.5.2	Conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce	61
7.6	PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES AU SEIN DU CAPITAL DE LA SOCIÉTÉ DONT LA SOCIÉTÉ A CONNAISSANCE EN VERTU DES ARTICLES L. 233-7 ET L. 233-12 DU CODE DE COMMERCE.....	62
7.7	LISTE DES DÉTENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTRÔLE SPÉCIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI.....	63
7.8	RÈGLES APPLICABLES À LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU DIRECTOIRE DE LA SOCIÉTÉ	63

7.9	MÉCANISME DE CONTRÔLE PRÉVU DANS UN ÉVENTUEL SYSTÈME D’ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTRÔLE NE SONT PAS EXERCÉS PAR CES DERNIERS	64
7.10	RÈGLES APPLICABLES À LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIÉTÉ	64
7.11	POUVOIRS DU DIRECTOIRE ET DE SON PRÉSIDENT	64
7.12	DÉLÉGATIONS DE COMPÉTENCE ET DE POUVOIRS ET AUTORISATIONS CONSENTIES PAR L’ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DES ACTIONNAIRES AU DIRECTOIRE CONCERNANT L’ÉMISSION OU LE RACHAT D’ACTIONS.....	64
7.13	ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIÉTÉ QUI SONT MODIFIÉS OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTRÔLE DE LA SOCIÉTÉ.....	65
7.14	ACCORDS PRÉVOYANT DES INDEMNITÉS POUR LES MEMBRES DU DIRECTOIRE OU LES SALARIÉS, S’ILS DÉMISSIONNENT OU SONT LICENCIÉS SANS CAUSE RÉELLE ET SÉRIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D’UNE OFFRE PUBLIQUE	65
8.	OBSERVATIONS DES MEMBRES DU PERSONNEL	65
9.	AUTRES INFORMATIONS CONCERNANT LA SOCIÉTÉ VISÉE.....	65
10.	PROCÉDURE DE SALLE D’INFORMATION (DATA ROOM).....	66
11.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D’INFORMATION.....	66

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE PUBLIQUE ALTERNATIVE MIXTE OU D'ACHAT DÉPOSÉE PAR BIGBEN INTERACTIVE

1.1 CONTEXTE DE L'OFFRE

ModeLabs Group et Bigben Interactive ont initié des discussions depuis quelques mois afin d'évaluer ensemble les possibilités d'un rapprochement et les synergies existantes entre les deux groupes. Dans la perspective d'un projet industriel commun cohérent, Bigben Interactive a pu présenter aux représentants de ModeLabs Group son projet de développement axé sur les activités du groupe ModeLabs engagées dans la distribution de téléphones et la conception et distribution d'accessoires de téléphonie.

Dans la continuité de ces discussions, Bigben Interactive a adressé, le 11 mars 2011, une lettre manifestant son intérêt aux représentants de ModeLabs Group pour acquérir entre 51% et 100% des titres composant le capital de ModeLabs Group via une offre publique alternative (ci-après l'"**Offre**").

Après de nouveaux échanges entre les Parties au cours desquels les conditions et modalités de l'Offre ont été précisées, le Directoire de ModeLabs Group s'est réuni le 20 mai 2011 et a autorisé, après avis favorable du Conseil de surveillance en date du 12 mai 2011, la conclusion d'un protocole précisant les modalités du rapprochement de Bigben Interactive et de ModeLabs Group et notamment les conditions dans lesquelles serait effectuée l'Offre. De son côté, le Conseil d'administration de Bigben Interactive a également autorisé la conclusion dudit protocole lors de sa réunion du 19 mai 2011.

Il est précisé que l'Initiateur et ModeLabs Group ont conclu ledit protocole d'accord en date du 20 mai 2011 (le "**Protocole d'Accord**"). Ses principales dispositions sont exposées aux paragraphes 5.1, 5.3 et 7.4 ci-après.

1.2 RAPPEL DES TERMES DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, la société Bigben Interactive, société anonyme à conseil d'administration au capital de 23.121.764 euros, dont le siège social est situé CRT 2, rue de la Voyette, 59818 Lesquin, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés sous le numéro 320 992 977 RCS Lille, dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé de NYSE Euronext à Paris (Compartiment C) sous le code ISIN FR0000074072 (l'"**Initiateur**" ou "**Bigben Interactive**"), s'engage de manière irrévocable à offrir aux actionnaires de la Société dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé de NYSE Euronext à Paris (Compartiment C) sous le code ISIN FR0010060665, la possibilité :

- soit d'échanger les actions ModeLabs Group selon la parité de 2 actions Bigben Interactive et une soulte de 9,30 euros pour 7 actions ModeLabs Group (constituant l'"**Offre Principale**") ;
- soit de lui céder les actions ModeLabs Group à un prix de 4,40 euros pour 1 action ModeLabs Group (constituant l'"**Offre Subsidaire**"), dans la limite de 5.850.000 actions ModeLabs Group apportées ;

cette double proposition constituant l'Offre Publique Alternative (l'"**Offre**").

Il est précisé que les actionnaires de ModeLabs Group pourront combiner comme ils l'entendent l'apport d'une partie de leurs actions à l'Offre Principale et l'apport de l'autre partie à l'Offre Subsidaire dans la limite de 5.850.000 actions ModeLabs Group apportées.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF, Natixis, en tant qu'établissement présentateur, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Le projet d'Offre a été déposé par Natixis agissant pour le compte de l'Initiateur le 23 mai 2011 auprès de l'AMF et publié sur son site Internet. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF le 23 mai 2011 sous le numéro n° 21C0750.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF et sera ouverte pour une durée de 25 jours de négociation.

L'Offre porte sur la totalité des actions de ModeLabs Group existantes, non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, soit un nombre maximum de 22.871.155 actions au jour de la présente note en réponse.

Aux termes du Protocole d'Accord, l'Initiateur s'est notamment engagé à acquérir auprès de Monsieur Stéphane Bohbot (actionnaire et Président du Directoire de ModeLabs Group), dans les limites fixées par l'article 231-8 du Règlement Général de l'AMF, 1.050.000 actions ModeLabs Group lui appartenant (le "**Bloc**"), soit 4,59 % du capital de ModeLabs Group. Le Bloc sera acquis par l'Initiateur entièrement en numéraire et pour un prix par action ModeLabs Group cédée identique à celui retenu dans l'Offre Subsidaire, soit 4,40 € par action, sauf augmentation de ce montant par l'Initiateur, étant précisé que l'acquisition du Bloc doit être réalisée au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Ainsi, à la date d'ouverture de l'Offre et après achat du Bloc, l'Initiateur détiendra 1.050.000 actions ModeLabs Group ; l'Offre portera en conséquence sur 21.821.155 Actions.

Par ailleurs, et sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire), les titres suivants ne pourront pas être apportés à l'Offre :

- les actions qui seront remises à la suite de l'exercice d'options de souscription d'actions ModeLabs Group, attribuées aux salariés et/ou aux dirigeants éligibles de ModeLabs Group ou de ses filiales, au jour de l'ouverture de l'Offre, et dont la période d'indisponibilité fiscale n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre ré-ouverte ;
- les actions attribuées gratuitement aux salariés et/ou aux dirigeants éligibles de ModeLabs Group ou de ses filiales conformément aux dispositions des articles L. 225-197-1 à L.225-197-6 du Code de commerce dont la période de conservation n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre ré-ouverte.

L'Initiateur a toutefois souhaité mettre en place un mécanisme de liquidité pour les porteurs d'options et/ou d'actions gratuites qui n'auront pas pu apporter les actions sous-jacentes à l'Offre, mécanisme dont les modalités sont décrites au paragraphe 7.4 ci-après.

Enfin, il est rappelé que ModeLabs Group a émis, le 17 décembre 2009, 1.000 obligations auxquelles étaient attachés 6.346.000 bons de souscription d'actions (les "**BSA**" dont les caractéristiques sont décrites au paragraphe 5.2 ci-après). Les BSA sont, au jour du dépôt de l'Offre, détenus par trois investisseurs et ne sont pas admis aux négociations sur le marché réglementé de NYSE Euronext à Paris. ModeLabs Group et les porteurs des BSA ont conclu, le 20 mai 2011 un protocole d'accord aux termes duquel les porteurs de BSA se sont engagés à ne pas apporter les BSA à l'Offre compte tenu d'un engagement d'achat de ces BSA souscrit par ModeLabs Group à leur profit (voir paragraphe 5.2 ci-après). Ainsi, compte tenu de ces accords, les BSA ne sont pas inclus dans l'Offre ni les actions qui pourraient résulter de leur exercice.

2. RAPPORT D'EXPERTISE INDÉPENDANTE

Conformément à l'article 261-1 I 2° et 4° du Règlement Général de l'AMF, le cabinet Bellot Mullenbach & Associés a été désigné par la Société le 23 avril 2011, en qualité d'expert indépendant avec pour mission de déterminer si la cession de Manufacture est de nature à léser les actionnaires minoritaires de Modelabs Group et d'apprécier le caractère équitable, d'un point de vue financier, du prix par action proposé à l'occasion de l'Offre.

ATTESTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE ALTERNATIVE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE MODELABS

1. CONTEXTE DE L'OPERATION

La société Modelabs Group (ci-après Modelabs ou la Société) est une société spécialisée dans i) la conception et la distribution d'accessoires destinés à la téléphonie mobile, la distribution de terminaux mobiles (ci-après la Distribution) ainsi que dans ii) la conception d'appareils de téléphonie de luxe distribués sous des marques de prestige concédées en licence (ci-après la Manufacture).

La société Bigben Interactive (ci-après Bigben ou l'Initiateur) est un acteur important de l'industrie des jeux vidéo. Son activité est organisée autour de 4 pôles : la conception et la distribution d'accessoires de consoles de jeux vidéo, la conception et la distribution de produits audio, l'édition de jeux vidéo et la distribution de jeux vidéo.

Ayant fait le constat de la convergence de l'univers des jeux vidéo et de l'audio avec celui de la téléphonie mobile, et appréciant les possibilités de synergies issues d'un rapprochement, Bigben envisage la prise de contrôle de Modelabs sous certaines conditions.

Dans cet objectif, les deux sociétés (ci-après les Parties) ont conclu le 20 mai 2011 un protocole d'accord (le Protocole) aux termes duquel elles ont convenu que Bigben déposerait une Offre Publique Alternative (ci-après l'Offre) sur la totalité des actions de Modelabs, structurée comme suit :

- une offre mixte à titre principal (ci-après l'Offre Principale) avec remise de 2 actions Bigben à émettre, et 9,30 € en numéraire pour 7 actions Modelabs présentées ;
- une offre publique d'achat à titre subsidiaire (ci-après l'Offre Subsidiaire) avec versement en numéraire de 4,40 € par action Modelabs dans la limite de 5 850 000 actions Modelabs apportées.

Les actionnaires de Modelabs ont la possibilité de combiner comme ils l'entendent l'apport à l'Offre Principale et à l'Offre Subsidiaire.

L'Offre a été précédée de la signature d'un accord entre les Parties fixant les conditions préalables dont l'Initiateur estime qu'elles constituent un élément essentiel et déterminant de son consentement. Il s'agit notamment de :

- l'engagement d'apport à l'Offre de la part des dirigeants, des managers clés et de certains fonds, tous actionnaires de Modelabs, et garantissant à l'Initiateur le contrôle de 46 % du capital de Modelabs. Par ailleurs, Monsieur Zagury apportera au moins 66 % de ses actions à l'Offre Principale.
- la sortie définitive de Modelabs des activités Manufacture selon les modalités décrites infra.

En outre, préalablement à l'Offre, Modelabs et les trois investisseurs porteurs de 1 000 obligations d'un montant nominal total de 15 M€ souscrites en décembre 2009 et auxquelles sont attachés 6 346 000 BSA, ont conclu un protocole d'accord en date du 20 mai 2011 selon les termes duquel :

- les obligations, d'un montant global de 16,2 M€ intérêts compris, seront remboursées par anticipation ;
- les BSA ne seront pas apportés à l'Offre et seront acquis par Modelabs qui les annulera, pour un montant total de 14,6 M€, ce prix étant calculé sur la base du prix d'Offre, déduction faite du prix d'exercice des BSA.

Ainsi, à l'issue de l'Offre, pour autant qu'elle ait été souscrite pour sa branche principale par l'ensemble des actionnaires de Modelabs et hors autocontrôle, les actionnaires de Modelabs détiendraient 34,55 % du nouvel ensemble, comme présenté ci-après :

Actionnariat	Avant offre		Après Offre ⁽¹⁾	
	Nombre d'actions	% du capital	Nombre d'actions	% du capital
MI 29	3 773 498	32,64%	3 773 498	21,36%
Alain Falc	2 534 445	21,92%	2 534 445	14,35%
Concert Bolloré	1 751 034	15,15%	1 751 034	9,91%
Jean-Claude Fabiani	730 000	6,31%	730 000	4,13%
Salariés	61 947	0,54%	61 947	0,35%
Autocontrôle	37 238	0,32%	37 238	0,21%
Public	2 672 720	23,12%	2 672 720	15,13%
Actionnaires d'origine BigBen	11 560 882	100,00%	11 560 882	65,45%
Alain Zagury			1 170 003	6,62%
Stéphane Bohbot			601 815	3,41%
Pierre Asseo			380 305	2,15%
OTC Asset Management			385 947	2,18%
Christophe Sevin			212 285	1,20%
Public			3 352 763	18,98%
Ex-actionnaires Modelabs			6 103 118	34,55%
Total	11 560 882	100,00%	17 664 000	100,00%

⁽¹⁾ Souscription à 100 % de l'Offre Principale

Il convient de noter que l'Initiateur n'envisage pas la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire ou d'offre publique de retrait suivie d'une procédure de retrait obligatoire dans les 12 mois à venir, mais qu'il étudiera l'intérêt et la faisabilité d'une fusion entre Modelabs ou l'une de ses entités, et Bigben ou l'une de ses entités.

Dans ce contexte, en application des dispositions de l'article 261-1 I 2° et 4° du règlement général de l'AMF, le cabinet Bellot Mullenbach & Associés (ci-après « BM&A ») a été mandaté le 23 avril 2011 par le Président de Directoire de la Société en qualité d'expert indépendant chargé :

- de déterminer si la cession de Manufacture est de nature à léser les actionnaires minoritaires de Modelabs ;

L'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE L'AMF

- d'apprécier le caractère équitable, d'un point de vue financier, du prix par action proposé à l'occasion de l'Offre.

Cette nomination a été ratifiée par le conseil de Surveillance du 12 mai 2011.

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

2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

2.1. Présentation du cabinet Bellot Mullenbach & Associés

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

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

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

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

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

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

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

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

2.3. Déclaration d'indépendance

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

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

2.4. Rémunération de l'expert indépendant

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 90 000 €, hors taxes et débours.

2.5. Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal et Pascal de Rocquigny, associés signataires, assistés de Roland Clère, senior manager spécialisé en évaluation financière, et des collaborateurs nécessaires à sa bonne exécution. La revue indépendante a été effectuée par Eric Blache, associé.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

Notre intervention s'est déroulée du 8 avril 2011 au 8 juin 2011.

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

- Monsieur Stéphane Bohbot, Président du directoire, et Monsieur Alain Zagury, Président du conseil de surveillance, tous deux fondateurs de Modelabs ;
- Madame Françoise Grand, directeur financier de Modelabs ;
- Monsieur Alain Falc, Président-directeur général de Bigben.

Nous avons rencontré Messieurs Henri-Pierre Jeancard et Greg Revenu de Bryan Garnier, banque conseil de Modelabs, Messieurs Hervé Guyot et Wilfried Botrel de Genesta, banque conseil de Bigben, et Messieurs Eric Arnould et Jonathan Banet de Natixis, banque présentatrice.

Enfin, nous nous sommes entretenus avec Maîtres Olivier du Mottay et François Mary, conseils de Modelabs, avocats au sein du cabinet Latham & Watkins.

Nos entretiens avec les responsables de Modelabs se sont déroulés les 8 avril 2011 et 2 mai 2011, avec ceux de Bigben le 20 mai 2011. Ils ont été complétés par des échanges téléphoniques.

Ces entretiens ont notamment porté sur les points suivants :

- s'agissant de Modelabs, la compréhension de l'Offre et l'analyse des plans d'affaires des branches Distribution et Manufacture ;
- s'agissant de Bigben, la compréhension des motifs de l'Offre pour l'Initiateur, la description de l'activité et des marchés de la société, de ses perspectives d'évolution en liaison avec les prévisions des analystes.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité des sociétés parties aux opérations ;
- ii) analyser le contexte général de l'Offre ;
- iii) prendre connaissance des Protocoles signés le 20 mai entre Bigben et Modelabs, et entre Modelabs et les porteurs d'obligations et de BSA ;
- iv) analyser la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques de la Société et de l'Initiateur et étudier l'évolution de leur situation financière ;
- v) analyser les données financières prévisionnelles de Modelabs (Manufacture et Distribution) telles qu'elles ressortent des plans d'affaires qui nous ont été remis ;
- vi) analyser les données prévisionnelles de Bigben telles qu'elles ressortent des études réalisées par les analystes financiers suivant la valeur ;
- vii) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- viii) apprécier les éventuelles synergies résultant du rapprochement de Modelabs et de Bigben ;
- ix) déterminer la valeur de la branche Manufacture cédée à Monsieur Stéphane Bohbot ;
- x) déterminer la valeur des actions Modelabs et Bigben par référence à l'ensemble de ces travaux ;
- xi) prendre connaissance des travaux d'évaluation réalisés par Natixis et en réaliser un examen critique ;
- xii) examiner les remarques des actionnaires minoritaires.

Concernant ce dernier point, nous avons reçu copie des courriers adressés à l'AMF émanant de deux actionnaires minoritaires attirant l'attention du régulateur sur notamment, le traitement particulier réservé à Monsieur Stéphane Bohbot et les conditions de cession de l'activité Manufacture. Ces points sont abordés au paragraphe 3.3.2.4. Autres éléments d'appréciation de l'Offre et en annexe.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la direction de la Société et par l'Initiateur, en particulier :

- i) les comptes de la Société publiés au cours des cinq derniers exercices ;
- ii) les Protocoles d'accord signés le 20 mai 2011 ;
- iii) les performances financières des branches Manufacture et Distribution des cinq derniers exercices ;
- iv) les comptes individuels et consolidés de Bigben au titre des trois derniers exercices ;
- v) le plan d'affaires 2011–2013 des branches Manufacture et Distribution de la société Modelabs ;
- vi) le rapport d'évaluation établi par Natixis ;
- vii) le projet de note d'information ;

viii) d'une manière générale, l'ensemble des informations et documents, notamment historiques.

Nous avons par ailleurs utilisé les bases de données financières Thomson Financial et eMat. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente. En particulier, nous avons examiné les comptes disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche d'un échantillon de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables qui nous ont été présentés. S'agissant des prévisions financières, dont nous avons pu discuter avec les dirigeants de la Société, il nous a été affirmé qu'elles avaient été établies au mieux de leur connaissance, et qu'à la date d'émission de notre rapport, la direction de Modelabs n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

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

3. PRESENTATION ET EVALUATION DE LA SOCIETE MODELABS

3.1. Présentation de la société Modelabs

Modelabs Group SA est une société anonyme dont le siège est situé au 11, rue Roquépine à Paris 8^e ; elle est enregistrée au registre du commerce sous le numéro 450 671 367. Au 31 décembre 2010, son capital social s'élevait à 2 287 115,50 € ; il est composé de 22 871 155 actions de même catégorie, d'une valeur nominale de 0,10 €. L'action Modelabs est cotée au Compartiment C d'Euronext Paris (FR0010060665-MDL). La capitalisation boursière de la Société atteignait 86,9 M€ sur la base du cours de clôture de 3,80 € relevé le 19 mai 2011, date de la dernière cotation précédant la suspension du cours et l'annonce de l'Offre intervenues le 20 mai 2011.

3.1.1. Historique de la société Modelabs

Modelabs a débuté son activité comme distributeur en accessoires destinés à la téléphonie mobile (housses, chargeurs) avec la société Modelabs SA (ex-ATS SA¹), créée en 1996 par Alain Zagury. Initialement limitée à la distribution, l'offre de la Société s'est étoffée par la personnalisation des produits à la demande du client (marquage, conditionnement), la fourniture de présentoirs et d'outils d'aide à la vente, l'élargissement de la gamme de produits (avec des kits mains libres et piétons), et enfin par la prise en charge de la conception et du développement d'une partie des produits, vendus sous marque propre, marque distributeur ou sous licence. La Société a par ailleurs accédé au statut de fournisseur des opérateurs télécom en 1999. En 2003, elle réalisait un chiffre d'affaires de 23 M€ en progression de 22% par rapport à l'exercice précédent.

En 2004, la société a fusionné à parts égales avec Modelabs Group (ex – Modelabs SAS), fondée l'année précédente par Stéphane Bohbot et Olivier Henri-Nicolas. Avec le soutien de fonds gérés par AXA Private Equity et par OTC AM, Modelabs Group a apporté des moyens financiers et humains afin d'entreprendre la conception de produits personnalisés, puis le développement de terminaux portables moyenne gamme (de 100 € à 200 €), vendus soit sous marque propre (MyWay), soit sous licence de marques de mode. Sont ainsi lancés, pour un coût de développement inférieur à 200 K€, les premiers terminaux à faible niveau de personnalisation, sous la marque MyWay en décembre 2004 et sous la licence Airness en octobre 2005.

Les débouchés des deux activités se recoupant en partie, Modelabs est ainsi devenu le premier distributeur i) d'accessoires pour téléphonie mobile en France, avec une part de marché estimée par le management à environ 30% en 2004, et ii) de téléphones portables, hors ventes aux opérateurs télécoms, avec une part de marché estimée à 10%. Les ventes aux opérateurs (80% du marché selon le management) sont traitées directement par les constructeurs, lesquels sont moins présents sur le segment des détaillants², étant absents de celui des revendeurs indépendants. En 2005, la Société réalisait un chiffre d'affaires de 151 M€, en progression de 92% par rapport à l'exercice précédent.

¹ Accessoires Télécom Services.

² Chaînes spécialisées, grande distribution alimentaire et distributeurs d'électroménager, revendeurs indépendants.

En avril 2006, la Société a été introduite en bourse, levant à cette occasion 59 M€ (avant frais), au prix de 9,60 € par action, soit le milieu de la fourchette de prix indicative de l'offre à prix ouvert. Une partie de ces fonds (près de 16 M€) a été employée dès juin 2006 à l'acquisition de la société Innovi Technologies. Cette dernière, basée à Hong Kong et spécialisée dans la conception et la commercialisation d'accessoires « Bluetooth³ », réalisait 27 MUSD de chiffre d'affaires en 2005 et figurait parmi les fournisseurs d'accessoires de Modelabs. L'autre objectif de cette levée de fonds était le financement des dépenses de recherche et développement nécessaires au lancement de nouvelles générations de terminaux portables, des contrats de licence étant conclus à cet effet avec de nouveaux partenaires (Elite, MTV, Levi's et Hummer). Par ailleurs, il était envisagé d'étendre ce savoir-faire au secteur du luxe, en consacrant 9 à 12 mois au développement de terminaux fortement personnalisés pour un coût de 2 M€ à 3 M€. Dans cette optique, un premier partenariat exclusif d'étude de faisabilité a été conclu avec la marque Tag Heur (groupe LVMH) en janvier 2005.

Depuis l'introduction en bourse d'avril 2006, l'effort déployé pour intégrer la conception et le développement de produits Bluetooth et de téléphonie personnalisée n'a pas été concluante :

- L'intensification de la concurrence des grands fabricants de téléphones sur le segment des accessoires Bluetooth et la survenue de la récession économique en 2008-2009 ont conduit le groupe à céder sa filiale hongkongaise Innovi Technologies (devenue Modelabs Technologies) pour moins de 0,5 M€ en septembre 2008, son chiffre d'affaires ayant été divisé par 3 comparé à celui de l'exercice 2005.
- Les grands fabricants ont également commercialisé des terminaux grand public sous licence de marques de mode en exerçant une forte concurrence sur les prix. Dans ce contexte, l'activité développée par Modelabs dans ce domaine est demeurée déficitaire en dépit de volumes d'activité croissants. Forte de ce constat, la Société s'est retirée du segment moyenne gamme en 2008 afin de se concentrer sur celui du luxe.
- Sur le segment du luxe, les discussions initiées en 2005 avec le groupe LVMH ont finalement abouti à la signature en novembre 2007 de deux contrats de licence mondiale exclusive, sous les marques Tag Heuer et Dior. La commercialisation des premiers terminaux a débuté respectivement en septembre et en octobre 2008. Un dernier contrat de licence dans le domaine du luxe a été conclu en janvier 2010 avec le groupe Versace, le début de la phase de commercialisation intervenant en mai 2010. Aucun de ces produits n'est parvenu à atteindre les objectifs affichés en 2006 par le management, soit de 30 000 à 50 000 unités vendues sur une période de 9 à 12 mois. Les modèles Dior et Tag Heuer n'offrant pas les fonctionnalités propres aux téléphones de dernière génération ou smartphones (banque d'applications tierces, écran tactile, accès simplifié à Internet) ont souffert de la concurrence de l'iPhone d'Apple lancé un an plus tôt, en dépit de la qualité de leurs matériaux et de leur fabrication (assemblage en France). Le mobile vendu par Modelabs sous licence Versace, est en revanche un smartphone assemblé à partir d'une plateforme produite par le fabricant sud-coréen LG. Il n'a pas non-plus atteint ses objectifs de vente, son positionnement haut de gamme étant peut-être brouillé par celui, plus grand public, de LG. Quoi qu'il en soit, ce premier échec sur le segment des smartphones constitue un précédent qui souligne le caractère très aléatoire du lancement qu'envisage de réaliser Modelabs d'un nouveau smartphone sous marque Tag Heuer au deuxième

³ Norme de communication sans fil adaptée aux kits mains libres et kits piétons.

semestre 2011. Toutefois, à la différence du terminal Versace, ce modèle sera cette fois développé entièrement par Modelabs et disposera d'un système d'exploitation Google Android.

En conclusion, la Société n'a pas, à ce stade, fait la démonstration de la pertinence de son positionnement d'intégrateur/concepteur de combinés portables. Sur les segments grand public (accessoires Bluetooth et téléphones sous licence), la Société s'est heurtée à des constructeurs disposant de moyens financiers et commerciaux et d'effets d'échelle supérieurs. Sur le segment du luxe, elle est confrontée, depuis l'avènement de l'iPhone, à une rupture technologique entraînant l'accélération prématurée du cycle de vie des produits qu'elle a conçus et dont le prix de vente boutique se situe autour de 4 000 €. A ce stade, la viabilité du marché du téléphone de luxe n'est d'ailleurs pas établie. Il est à noter que le principal concurrent de Modelabs, le fabricant Vertu, est adossé au Groupe Nokia qui n'a pas été en pointe sur la technologie des smartphones au cours des dernières années.

En revanche, la Société continue de bénéficier d'une situation de leader en France dans le domaine de la distribution proprement dite, où elle profite pleinement depuis 2010 de la reprise du secteur résultant notamment de la démocratisation des smartphones et des accessoires qui leurs sont liés. Cette activité dispose par ailleurs d'un potentiel de développement à l'étranger, la part des ventes réalisées hors de France (essentiellement en Europe) s'établissant à 46% de son chiffre d'affaires en 2010, mais contribuant à près de 70% à la croissance observée au cours de cet exercice.

3.1.2. Performances financières de la Société depuis son introduction en bourse

Les résultats dégagés par la Société depuis son introduction en bourse sont résumés ci-après :

Résultat consolidé en K€	2006	2007	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires	213 460	201 963	182 174	177 700	240 203
Variation	41,4%	(5,4)%	(9,8)%	(2,5)%	35,2%
Variation sur comptes proforma	27%	na	(5,7)%	na	na
Coûts des ventes	(180 276)	(170 369)	(156 069)	(147 467)	(198 457)
Marge brute	33 184	31 594	26 105	30 233	41 746
En % du CA	15,5%	15,6%	14,3%	17,0%	17,4%
Coûts marketing	(2 162)	(3 298)	(5 203)	(5 125)	(5 827)
Coûts d'ingénierie	(1 730)	(2 752)	(2 311)	(2 211)	(2 967)
Coûts logistiques	(4 135)	(5 051)	(4 479)	(5 447)	(7 336)
Coûts commerciaux	(6 478)	(8 716)	(8 415)	(7 563)	(8 232)
Frais généraux	(7 851)	(8 782)	(7 546)	(7 757)	(8 810)
Coût des opérations	(22 356)	(28 599)	(27 955)	(28 103)	(33 172)
Résultat opérationnel courant	10 828	2 995	(1 850)	2 130	8 574
En % du CA	5,1%	1,5%	(1,0)%	1,2%	3,6%
Autres produits et charges opérationnels	(19)	(859)	(4 138)	(620)	(3 459)
Résultat opérationnel	10 809	2 136	(5 988)	1 510	5 115
En % du CA	5,1%	1,1%	(3,3)%	0,8%	2,1%
Résultat financier	142	(177)	(863)	130	(383)
RAI	10 951	1 959	(6 851)	1 640	4 732
Impôt sur les sociétés	(3 419)	(1 138)	3 297	(1 385)	(2 070)
Taux apparent	31,2%	58,1%	48,1%	84,5%	43,7%
Résultat net des sociétés intégrées	7 532	821	(3 553)	255	2 662
Résultat des sociétés mises en équivalence (SME)	(26)	(63)	200	(72)	-
Résultat des activités abandonnées	(136)	(259)	(28 262)	1 197	-
Résultat net consolidé	7 370	498	(31 616)	1 380	2 662
Intérêts minoritaires	(32)	136	65	(22)	(106)
Résultat net part du groupe	7 338	634	(31 551)	1 359	2 556

Comme l'indique le tableau ci-dessus, les ventes du groupe n'ont cessé de reculer jusqu'en 2009, la période 2007-2009 étant marquée par une phase de transition technologique qui a vu les smartphones subventionnés par les opérateurs téléphoniques s'imposer sur le segment haut de gamme, au détriment des téléphones classiques dont la durée de renouvellement s'est allongée notamment du fait du contexte de crise économique.

Cette situation ne s'est finalement inversée qu'en 2010, les réseaux de distribution hors opérateurs profitant à plein de la démocratisation des smartphones et des terminaux à écrans tactiles.

Conséquence de la baisse des ventes enregistrée entre 2007 et 2009, le résultat opérationnel s'est fortement dégradé, pour atteindre son point bas en 2008, avec une perte de 6 M€. A cette perte d'exploitation s'est ajoutée celle 3,5 M€ de la branche accessoire Bluetooth (Modelabs Technologies, ex-Innovi Technologies) et la moins-value 25 M€ liée à sa cession, intervenue moins de 2,5 ans après son acquisition.

En 2010, en dépit du retour à la croissance et d'un chiffre d'affaires de 240 M€, la Société ne retrouve pas le niveau de résultat de 2006. En effet, entre 2006 et 2010, la Société a accru les pertes liées au développement de son activité de conception de téléphones en propre et a, par ailleurs, connu une augmentation continue de ses frais généraux et administratifs. Regroupés au sein de la branche Manufacture, l'activité de conception-vente de portable en propre a dégagé, selon nos calculs, une perte cumulée de plus de 30 M€ en 5 ans, dont 3,1 M€ liés à la dépréciation en 2010 des dépenses de R&D et des stocks de composants relatifs aux modèles de luxe arrivés prématurément en fin de vie.

L'activité hors Manufacture, après avoir subi le recul des ventes d'accessoires Bluetooth et un contexte déprimé en 2008 et 2009, est parvenue à renouer avec la croissance en 2010. Avant frais de holding, elle affiche, en 2010, une marge opérationnelle courante de 7,1%, identique à celle de 2006, la croissance du chiffre d'affaires se traduisant par une hausse du résultat opérationnel courant de 1,3 M€ comparé à 2006.

En M€	2006	2007	2008	2009	2010
CA Luxe	-	-	1,7	15,4	19,8
CA mode - lifestyle	10,7	19,8	14,5	2,5	-
CA Manufacture	10,7	19,8	16,3	17,9	19,8
Variation	nd	84,9%	(17,8)%	9,7%	11,0%
CA Distribution *	202,8	182,2	165,9	159,9	220,4
Variation	nd	(10,2)%	(8,9)%	(3,7)%	37,9%
CA Consolidé	213,5	202,0	182,2	177,7	240,2
Variation	41,4%	(5,4)%	(9,8)%	(2,5)%	35,2%
MB Manufacture	2,0	5,5	2,6	5,2	7,2
En % du CA	18,8%	27,7%	16,0%	29,0%	36,3%
MB Distribution *	31,2	26,1	23,5	25,1	34,6
En % du CA	15,4%	14,3%	14,2%	15,7%	15,7%
Marge brute consolidée	33,2	31,6	26,1	30,2	41,7
En % du CA	15,5%	15,6%	14,3%	17,0%	17,4%
ROC Manufacture	(3,0)	(2,4)	(7,9)	(6,1)	(5,0)
En % du CA	(28,0)%	(12,1)%	(48,7)%	(34,4)%	(25,0)%
ROC Distribution *	14,3	6,4	7,3	9,9	15,6
En % du CA	7,1%	3,5%	4,4%	6,2%	7,1%
Frais de holding	(0,5)	(1,0)	(1,2)	(1,7)	(2,1)
En % du CA	(0,2)%	(0,5)%	(0,7)%	(0,9)%	(0,9)%
Résultat opérationnel courant (ROC)	10,8	3,0	(1,9)	2,1	8,6
En % du CA	5,1%	1,5%	(1,0)%	1,2%	3,6%
Autres produits et charges Manufacture	nd	nd	(4,1)	(0,3)	(3,1)
Autres produits et charges Distribution *	nd	nd	(0,1)	(0,3)	(0,4)
Autres produits et charges Holding	(0,0)	(0,9)	-	(0,1)	0,0
Résultat opérationnel	10,8	2,1	(6,0)	1,5	5,1
En % du CA	5,1%	1,1%	(3,3)%	0,8%	2,1%

* Distribution et Innovi Technologies en 2006 et 2007

Au cours de la période 2006-2010, la Société a enregistré une variation positive de sa trésorerie⁴ de 60,6 M€ (cf. tableau ci-après), soit un montant légèrement supérieur aux fonds levés lors de l'augmentation de capital (56,4 M€).

Les flux négatifs générés par l'exploitation et l'investissement (8,3 M€), par les rachats d'actions (2,4 M€) et par les remboursements d'emprunts ont été plus que compensés par l'émission d'un emprunt obligataire à bons de souscriptions d'actions (OBSA) en décembre 2009 (15 M€). Au cours de cette période, la trésorerie consommée par l'exploitation et les investissements, soit 8,3 M€ s'analyse comme suit :

- la branche Manufacture a consommé 38 M€ de trésorerie, selon le management, avant prise en compte des crédits d'impôts générés par les pertes ainsi dégagées, soit 11 M€.
- l'ensemble des variations de périmètre et des investissements financiers a eu un impact négatif de près de 25 M€, provenant essentiellement de l'investissement dans le Bluetooth ;
- le solde, soit plus de 43 M€, correspond à la trésorerie dégagée par la branche Distribution, nette des coûts de holding (administration et frais généraux non affectés).

⁴ Trésorerie y compris placements en OPCVM de long terme, nette des découverts bancaires.

TFT en K€	2006	2007	2008	2009	2010	Cumul
Résultat net des sociétés intégrées	7 532	821	(3 553)	255	2 662	7 717
Amortissements et provisions	1 542	4 334	6 146	3 556	6 708	22 286
Variation de valeur des dérivés	-	76	75	80	30	261
Plus-values de cession nettes d'impôt	315	748	980	407	1 110	3 560
Paievements en actions	-	351	356	441	(814)	334
Impôt différé	(145)	449	(3 375)	1 387	1 336	(348)
Autres produits et charges calculés	244	(208)	-	-	392	428
MBA	9 488	6 571	629	6 126	11 424	34 238
Variation du BFR	(16 771)	(1 322)	9 382	9 273	5 443	6 005
Investissements d'exploitation	(3 756)	(9 062)	(5 557)	(2 263)	(3 278)	(23 916)
Investissements financiers nets	(16 845)	591	(3 308)	1 186	(929)	(19 305)
Variations de périmètre	-	(1 139)	(476)	-	-	(1 615)
Activités abandonnées	(136)	(259)	(6 210)	2 879	-	(3 726)
Flux avant opérations de financement	(28 020)	(4 620)	(5 540)	17 201	12 660	(8 319)
Variation de l'endettement financier	(374)	(5 569)	9 417	13 436	(3 320)	13 590
Augmentation de capital	56 368	50	504	-	42	56 964
Rachat d'actions	(571)	(348)	(262)	(262)	(979)	(2 422)
Ressource d'OBSA comptabilisée en fonds propres	-	-	-	831	-	831
Variations de change	7	(8)	(80)	(45)	91	(35)
Variation de trésorerie	27 410	(10 495)	4 039	31 161	8 494	60 609

En conclusion, au cours des cinq derniers exercices, les excédents de trésorerie générés par la Distribution ont été consommés par la branche Manufacture et l'activité Bluetooth. On notera toutefois que depuis 2008, la Société, par son activité opérationnelle, dégage un excédent de trésorerie (hors variation de périmètre).

La situation bilancielle du groupe se caractérise par d'importantes disponibilités, avec une position de trésorerie, avant déduction de l'endettement financier, s'établissant à 65 M€ (partiellement investie en OPCVM de long terme) sur un total de bilan fonctionnel (voir tableau ci-après) de 87,6 M€. Les actifs d'exploitation sont composés majoritairement d'immobilisations incorporelles, dont l'essentiel en 2010, correspond aux frais de recherche et développement et aux licences liés à l'activité Manufacture. Les écarts d'acquisition, qui ont atteint près de 25 M€ en 2006, ont vu leur montant ramené à 5 M€ à la suite de la cession de l'activité Bluetooth. On notera le niveau relativement faible du besoin en fonds de roulement (BFR), les détaillants indépendants clients de la Société réglant généralement leurs factures au comptant.

Les bilans consolidés de la Société des cinq derniers exercices se présentent succinctement comme suit, en milliers d'€ :

Actif économique en K€	2006	2007	2008	2009	2010
Ecart d'acquisition	24 832	23 413	5 587	5 587	5 033
Immobilisations incorporelles	3 713	20 201	19 958	16 226	7 804
Immobilisations corporelles	1 855	1 245	635	431	497
Dépôts et divers	283	291	568	265	541
Immobilisations d'exploitation	30 683	45 150	26 748	22 509	13 875
En % du CA	14,4%	22,4%	14,7%	12,7%	5,8%
BFR	34 868	25 057	13 892	8 461	8 619
En % du CA	16,3%	12,4%	7,6%	4,8%	3,6%
Actif d'exploitation	65 551	70 207	40 640	30 970	22 494
En % du CA	30,7%	34,8%	22,3%	17,4%	9,4%
Impôts différés	442	-	3 109	1 271	-
Titres des SME	1 086	751	951	-	-
Trésorerie et OPCVM long terme	35 267	25 001	30 776	55 951	65 059
Actif économique	102 346	95 959	75 476	88 192	87 553

Capitaux engagés en K€	2006	2007	2008	2009	2010
Capitaux propres	90 460	88 630	60 009	62 652	64 355
Provisions et engagements de retraite	535	1 159	2 072	1 688	2 649
Provisions pour impôt différé	-	7	-	-	30
Endettement financier brut	11 351	6 163	13 395	23 852	20 519
Capitaux engagés	102 346	95 959	75 476	88 192	87 553
Trésorerie nette de l'endettement	23 916	18 838	17 381	32 099	44 540

Par solde, la Société affichait un excédent de trésorerie net de 44,5 M€ à fin décembre 2010. On notera toutefois que ce montant est amené à se réduire du fait des opérations connexes à l'Offre : la vente pour un Euro symbolique de Manufacture après recapitalisation de 15 M€, et le rachat pour 14,6 M€ des bons de souscription d'actions issus de l'émission obligataire de 2009.

Sur la base des résultats opérationnels courants publiés par la Société, en retenant un taux d'impôt normatif égal au taux de droit commun en France (34,43%), et des bilans fonctionnels ci-dessus, le retour sur capitaux engagés, ou ROCE⁵, s'établissait à 10% en moyenne, hors éléments exceptionnels et écarts d'acquisitions, dans une fourchette comprise entre un rendement négatif de -3% en 2008 et un taux de 26,2% en 2010.

	2006	2007	2008	2009	2010	Moyenne
ROCE courant moyen courant yc goodwill	10,8%	2,9%	(2,2)%	3,9%	21,0%	7,3%
ROCE courant moyen courant hors goodwill	17,4%	4,5%	(3,0)%	4,6%	26,2%	10,0%
ROCE moyen yc goodwill	10,8%	2,1%	(7,1)%	2,8%	12,5%	4,2%
ROCE moyen hors goodwill	17,4%	3,2%	(9,6)%	3,3%	15,7%	6,0%

⁵ ROCE pour return on capital employed ou rapport entre le résultat d'exploitation après impôt et les immobilisations augmentées du besoin en fonds de roulement.

3.2. Plan d'affaires prévisionnel 2011-2013

L'évaluation de la Société a été réalisée à partir du plan d'affaires de la branche Distribution, c'est-à-dire après détournement de la branche Manufacture, cette dernière dégageant un badwill⁶. L'évaluation de la branche Manufacture fait l'objet d'un développement séparé du présent rapport (cf. infra).

Le plan d'affaires 2011-2013 de la branche Distribution nous a été remis le 13 mai 2011 par le management de la Société. Il est réalisé avant intégration des synergies éventuelles susceptibles d'être retirées du rapprochement avec l'Initiateur.

Après une année 2010 marquée par le fort développement des ventes de téléphones portables de nouvelle génération (smartphones) et des accessoires qui leurs sont liés, la direction de Modelabs table sur une croissance modérée du chiffre d'affaires, de l'ordre de 2% par an sur l'horizon explicite. Cette prévision suppose que la progression des volumes de vente de smartphones et d'accessoires associés compense l'érosion croissante des ventes de téléphones d'ancienne génération et la baisse tendancielle des prix, dans un marché moins porteur que celui observé en 2010 dans la mesure où il entrera dans une phase de renouvellement et non plus de primo équipement en smartphones.

Ces prévisions semblent conservatrices au vu des ventes réalisées par Modelabs au premier trimestre 2011, ces dernières étant toutefois peu significatives compte tenu de la saisonnalité du chiffre d'affaires, plus important au second semestre en raison des ventes de la période des fêtes de fin d'année. On notera qu'Apple, qui ne figure pas parmi les fournisseurs de Modelabs pour les terminaux, devrait lancer son nouveau smartphone iPhone 5 au cours du second semestre 2011, ce qui pourrait perturber les ventes de terminaux de la Société et inversement avoir un effet bénéfique sur les ventes d'accessoires.

Compte tenu de ce scénario de croissance modérée du chiffre d'affaires, les marges attendues entre 2011 et 2013 devraient être en légère augmentation par rapport à 2010. Par ailleurs, il n'est pas anticipé d'investissements significatifs.

En conclusion, ce scénario de croissance modérée du chiffre d'affaires semble conservateur puisqu'il suppose l'arrivée à maturité du marché adressé par Modelabs, ce que le renouvellement des gammes actuelles de smartphones pourrait infirmer. Toutefois, il convient de remarquer que, par le passé, la croissance des ventes de la branche d'activité Distribution a connu une forte volatilité (comprise entre -13% en 2007 et +38% en 2010). D'autre part, au vu du faible besoin d'investissement requis par cette activité, il ressort, selon nos calculs, une rentabilité prévisionnelle des capitaux engagés (ROCE) qui devrait s'établir entre 50% et 60%, niveau particulièrement élevé et qui pourrait être remis en cause par une exacerbation de la pression concurrentielle.

A l'inverse, il n'est pas tenu compte des synergies :

- de coûts susceptibles de résulter de l'emménagement de Modelabs dans de nouveaux locaux ;

⁶ La rentabilité des capitaux engagés est insuffisante comparée au coût du capital

- de ventes, notamment à l'étranger, qui résulteraient de l'adossement de la Société au réseau de commercialisation de l'Initiateur.

3.3. Evaluation de la société Modelabs

Conformément au Règlement général en matière d'expertise indépendante et aux recommandations de l'AMF, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères. Notre expertise a notamment été réalisée sur la base du plan d'affaires prévisionnel 2011-2013 établi par la direction de la Société.

L'évaluation de Modelabs est réalisée après détournage de la branche d'activité Manufacture. En effet, comme indiqué précédemment, selon les informations dont nous disposons, cette dernière dégage un badwill. Les conséquences financières de ce détournage, telles que prévues par Bigben, Modelabs et Monsieur Stéphane Bohbot, sont prises en compte pour le calcul de la valeur de Modelabs. Par ailleurs, l'examen du prix de cession de Manufacture est l'objet d'un développement séparé du présent rapport (cf. annexe) par lequel nous nous sommes assurés que le prix de cession de Manufacture ne lésait pas les intérêts des actionnaires minoritaires de Modelabs.

3.3.1. Critères et méthodes d'évaluation écartés

3.3.1.1. Actif net comptable

L'actif net comptable (ou situation nette) est la différence entre le montant des actifs et l'endettement total figurant au bilan de la Société. Ce dernier, post opération, est investi pour moitié en actifs liquides (trésorerie nette et BFR), le solde provenant essentiellement d'actifs d'impôts différés issus majoritairement de reports déficitaires (35%), et d'un écart d'acquisition (10%). Dans la perspective de la poursuite de l'activité, l'évaluation des produits et des charges futurs à attendre de la combinaison des facteurs de production nous conduit à une valeur supérieure à la situation nette comptable. En conséquence, nous ne retenons pas la référence à l'actif net comptable.

A titre d'information, au 31 décembre 2010, l'actif net comptable au 31 décembre 2010 s'établissait à 2,8 € par action et 2,5 € sur la base d'un nombre d'actions dilué.

3.3.1.2. Actif net réévalué (ANR)

Cette méthode consiste à établir la valeur de marché de tous les postes comptables d'actif et de passif du bilan de la Société. Au cas présent, l'application de cette méthode de valorisation consisterait donc, pour l'essentiel, à déterminer la valeur d'un actif incorporel résultant de la combinaison des facteurs de production.

L'approche de l'ANR, dans le cas de l'évaluation de Modelabs a été écartée dans la mesure où la réévaluation des actifs d'exploitation sera mise en œuvre par l'actualisation des flux de trésorerie futurs.

3.3.1.3. Capitalisation des dividendes

Cette méthode d'évaluation consiste à actualiser les dividendes prévisionnels. Toutefois, il n'existe pas, à notre connaissance, d'estimation fiable de l'exigence de rendement des titres cotés pour l'actionnaire minoritaire et qui serait établie à partir des dividendes anticipés. D'autre part, la Société n'a jamais distribué de dividende depuis son introduction en bourse en 2006. Dès lors, le mode d'évaluation le plus usuel pour déterminer la valeur d'une participation minoritaire se fonde moins sur les dividendes que sur la totalité de la capacité distributive de la Société, ce qu'appréhende la méthode des flux futurs de trésorerie. Pour ces raisons, nous avons écarté cette approche de valorisation.

3.3.2. Critères et méthodes d'évaluation retenus

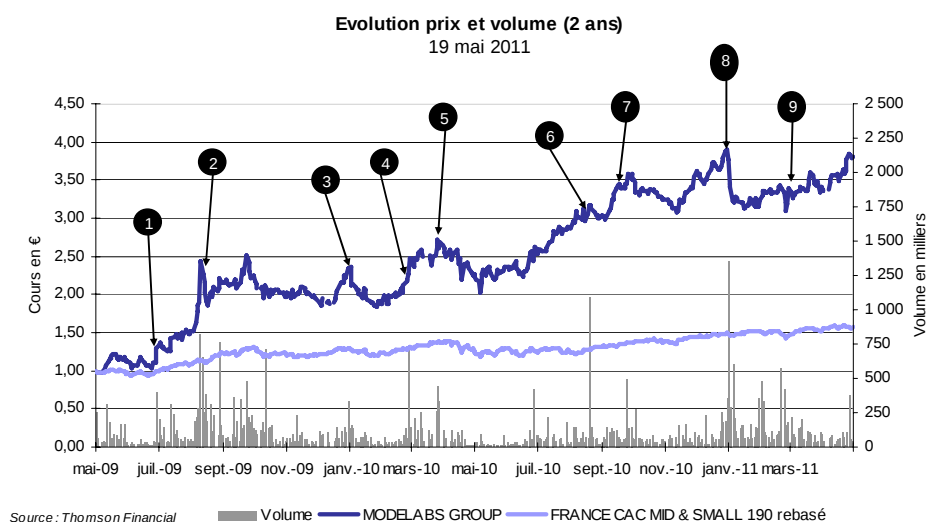
3.3.2.1. Le cours de bourse

La Société est cotée depuis 2006 et ses actions sont actuellement admises aux négociations au compartiment C d'Euronext Paris (FR0010060665-MDL). L'action Modelabs compose notamment les indices généraux CAC ALL TRADABLE (ex-SBF 250, avec un poids 0,01%) et CAC MID&SMALL (0,05%), ainsi que les indices sectoriels CAC TECHNOLOGY (0,14 %) et CAC T. HARD&EQ (0,28 %). A notre connaissance, le titre n'est suivi que par Bryan Garnier, lequel a publié son dernier objectif de cours le 22 mars 2011 à 4,50 €.

Après avoir subi l'accident industriel dans le Bluetooth à partir de juillet 2007, puis le contrecoup de la crise en 2008 et en 2009 en passant d'un cours d'introduction de 9,60 € en avril 2006 à 0,55 € en mars 2009, le titre, à l'instar des marchés, a suivi une tendance haussière entre mars 2009 et janvier 2010, ponctuée par les bonnes nouvelles émanant de la Société. On note une baisse après la publication du chiffres d'affaires 2010 en janvier 2011, puis le cours du titre a poursuivi sa croissance jusqu'à sa suspension.

Le titre a largement surperformé son indice de référence puisqu'au cours des 24 derniers mois, son cours a plus que triplé contre une croissance de 60 % environ pour l'indice CAC MID&SMALL. Sur 12 mois, le constat est identique avec une croissance de 68 % pour l'action Modelabs, contre une augmentation de 25 % de l'indice.

L'évolution du cours de bourse depuis mai 2009 est la suivante :



Renvois	Dates	Evénements
1	16-juil.-09	Forte progression du chiffres d'affaires 2T2009
2	1-sept.-09	Résultats semestriels 2S2009
3	20-janv.-10	Chiffre d'affaires 2009
4	17-mars-10	Résultats annuels 2009 : retour aux bénéfices
5	14-avr.-10	Forte hausse du chiffre d'affaires 1T2010
6	6-sept.-10	Forte hausse des résultats 1S2010
7	14-oct.-10	Forte hausse de l'activité au 3T2010
8	19-janv.-10	Chiffres d'affaires 2010 en hausse de 35,2 %
9	22-mars-11	Résultats 2010 : résultat net quasi doublé

Durant les douze derniers mois, le cours moyen de clôture de Modelabs, pondéré par les volumes, a évolué dans une fourchette large comprise entre 2 € et 4 €, avec un plus bas à 1,98 € le 25 mai 2010, et un plus haut à 4,00 € le 16 mai 2011.

Les différentes moyennes du cours de l'action, calculées au 19 mai 2011 date de sa suspension, ainsi que le cours de clôture à cette date et les volumes échangés sont présentés dans le tableau ci-après :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Cours moyen pondéré	Volume échangé	Moyenne quotidienne	% capital échangé	% capital échangé (flottant)	Jours de cotation
24 mois	4,00	0,93	2,63	48 966 911	93 806	214,3%	412,1%	99,8%
12 mois	4,00	1,98	3,26	23 831 602	91 309	104,3%	200,6%	100,0%
6 mois	4,00	2,92	3,41	14 792 501	114 671	64,7%	124,5%	100,0%
3 mois	4,00	2,92	3,41	6 675 339	104 302	29,2%	56,2%	100,0%
20 jours de bourse	4,00	3,34	3,67	1 277 118	70 951	5,6%	10,7%	100,0%
Spot	3,81	3,62	3,80	11 245	11 245	0,0%	0,1%	

L'action est cotée tous les jours en continu et la rotation de son flottant (124,5 % sur 12 mois) est importante pour un titre du compartiment C. Le critère du cours de bourse nous apparaît donc pertinent et est intégré à notre approche multicritères.

Nous retenons un cours moyen de 3,67 €, correspondant à la moyenne pondérée 20 jours, dans une fourchette de 3,41 € à 3,80 €. Le prix d'Offre extériorise une prime de 20 % par rapport à la valeur centrale retenue pour l'Offre Subsidaire, soit 4,40 €.

3.3.2.2. L'actualisation des flux futurs de trésorerie

La méthode des DCF⁷ a été mise en œuvre sur la base du plan d'affaires hors activité Manufacture, tel que décrit précédemment. Ce dernier a été prolongé de deux exercices, afin de faire converger la croissance du chiffre d'affaires vers le taux normatif de 1,5% par an, ce taux étant celui retenu en moyenne dans les notes d'offres visées par l'AMF pour l'évaluation de sociétés cotées. Ce taux nous semble adapté à l'évaluation d'une industrie mature caractérisée certes par des sauts technologiques, mais aussi par un taux d'équipement très élevé (estimé entre 85% et 90% en France, selon le cabinet GFK).

Taux d'actualisation

La Société présentant une situation de trésorerie positive, ce qui est également le cas des sociétés de l'échantillon des comparables (cf. infra), et les prévisions impliquant le maintien de cette situation d'excédent du fait de la forte rentabilité attendue des capitaux engagés (cf. supra), il est retenu un taux d'actualisation égal au coût des fonds propres à dette nulle. Selon nos calculs, ce dernier s'établit à 14,13 %. Ce taux est calculé à partir des paramètres suivants :

- une prime de risque des marchés actions estimée à 6,5% en retenant la moyenne à fin avril 2011 sur douze mois glissants, des primes observées dans les notes d'offre visées par l'AMF ;
- un coefficient bêta, hors dette, de 1,29, qui correspond à la moyenne des bêtas de 5 sociétés retenues dans notre échantillon pour la méthode des comparables boursiers, augmenté du bêta d'Avenir Telecom (cf. infra) ;
- un taux sans risque égal à 3,16 %, correspondant au rendement moyen des OAT 10 ans, tel que constaté au cours des douze derniers mois ;
- une prime de risque spécifique de 2,59 %, qui reflète l'écart de rentabilité exigé par les investisseurs sur des titres de sociétés de petite taille. Ce taux est issu des primes spécifiques observées dans les notes d'offre visées par l'AMF sur douze mois glissants, au titre de sociétés dont la capitalisation boursière est égale en moyenne à 200 M€. La taille de ces sociétés étant plus de deux fois supérieure à celle de Modelabs, cette prime constitue sans doute un minimum.

⁷ Pour Discounted Cash Flow.

Valeur d'entreprise

Compte tenu de ces éléments, la valeur d'entreprise de Modelabs, égale à la valeur présente des flux de trésorerie prévisionnels, s'établit selon nos calculs à 76,1 M€, dont 58% au titre de la valeur finale au terme de l'horizon de prévision (décembre 2015). Cette dernière est déterminée sur la base d'un calcul de rente perpétuelle en faisant l'hypothèse d'une croissance de 1,5% par an du flux de trésorerie normatif.

Calcul de la valeur des fonds propres

Comme mentionné précédemment, l'évaluation de la Société est réalisée hors la branche Manufacture. Les conséquences financières de son détournage résultent des engagements prévus dans le Protocole conclu entre Modelabs et Bigben. D'autre part, il est tenu compte du remboursement anticipé de l'emprunt obligataire et du rachat des bons de souscription d'actions (BSA) correspondants, conformément au protocole conclu entre Modelabs et les détenteurs de ces titres. Dans cette optique, il est retenu une trésorerie nette pro forma de 7,8 M€, correspondant à la situation ressortant des comptes consolidés 2010, soit 44,5 M€, ajustée de ces deux opérations connexes à l'Offre. Ce calcul intègre :

- la somme des décaissements liés à l'augmentation de capital en numéraire de Manufacture et au rachat à cette dernière des 1,2% du capital de Modelabs SA, soit un montant total de 15 M€ ;
- le rachat par Modelabs des BSA résultant de l'émission obligataire de 2009. Le prix de ce rachat qui s'établit à 14,6 M€, est égal à la valeur intrinsèque des bons calculée par référence au prix de l'Offre Subsidiaire ;
- la différence entre la valeur comptable des obligations à fin décembre 2010 et le montant de leur remboursement anticipé au 30 juillet 2011, soit 2,4 M€ ;
- la sortie du périmètre de consolidation de la trésorerie appartenant à Manufacture au 31 décembre 2010, soit 4,7 M€, cette dernière ayant vocation à absorber les pertes de la branche d'activité attendues au 1er semestre 2011, étant entendu qu'en cas de dépassement, les abandons de créances accordés par Modelabs à Manufacture sont limités à 9 M€, ce montant découlant des pertes anticipées par le management.

Le tableau de passage de la trésorerie nette consolidée au 31 décembre 2010 à la trésorerie pro forma ajustée se présente comme suit :

Impacts de l'Opération (OPE, rachat d'OBSA et cession de Manufacture)	En M€
Rachat des BSA	(14,6)
Ecart entre valeur comptable des OBSA et remboursement	(2,4)
Recapitalisation de Manufacture	(15,0)
Trésorerie de Manufacture au 31/12/2010	(4,7)
Variation de trésorerie du fait de l'Opération	(36,8)
Trésorerie nette déc 2010 yc OPCVM long terme	44,5
Trésorerie nette ajustées de l'Opération	7,8

Les autres éléments de passage de la valeur d'entreprise (VE) à la valeur des fonds propres sont les provisions (indemnités de fin de carrière, litiges fiscaux), la valeur des intérêts minoritaires et des reports déficitaires. Ces derniers intègrent les déficits reportables qui résulteront de la cession de Manufacture du fait de son augmentation de capital en numéraire et par abandon de créances, ainsi que la perte attendue pour cette branche d'activité au 1er semestre 2011. Ces déficits, supposés être apurés en 2013, sont évalués après actualisation.

Le passage de la VE à la valeur de fonds propres est détaillé dans le tableau ci-après :

Passage de la VE à la valeur des fonds propres	En M€
Somme des flux 2e semestre 2011 à 2015	31,9
Valeur de rente	44,2
Valeur d'entreprise	76,1
Engagements de retraite nets d'impôt	(0,2)
Provisions pour litiges	(0,9)
Valeur des minoritaires	(0,9)
Trésorerie nette ajustée	7,8
Valeur des reports déficitaires	9,7
Valeur des fonds propres	91,6
Nombre d'actions dilué	22 965 543
Valeur en € par action	3,99

Pour le calcul de la valeur par titre, il est retenu un nombre d'actions dilué de 22 965 543 qui tient compte :

- des actions à créer par exercice des options de souscription dans la monnaie et du rachat partiel d'une partie d'entre-elles avec les fonds issus de l'exercice des bons⁸ ;
- des actions gratuites en cours d'acquisition ;
- des titres d'autocontrôle (hors contrat de liquidité), nets des options d'achat dans la monnaie.

⁸ Cette approche dite « treasury method » suppose que les actions acquises grâce aux fonds issus de l'exercice des bons en vue d'être annulées, ont un prix de revient identique à celui qui découle de l'évaluation, en l'occurrence 3,99 €.

Ces calculs sont détaillés comme suit :

Calcul de dilution au 30 avril 2011	Nombre d'actions
Nombre d'actions au 30 avril 2011	22 871 155
Titres d'autocontrôle hors contrat de liquidité	(366 605)
Service des options d'achat dans la monnaie	41 450
Exercice des BSA dans la monnaie	241 474
Annulation potentielle sur fonds levés	(128 931)
Actions gratuites en acquisition	307 000
Nombre d'actions dilué	22 965 543

Comme indiqué ci-dessus, la valeur des fonds propres s'établissant à 91,6 M€, il ressort une valeur par action Modelabs de 3,99 € sur une base diluée. Ce résultat ne tient pas compte des éventuelles synergies qui naîtraient du rapprochement de la Société avec l'Initiateur.

La sensibilité de ce résultat aux variations du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini est présentée dans le deux tableau ci-dessous :

En €/action	Taux d'actualisation		
Tx Croissance	13,13%	14,13%	15,13%
1,0%	4,19	3,91	3,67
1,5%	4,29	3,99	3,74
2,0%	4,39	4,08	3,81
Ecart-type / cible : 6%			

Le prix de l'Offre subsidiaire (4,40 €) extériorise une prime de 10,29 % par rapport à la valeur centrale issue de l'approche d'évaluation par les DCF.

3.3.2.3. Les comparables boursiers

Cette approche consiste à déterminer la valeur des fonds propres d'une société en appliquant des multiples d'évaluation observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables à ses agrégats financiers jugés les plus pertinents en termes d'activité, de profil de croissance, de rentabilité et de structure financière.

A notre connaissance, il n'existe pas de société cotée concurrente de Modelabs qui lui soit totalement comparable. A défaut, nous avons constitué un échantillon de cinq sociétés fabricants d'accessoires électroniques, vidéo ou audio, de périphériques informatiques ou de matériels de réception, que sont Bigben, Logitech, Parrot, Archos et HF Compagny. La société Avenir Telecom n'a pu être retenue faute de disposer de prévisions⁹.

Etant donné les degrés d'intégration variables de ces différentes sociétés, sont retenus les multiples d'agrégats calculés après dotations aux amortissements, soit des multiples de résultat opérationnel (ou VE/EBIT) et de résultat net (ou PER). Ces derniers sont calculés au 19 mai 2011, date de la suspension de la cotation des actions Modelabs et Bigben, à partir de la moyenne sur un mois pondérée par les volumes des cours des sociétés comparables. Ils sont éventuellement ajustés à la date de clôture de la Société (31 décembre) et appliqués aux agrégats prévisionnels de celle-ci pour les exercices 2012 à 2013. Les multiples 2011 n'ont pas été retenus en raison de leur hétérogénéité. Comme pour la

⁹ Cette dernière est spécialisée dans la distribution de produits et de services de téléphonie mobile soit auprès de réseaux de distribution soit en direct avec un réseau de magasins en propre.

méthode des DCF, l'évaluation porte sur le périmètre d'activité Distribution, après détournage de la branche Manufacture.

Les tableaux de synthèse présentant les différents multiples sont les suivants :

VE/EBIT	2012	2013
BIGBEN INTERACTIVE SA	5,67x	5,14x
LOGITECH INTERNATIONAL SA	9,33x	8,16x
PARROT SA	6,44x	5,79x
ARCHOS	8,63x	7,06x
HF COMPANY	5,48x	5,00x
Moyenne	7,11x	6,23x

P/E	2012	2013
BIGBEN INTERACTIVE SA	7,92x	7,18x
LOGITECH INTERNATIONAL SA	11,29x	9,54x
PARROT SA	12,47x	11,16x
ARCHOS	13,92x	11,10x
HF COMPANY	7,94x	6,93x
Moyenne	10,71x	9,18x

Par cette approche et en fonction de l'agrégat retenu, la valeur centrale de l'action Modelabs s'établit entre 4,73 € (PER) et 5,12 € (VE/EBIT).

Le prix proposé par l'Offre Subsidaire présente une décote comprise entre 7 % de 14 % par rapport aux valeurs centrales issues de cette méthode. Ce résultat est toutefois à relativiser compte tenu du caractère imparfait de l'échantillon. En effet, les sociétés qui le composent présentent en moyenne une rentabilité supérieure à celle de Modelabs en raison d'une intégration plus en amont de la chaîne de valeur. Compte tenu de ces différences, les résultats de l'approche par les comparables boursiers ne sont présentés qu'à titre secondaire et constituent un haut de fourchette.

3.3.2.4. Autres éléments d'appréciation de l'Offre

Le processus qui a conduit à la présentation de l'Offre a été initié début 2010 par les fondateurs de Modelabs. Ceux-ci ont fait le constat qu'il n'existait plus de synergies entre les activités Distribution et Manufacture et que le regroupement des deux activités dans un même groupe n'optimisait pas la rémunération des actionnaires.

Identifié à cette date comme le partenaire le plus pertinent, Bigben était entré en contact avec les dirigeants de la Société en vue de l'acquisition de la seule activité Accessoires de Modelabs. A la suite de l'échec de ces discussions, la banque conseil Bryan Garnier a été mandatée en septembre 2010 afin d'approcher des fonds d'investissement susceptibles d'être intéressés par l'activité Distribution dans son ensemble.

A cette fin, la banque conseil a approché 20 fonds. Sur les 15 fonds ayant sollicité le memorandum d'information pour étudier le dossier, 12 ont rencontré la banque et 6 ont rencontré le management de Modelabs. Les partenaires potentiels ont motivé leur retrait en mettant notamment en avant leur perception négative de la structure managériale actuelle de Modelabs et du secteur d'activité, en particulier du marché de distribution de mobiles, la complexité de l'opération et le niveau de valorisation proposé.

Ainsi, à l'issue de ce processus, seul un fonds a remis une proposition non engageante portant sur la seule activité Distribution.

Bien que cette offre, compte tenu de sa structuration et de son caractère préliminaire, ne soit pas totalement comparable à l'Offre actuelle, elle fait apparaître, en fonction du scénario retenu, une valorisation de Modelabs comparable ou légèrement inférieure.

In fine, cette proposition n'a pas abouti.

Parallèlement aux contacts pris avec les fonds, les discussions entre Bigben et Modelabs ont repris à la fin de l'année 2010 et ont abouti le 20 mai 2011 avec la signature du Protocole. Ce dernier prévoit notamment les dispositions particulières suivantes concernant les dirigeants et principaux actionnaires :

- L'engagement d'apport à l'Offre de la part des dirigeants : Messieurs Stéphane Bohbot et Alain Zagury, des managers clés : Messieurs Pierre Asseo et Christophe Sevin, et des fonds OTC, ces actionnaires représentant ensemble environ 46,50 % du capital de Modelabs. Il est à noter que Monsieur Alain Zagury a précisé qu'il apporterait au moins 66 % de ses actions à l'Offre Principale.
- La sortie définitive de Modelabs des activités Manufacture, celles-ci n'apparaissant pas compatibles avec le projet industriel commun du nouvel ensemble. Ce *carve out* s'opère via la cession de Manufacture à Monsieur Stéphane Bohbot au prix de 1 € aux conditions suivantes :
 - o recapitalisation de la branche à hauteur de 15 M€ ;
 - o abandon de créances pour un montant maximum de 9 M€ ;
 - o transfert des licences de marques et de brevets, et des droits de propriété industrielle utilisés par Manufacture ;
 - o résiliation des conventions intragroupe (convention d'intégration fiscale, convention de trésorerie) ;
 - o accord sur la durée de l'utilisation de la marque Modelabs par Manufacture, sur la sous-location des locaux du siège et sur l'utilisation des services partagés (comptabilité, informatique).

Par ailleurs, Bigben s'est engagée à acquérir auprès de Monsieur Stéphane Bohbot un bloc de 1 050 000 actions Modelabs sur les 3 156 354 actions qu'il possède, soit un tiers, au prix de 4,40 € par action.

S'agissant du processus de mise en vente et des conditions générales de l'Offre assorties des opérations connexes qui lui sont liées, nous observons que :

- Le processus de mise aux enchères engagé auprès des fonds n'a pas abouti en raison des risques portés par l'activité, la structure du groupe et son mangement. Par ailleurs, le seul fonds qui a communiqué une marque d'intérêt a proposé une valorisation de l'activité Distribution proche de celle à laquelle nous aboutissons par la méthode du DCF, et une valeur de l'action Modelabs inférieure à celle de la présente Offre.

- Les engagements pris de part et d'autre par les Parties étaient des éléments structurants de l'accord en l'absence desquels l'Offre n'aurait pas été initiée ;
- La cession préalable d'un bloc payé en numéraire représentant 4,59 % du capital et le tiers des actions détenues par Monsieur Bohbot, si elle constitue manifestement un traitement particulier :
 - o ne concerne que l'un des actionnaires principaux, les autres s'étant engagés à apporter à l'Offre et notamment Monsieur Alain Zagury, actionnaire le plus important de la Société, celui-ci ayant indiqué qu'il apporterait au moins 66 % de ses actions à l'Offre Principale ;
 - o constitue l'un des points de négociation sans l'acceptation duquel l'Offre n'aurait pu prospérer ;
 - o répond au souci de Monsieur Stéphane Bohbot d'obtenir rapidement les disponibilités nécessaires au renforcement de la structure financière de Manufacture sans pour autant déséquilibrer le marché du titre Bigben (qui porte sur 5 000 à 7 000 titres en moyenne par jour). Cette modalité correspond pour lui à un avantage par rapport aux autres actionnaires de Modelabs mais protège également, dans une certaine mesure, les actionnaires actuels et futurs de Bigben.

Ainsi, l'ensemble de ces éléments nous paraissent de nature à conforter le prix d'Offre sans pour autant constituer une référence dans la mesure où les engagements pris par les principaux actionnaires de Modelabs n'ont pas été réalisés à la date du présent rapport et qu'ils peuvent être rendus caducs en cas de surenchère.

S'agissant en particulier de la cession de Manufacture, nos travaux, présentés en annexe, qui reposent sur le plan d'affaires et les informations communiqués par la Société, nous conduisent à conclure que le prix de cession de 1 € pour l'activité sans dette et recapitalisée à hauteur de 15 M€ ne constitue pas une opération de nature à léser les actionnaires minoritaires de Modelabs, compte tenu de l'historique des résultats de la branche et des risques commerciaux et financiers futurs qu'elle porte.

4. PRESENTATION ET EVALUATION DE LA SOCIETE BIGBEN

4.1. Présentation de la société Bigben

Bigben Interactive SA est une société anonyme dont le siège est situé CRT 2, rue la Voyette à Lesquin (59) ; elle est enregistrée au registre du commerce de Lille sous le numéro 320 992 977. Au 31 décembre 2010, son capital social, qui s'élève à 23 121 764 €, est composé de 11 560 390 actions de même catégorie, d'une valeur nominale de 2 €. L'action Bigben Interactive est cotée au Compartiment C d'Euronext Paris (FR0000074072- BIG). Sa capitalisation boursière atteint 104 M€ sur la base du cours de clôture de 9,00 € relevé le 19 mai 2011, date de la dernière cotation précédant la suspension du cours et l'annonce de l'Offre intervenues le 20 mai 2011.

4.1.1. Historique de la société Bigben

La société a été créée en 1981 par Monsieur Alain Falc, actuel Président directeur général de Bigben. A l'origine spécialisée dans la commercialisation d'objets électroniques et de montres, Bigben est devenue dès 1999, le premier distributeur d'accessoires pour consoles de jeux vidéo auprès des réseaux de détaillants. En octobre 1999, elle s'introduit en bourse et voit son chiffre d'affaires passer de 176 M€ en 1999-2000 à 293 M€ au cours de l'exercice 2001-2002, la société clôturant ses comptes au 31 mars.

Elle connaît alors une crise de croissance du fait d'un développement international mal maîtrisé. Cette situation amène son fondateur à devoir entreprendre une sévère restructuration du groupe en s'adossant, en 2006, à un consortium mené par la Deutsche Bank, ressortie du capital depuis. Au cours de cette période, le groupe a vu son chiffre d'affaires passer de 293 M€ à 64 M€.

Depuis cette phase de transition, Bigben a renoué avec la croissance dès l'exercice 2006-2007, mettant en œuvre un modèle de développement plus robuste axé autour de 4 branches d'activité, dans lequel prédomine la conception de produits en propre dégagant des marges supérieures à celles issues d'une activité de grossiste. Ces quatre branches sont :

- La conception et la vente d'accessoires pour consoles de jeux vidéo, qui est la première activité de la société. Depuis plus d'un an, cette branche a par ailleurs développé une gamme d'accessoires pour les smartphones d'Apple qui illustre la convergence entre les secteurs des consoles portables et des téléphones. La société est propriétaire des moules des accessoires qu'elle commercialise et dont elle sous-traite la production en Asie. Cette activité a dégagé un chiffre d'affaires de 62,8 M€ en 2010-2011, en hausse de 6%, représentant 62% du chiffre d'affaires consolidé. Sur le segment des accessoires pour consoles, Bigben occupe en France selon le cabinet GFK, une part de marché de 17% en 2010, les consolistes (Microsoft, Sony et Nintendo) en représentant 63%. La société est ainsi le premier fournisseur indépendant d'accessoires, ses principaux concurrents – hors consolistes – réalisant en France des chiffres d'affaires 5 fois inférieurs.

- L'édition de jeux vidéo comprend la recherche de concepts et la supervision de leur développement par des studios sous-traitants pour un coût de développement limité, généralement inférieur à 1 M€, ou l'adaptation sous licence de jeux déjà développés. Sur ce segment, la société occupe un positionnement de niche en privilégiant les ventes groupées d'accessoires et de jeux vidéo. Les débouchés des jeux sont identiques à ceux des accessoires pour les réseaux de distribution traditionnels. Depuis un an, Bigben commercialise également ces produits en ligne par téléchargement. En 2010-2011, le segment de l'édition a dégagé un chiffre d'affaires de 18,1 M€, en hausse de 82 %, porté par le succès de nouveaux jeux.
- La conception et la commercialisation de produits audio est le métier d'origine du groupe. Il représente encore un chiffre d'affaires de près de 10 M€ en 2010-2011, en hausse de 37%. Sur ce segment, Bigben est notamment le premier fournisseur en France de tourne-disques permettant l'encodage de disques vinyles sur support numérique.
- La distribution pour compte de tiers, qu'elle soit exclusive ou non-exclusive, est principalement une activité de grossiste de jeux vidéo et de toutes les marques de consoles. Elle repose sur le savoir-faire marketing et logistique du groupe. Lorsqu'elle est liée par un contrat de distribution exclusive avec un éditeur de jeux, la société s'engage sur des minimums garantis à la différence de la distribution non-exclusive. En 2010-2011, ce segment a dégagé un chiffre d'affaires de 10 M€, en retrait de 41% du fait de la faiblesse du catalogue de jeux, l'exercice précédent ayant profité notamment du succès du jeu Final Fantasy de l'éditeur nippon Square Unix. En 2009-2010, la société s'est par ailleurs retirée du commerce de détail traditionnel en fermant sa chaîne de magasins sous enseigne Espace 3 Games. Elle mise désormais sur l'activité de vente en ligne pour maintenir et développer une activité de distribution auprès du consommateur final.

La vente d'accessoires et de jeux vidéo est étroitement corrélée au cycle de vie des consoles de salon et des consoles portables (d'une durée de 6 à 7 ans), les ventes pour ordinateurs individuels demeurant relativement secondaires. Elle pourrait à l'avenir s'en affranchir partiellement avec l'émergence de jeux et d'accessoires pour smartphones. Le marché traverse actuellement une phase de transition avec l'arrivée à maturité, ou en fin de vie, des principales consoles, provoquant depuis 2008, le déclin du marché des logiciels tout en freinant l'essor de celui des accessoires. Dans ce contexte, Bigben est toutefois parvenu à limiter la baisse de son chiffre d'affaires en 2009-2010 grâce à la pertinence de son offre couplée jeux / accessoires. En 2010-2011 la société a renoué avec la croissance grâce au succès de ses produits développés en propre, en dépit de la concurrence des consociers sur les accessoires.

4.1.2. Performances financières de Bigben au cours des 3 derniers exercices

Les résultats dégagés par la société au cours des trois derniers exercices sont résumés ci-après :

Compte de résultat résumé en K€	31/3/09	31/3/10	31/3/11
Chiffre d'affaires	98 493	93 792	101 300
Variation	17,0%	-4,8%	8,0%
Achat de marchandises et variation des stocks	(61 333)	(59 585)	(60 951)
Marge brute	37 160	34 207	40 349
En % du CA	37,7%	36,5%	39,8%
Achats et charges	(9 900)	(11 797)	(12 089)
Impôts et taxes	(677)	(636)	(620)
Frais de personnel hors provisions	(8 950)	(8 829)	(8 861)
EBE	17 633	12 945	18 779
En % du CA	17,9%	13,8%	18,5%
Dotations aux amortissements	(1 694)	(2 687)	(2 578)
Reprises/(Dotations) nettes aux provisions	2 600	3 898	(516)
Résultat opérationnel courant	18 539	14 156	15 685
En % du CA	18,8%	15,1%	15,5%
Produits et charges non courants	(799)	455	(191)
Résultat opérationnel	17 740	14 611	15 490
Résultat financier	(1 204)	(724)	(2 049)
Résultat avant impôt	16 536	13 887	13 441
IS consolidé	(54)	(1 937)	(3 590)
Taux apparent	0,3%	13,9%	26,7%
Résultat net	16 482	11 950	9 851

Comme l'indique le tableau ci-dessus, le groupe est parvenu en 2010-2011 à dépasser le chiffre d'affaires atteint en 2008-2009, correspondant à un haut de cycle du secteur. Comparé à cet exercice, son taux d'excédent brut d'exploitation (EBE) progresse de 60 points de base à 18,5%, le groupe ayant accru son niveau de marge brute (hors provisions sur actifs circulants) et réalisé des économies de coûts de fonctionnement. Toutefois, son bénéfice recule du fait des dotations aux provisions sur actifs circulants (contre des reprises nettes au cours des deux exercices précédents) et du paiement de l'impôt sur les sociétés, les déficits reportables issus de la période de restructuration achevée en 2006 ayant été apurés. On notera qu'au cours du dernier exercice, le taux de marge opérationnelle (15,5%) est 2,5 fois plus élevé que celui dégagé par Modelabs au titre de sa branche Distribution (soit 6,2% après frais de holding).

Au cours des trois derniers exercices, par son activité opérationnelle, Bigben a dégagé un flux de trésorerie de plus de 18 M€, déduction faite d'investissements cumulés de près de 11 M€ (cf. tableau ci-après). Ces derniers se composent d'investissements incorporels pour 3 M€ par an, essentiellement composés de droits à reproduire relatifs à la vente de jeux vidéo. Les investissements corporels s'établissent à près de 5 M€ sur 3 ans, dont 4 M€ en 2010-2011 correspondent à la création d'un nouveau site logistique à Lauwin Planque près de Douai (59). La première tranche de 17 800 m² de ce site devrait être mise en service au second semestre 2011. Selon le management, il reste à investir 8 M€ dans ce projet.

Tableau de financement en K€	31/3/09	31/3/10	31/3/11	Cumul
Résultat net	16 482	11 950	9 855	38 287
Charges calculées	(706)	(1 730)	3 087	651
Impôt différé	(939)	1 109	2 083	2 253
CAF	14 837	11 329	15 025	41 191
Variation de BFR	(4 354)	1 506	(9 185)	(12 033)
Variation des dettes sur immobilisation	51	(980)	10	(919)
Investissements incorporels et corporels	(2 014)	(2 331)	(6 468)	(10 813)
Produits de cession d'imm inc et corp	814	52	56	922
Acquisition nette d'immobilisations fin	22	18	(125)	(85)
Flux de trésorerie avant opérations de financement	9 356	9 594	(687)	18 263
Augmentation de capital	341	5 074	837	6 252
Dividendes versés	-	(2 841)	(4 593)	(7 434)
Variation de l'endettement	(4 923)	(4 114)	(4 210)	(13 247)
Autres variations	(522)	519	(196)	(199)
Variation de trésorerie	4 252	8 232	(8 849)	3 635

Comme indiqué dans le tableau ci-dessus, le flux de trésorerie d'exploitation et d'investissement cumulé de 18 M€ dégagé sur la période et les produits des augmentations de capital par exercice de BSA ont été employés, pour l'essentiel, au versement de dividendes et au désendettement.

Actif économique en K€	31/3/09	31/3/10	31/3/11
Goodwill	1 372	1 156	1 156
Immobilisations incorporelles	1 882	2 165	2 496
Immobilisations corporelles	6 770	6 277	9 838
Dépôts de garantie	80	61	153
Immobilisations d'exploitation	10 104	9 659	13 643
En % du CA	10,3%	10,3%	13,5%
BFR	26 114	28 625	37 349
En % du CA	26,5%	30,5%	36,9%
Actif d'exploitation	36 218	38 284	50 992
En % du CA	36,8%	40,8%	50,3%
Impôts différés	3 938	2 832	738
Immobilisations financières	74	74	126
Actif économique	40 230	41 190	51 856

Capitaux engagés en K€	31/3/09	31/3/10	31/3/11
Capitaux propres	29 674	43 915	50 203
Provisions et engagements de retraite	434	479	208
Dettes sur immobilisation	1 436	456	466
Trésorerie	(8 163)	(16 395)	(7 546)
Endettement financier y compris dette d'affacturage	16 849	12 735	8 525
Endettement net y compris dette d'affacturage	8 686	(3 660)	979
Capitaux engagés	40 230	41 190	51 856

Comme indiqué dans le tableau ci-dessus, l'actif fonctionnel consolidé est majoritairement constitué d'un besoin en fonds de roulement (37 M€ au 31 mars 2011). Ce dernier résulte notamment de l'importance des stocks (26,5 M€) qui représentent 146 jours d'achats à fin mars 2011. Au cours des trois derniers exercices, cette tendance s'est renforcée du fait du développement de l'activité d'édition. Les immobilisations corporelles figurant dans les comptes pour 9,8 M€ correspondent à hauteur de 8 M€ à l'immobilier du siège (Lesquin), et aux sites logistiques (immobilier, chariots et chaîne logistique) de Libercourt (actuellement opérationnel) et de Lauwin Planque (en cours de réalisation).

L'actif fonctionnel est financé essentiellement par fonds propres, le montant de l'endettement net étant inférieur à 1 M€ après prise en compte des dettes d'affacturage. On notera que l'activité est toutefois fortement saisonnière, une partie importante des ventes étant réalisée au cours du dernier trimestre de

l'année civile. Pour cette raison, la position d'endettement net moyenne de l'exercice est supérieure d'environ 1 M€ à celle de fin mars 2010.

Au cours des trois derniers exercices, le rendement des capitaux engagés ou ROCE (cf. supra) est passé de près de 42% en 2008-2009, à 25,7% en 2010-2011. Bien qu'elle demeure supérieure à l'exigence de rendement du capital (cf. infra), la rentabilité des capitaux engagés s'est fortement réduite. Il ne s'agit cependant pas d'une tendance de fond, la plate-forme logistique de Lauwin Planque n'étant pas encore mise en service.

Ratios	31/3/09	31/3/10	31/3/11
Résultat opérationnel courant	18 539	14 156	15 685
IS normatif	(5 006)	(3 822)	(4 235)
Taux normatif	27%	27%	27%
Résultat net normatif à dette nulle	13 533	10 334	11 450
En % du CA	13,7%	11,0%	11,3%
Actif d'exploitation moyen yc goodwill	32 535	37 251	44 638
Actif d'exploitation moyen hors goodwill	31 006	35 987	43 482
ROCE moyen y c goodwill	41,6%	27,7%	25,7%
ROCE moyen hors goodwill	43,6%	28,7%	26,3%

4.2. Plan d'affaires prévisionnel 2011-2012 à 2013-2014

Nous n'avons pu disposer d'un plan d'affaires émanant de la société. A défaut, nous nous sommes fondés sur les prévisions établies par les bureaux d'analyse, postérieurement à la présentation des résultats de l'exercice 2010-2011, intervenue le 13 mai 2011. Ces prévisions ont été établies par Oddo Equities, Gilbert Dupont et Euroland Finance (source : Thomson One Banker), et ont fait l'objet d'une synthèse de notre part au titre des trois exercices prévisionnels 2011-2012 à 2013-2014. Il ressort de nos entretiens avec le Management de Bigben qu'il n'y a pas d'objection à retenir ces prévisions qui reflètent les anticipations d'investisseurs externes à la société et ayant une connaissance satisfaisante de sa stratégie, de son environnement concurrentiel et de ses moyens financiers.

Les prévisions dont nous disposons se limitent au chiffre d'affaires, à l'EBITDA¹⁰, au résultat opérationnel courant et au bénéfice par action. Sur la base de nos entretiens avec le management relatifs aux investissements historiques, nous avons par ailleurs estimé les investissements normatifs à 3 M€ par an, mis à part en 2011-2012, exercice qui verra l'achèvement du site logistique de Lauwin Planque. Il est tenu compte, dans une optique de valorisation qui nous est propre, d'un scénario de cession du site logistique actuel pour un prix proche de sa valeur nette comptable. S'agissant de la modélisation du besoin en fonds de roulement, les ratios observés en 2010 (rotation des stocks, délais de règlement, dettes sociales et fiscales) ont été supposés stables. Enfin, il est retenu un taux d'imposition normatif consolidé de 27%, égal à celui observé en 2010-2011 du fait de la répartition internationale des bénéfices du groupe.

Dans l'optique de l'évaluation par la méthode des DCF, ces prévisions à trois ans ont été extrapolées sur deux exercices complémentaires afin de faire converger le taux de croissance du dernier exercice vers celui

¹⁰ Pour "earning before interest, taxes, depreciation and amortization". Correspond au résultat opérationnel avant dotation aux amortissements.

retenu pour le calcul de la valeur finale. Le taux de croissance à l'infini est supposé égal à 2%. Ce taux est supérieur à celui retenu pour l'évaluation de Modelabs, le développement de l'accessoire de jeux vidéo et sa sophistication nous semblant soutenir l'hypothèse d'une tendance forte pour les années à venir, comme en témoigne sa croissance actuelle dans un marché de la console et de l'édition de jeux pourtant en baisse (cf. supra).

Les prévisions retenues pour l'évaluation de Bigben sont résumées ci-après. Elles sont établies avant rapprochement avec Modelabs :

Compte de résultat résumé en M€	31/3/11	31/3/12	31/3/13	31/3/14	31/3/15	31/3/16	Normatif
Chiffre d'affaires	101,3	109,2	116,4	123,5	129,3	133,7	136,4
Variation	8,0%	7,8%	6,6%	6,1%	4,7%	3,4%	2,0%
Achat de marchandises et variation des stocks	(61,0)	(63,9)	(68,1)	(72,2)	(75,6)	(78,2)	(79,7)
Marge brute	40,3	45,4	48,4	51,3	53,7	55,5	56,6
En % du CA	39,8%	41,5%	41,5%	41,5%	41,5%	41,5%	41,5%
Achats et charges	(12,1)	(14,0)	(14,3)	(15,0)	(16,2)	(17,0)	(17,4)
Impôts et taxes	(0,6)	(0,7)	(0,7)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)
Frais de personnel hors provisions	(8,9)	(9,4)	(9,7)	(10,0)	(10,3)	(10,5)	(10,8)
EBE	18,8	21,3	23,7	25,6	26,5	27,1	27,5
En % du CA	18,5%	19,5%	20,3%	20,7%	20,5%	20,3%	20,2%
Dotations aux amortissements	(2,6)	(3,4)	(4,0)	(4,0)	(4,0)	(4,0)	(4,1)
Reprises/(Dotations) nettes aux provisions	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,4)	(0,3)	(0,2)
Résultat opérationnel courant	15,7	17,3	19,2	21,1	22,1	22,8	23,3
En % du CA	15,5%	15,9%	16,5%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%
Produits et charges non courants	(0,2)	(0,3)	0,2	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(0,1)
Résultat opérationnel	15,5	17,1	19,4	20,8	21,9	22,7	23,2
Résultat financier	(2,0)	(0,5)	(0,5)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Résultat avant impôt	13,4	16,5	18,8	20,6	21,8	22,6	23,1
IS consolidé	(3,6)	(4,5)	(5,0)	(5,6)	(5,9)	(6,1)	(6,2)
Taux apparent	26,7%	27,0%	26,7%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
Résultat net	9,9	12,1	13,8	15,0	15,9	16,5	16,9
Nb d'actions diluée	11 642	11 642	11 642	11 642	11 642	11 642	11 642
BNPA	0,85	1,04	1,19	1,29	1,37	1,42	1,45

Flux de trésorerie d'exploitation en M€	31/3/11	31/3/12	31/3/13	31/3/14	31/3/15	31/3/16	Normatif
EBE courant	18,8	21,3	23,7	25,6	26,5	27,1	27,5
En % du CA	18,5%	19,5%	20,3%	20,7%	20,5%	20,3%	20,2%
Charges non courantes	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(0,1)
Plus-values de cession	0,0	-	0,5	-	-	-	-
Amortissements	(2,6)	(3,4)	(4,0)	(4,0)	(4,0)	(4,0)	(4,1)
Dotations aux provisions	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,4)	(0,3)	(0,2)
Résultat opérationnel	15,5	17,1	19,4	20,8	21,9	22,7	23,2
En % du CA	15,3%	15,6%	16,6%	16,8%	16,9%	17,0%	17,0%
IS normatif	(4,2)	(4,6)	(5,2)	(5,6)	(5,9)	(6,1)	(6,3)
Taux apparent	27,0%	27,0%	26,7%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
Résultat net à dette nulle	11,3	12,5	14,2	15,2	16,0	16,6	16,9
Amortissements	2,6	3,4	4,0	4,0	4,0	4,0	4,1
Provisions	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2
(Plus)/moins-values de cession	(0,0)	-	(0,5)	-	-	-	-
CAF à dette nulle	14,4	16,4	18,2	19,7	20,4	20,9	21,2
Variation de BFR	(9,2)	(4,1)	(2,6)	(3,2)	(2,7)	(1,9)	(1,3)
Investissements d'exploitation	(6,5)	(11,5)	(3,0)	(3,0)	(3,0)	(3,0)	(4,3)
Var. dettes long terme sur immobilisation	0,0	(0,5)	-	-	-	-	-
Produits de cession	0,1	-	3,5	-	-	-	-
Cash flow d'exploitation	(1,2)	0,4	16,1	13,4	14,7	16,0	15,6

4.3. Evaluation de la société Bigben

Par cohérence avec les méthodes utilisées pour l'évaluation de Modelabs, les mêmes approches sont retenues pour nos travaux d'évaluation de Bigben. Leur mise en œuvre diffère cependant sur les points suivants :

- Comme mentionné précédemment, nous n'avons pas pu disposer pas d'un plan d'affaires émanant de la société. A défaut, nous nous sommes fondés sur les prévisions établies par les bureaux d'analyse. Dans une optique de symétrie des méthodes mises en œuvre pour évaluer les deux sociétés, nous avons retenu, complété et extrapolé ces prévisions.
- L'échantillon de sociétés comparables diffère de celui retenu pour évaluer Modelabs afin de refléter le métier de l'édition de jeux vidéo. Dans cette optique, deux éditeurs de jeux, Gameloft et Ubisoft ont été ajoutés.

Tout comme pour l'évaluation de Modelabs, ces travaux sont réalisés avant intégration des éventuelles synergies qui résulteraient du rapprochement des deux groupes.

Les méthodes de l'actif net comptable, de l'actif net réévalué, de la capitalisation des dividendes et des transactions comparables sont écartées pour les mêmes raisons que celles qui nous ont conduits à les rejeter pour Modelabs. A titre d'information, l'actif net comptable par action de Bigben s'élève à 4,30 € au 31 mars 2011.

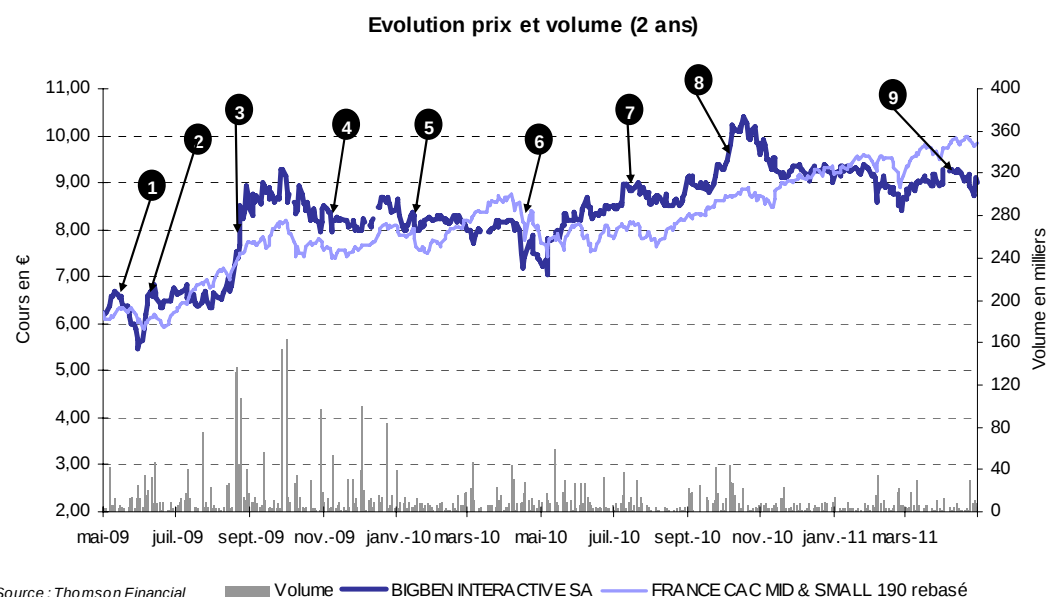
4.3.1. Critères et méthodes d'évaluation retenus

4.3.1.1. Le cours de bourse

La Société est cotée depuis 1999 et ses actions sont actuellement admises aux négociations au compartiment C d'Euronext Paris (FR0000074072-BIG). L'action Bigben compose notamment les indices généraux CAC ALL TRADABLE (ex-SBF 250, avec un poids inférieur à 0,01%) et CAC MID&SMALL (0,03%), ainsi que les indices sectoriels CAC CONSUMER GOODS (0,02 %) et CAC LEISURE GOODS (1,24 %). Le titre est suivi par quatre bureaux d'analyse : Gilbert Dupont, Oddo Securities, Euroland Finance et Genesta. Ce dernier n'a pas publié d'analyse récente en raison de son implication dans la présente Offre.

Introduit en octobre 1999 à 14,80 €, le cours du titre a rapidement quadruplé pour atteindre près de 60 € en mars 2000. L'éclatement de la bulle Internet et les événements de septembre 2001 ramènent le cours aux environs de 20 €. Au contraire de l'évolution générale des marchés, l'action Bigben reprend un parcours haussier dès fin septembre 2001 pour atteindre 54 € en mars 2002. A partir de cette date, la société connaît d'importantes difficultés financières qui ramènent le cours du titre à 2 € en en juin 2006 marquant un point bas, alors que les marchés financiers croissent de manière continue jusqu'en juillet 2007. A compter de juin 2008, le cours de l'action évolue parallèlement à ceux des indices des marchés financiers.

Le titre a légèrement sous performé son indice de référence sur 24 mois : le cours de Bigben a cru de 45 % contre 60 % environ pour l'indice CAC MID&SMALL. Sur 12 mois, le cours de bourse et l'indice ont connu une augmentation équivalente, soit 22,5 % pour Bigben, et 25 % pour l'indice.



Renvois	Dates	Evènements
1	26-mai-09	Résultat annuels 2008-2009 (cloture au 31 mars)
2	7-juil.-09	Succès de l'augmentation de capital
3	11-sept.-09	Montée au capital de Bolloré
4	16-nov.-09	Résultat net 1S2009-2010
5	25-janv.-10	Avertissement sur le chiffre d'affaires annuel
6	26-avr.-10	Chiffre d'affaires annuel en baisse de 4,8 %
7	2-août-10	Montée à 15,1 % du capital de Bolloré
8	25-oct.-10	Chiffre d'affaires en hausse de 20 %
9	25-avr.-10	Baisse du chiffre d'affaires du 4T2010-2011

Durant les douze derniers mois, le cours moyen de clôture de Bigben, pondéré par les volumes, a évolué dans une fourchette comprise entre 7,50 € et 10,00 €, avec un plus bas à 6,95 € le 25 mai 2010, et un plus haut à 10,49 € le 5 novembre 2010.

Les différentes moyennes du cours de l'action, calculées au 19 mai 2011, date de sa suspension, ainsi que le cours de clôture à cette date et les volumes échangés sont présentés dans le tableau ci-après :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Cours moyen pondéré	Volume échangé	Moyenne quotidienne	% capital échangé	% capital échangé (flottant)	Jours de cotation
24 mois	10,49	5,40	8,22	5 327 527	10 206	46,1%	199,3%	99,8%
12 mois	10,49	6,95	8,94	1 818 703	6 968	15,7%	68,0%	100,0%
6 mois	9,92	8,20	9,08	706 121	5 474	6,1%	26,4%	100,0%
3 mois	9,39	8,20	8,91	393 334	6 146	3,4%	14,7%	100,0%
20 jours de bourse	9,32	8,61	9,02	93 419	5 190	0,8%	3,5%	100,0%
Spot	9,01	8,86	9,00	3 047	3 047	0,0%	0,1%	

L'action est cotée tous les jours en continu et la rotation de son flottant (68 % sur 12 mois) est correcte pour un titre du compartiment C. Le critère du cours de bourse nous apparaît donc pertinent et est intégré à notre approche multicritères.

Nous retenons un cours moyen de 9,02 €, correspondant à la moyenne pondérée sur 20 jours, dans une fourchette de 8,91 € à 9,08 €.

Les objectifs de cours des analystes avant l'annonce de l'opération sont présentés dans le tableau ci-après :

	Objectif de cours	Date
Gilbert Dupont	10,40	12/05/2011
Oddo	11,00	12/05/2011
Euroland Finance	11,50	16/05/2011

L'objectif de cours moyen ressort à environ 11 € par action Bigben. Ce critère est présenté à titre d'information compte tenu du faible nombre de bureaux d'analyse qui suivent le titre. Par ailleurs, ce critère n'est pas mis en œuvre pour l'évaluation de Modelabs.

4.3.1.2. L'actualisation des flux futurs de trésorerie

La méthode des DCF a été mise en œuvre sur la base des prévisions décrites précédemment qui découlent du consensus des analystes suivant la valeur (cf. supra).

Taux d'actualisation

La Société présente une situation d'endettement net négligeable, et les prévisions décrites précédemment devraient la conduire à une situation de trésorerie nette positive du fait de la rentabilité attendue des capitaux engagés (cf. supra). Par ailleurs, les sociétés comparables de notre échantillon sont également en situation de trésorerie positive. En conséquence, il est retenu un taux d'actualisation égal au coût des fonds propres à dette nulle. Selon nos calculs, ce dernier s'établit à 13,9 %. Ce taux est calculé à partir des paramètres suivants :

- une prime de risque des marchés actions estimée à 6,5% en retenant la moyenne à fin avril 2011 sur douze mois glissants, des primes observées dans les notes d'offre visées par l'AMF.
- un coefficient bêta, hors dette, de 1,26, qui correspond à la moyenne des bêtas des 7 sociétés retenues dans notre échantillon pour la méthode des comparables boursiers. Ce bêta est légèrement plus faible que celui retenu pour Modelabs. Cet écart ne nous semble pas injustifié au regard de la rentabilité plus élevée de Bigben, l'éloignement du point mort favorisant une plus grande stabilité des marges, et de la robustesse de son modèle économique.
- un taux sans risque égal à 3,16 %, correspondant au rendement moyen des OAT 10 ans, tel que constaté au cours des douze derniers mois ;

- une prime de risque spécifique de 2,59 %, qui reflète l'écart de rentabilité exigé par les investisseurs sur des titres de sociétés de petite taille. Ce taux est issu des primes spécifiques observées dans les notes d'offre visées par l'AMF sur douze mois glissants, au titre de sociétés dont la capitalisation boursière est égale en moyenne à 200 M€. La taille de ces sociétés étant deux fois supérieure à celle de Bigben, cette prime constitue sans doute un minimum.

Valeur d'entreprise

Compte tenu de ces éléments, la valeur d'entreprise de Bigben, égale à la valeur présente des flux de trésorerie prévisionnels, s'établit selon nos calculs à 106,8 M€, dont 64% au titre de la valeur finale au terme de l'horizon de prévision (mars 2016). Cette dernière est déterminée sur la base d'un calcul de rente perpétuelle en faisant l'hypothèse d'une croissance de 2% par an du flux de trésorerie normatif.

Calcul de la valeur des fonds propres

Comme mentionné précédemment, l'endettement à fin mars sous-estime de moitié le montant de l'endettement moyen sur l'exercice. Pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, il est ainsi tenu compte de l'endettement moyen estimé à 2 M€. Les autres ajustements ne sont pas significatifs (engagements de retraite et titres de sociétés mis en équivalence repris à leur valeur comptable).

Le passage de la VE à la valeur de fonds propres est détaillé dans le tableau ci-après :

Passage de la VE à la valeur de fonds propres	En M€
Somme des flux	38,9
Valeur de rente	68,0
Valeur d'entreprise (VE)	106,8
Endettement net au 31/03/2011	(1,0)
Ajustement de saisonnalité	(1,0)
Provisions d'engagements de retraite nets d'IS	(0,2)
Actifs hors exploitation	0,1
Valeur des fonds propres	104,7
Nombre d'actions dilué	11 642 018
Valeur en € par action	9,0

Pour le calcul de la valeur par titre, il est retenu un nombre d'actions dilué de 11 642 018 qui tient compte :

- des actions à créer par exercice des options de souscription dans la monnaie et du rachat partiel d'une partie d'entre-elles avec les fonds issus de l'exercice des bons ;
- des actions gratuites en cours d'acquisition ;
- des titres d'autocontrôle (hors contrat de liquidité).

Ces calculs sont détaillés comme suit :

Calcul de la dilution au 31 mars 2011	Nombre d'actions
Nombre d'actions au 31/03/2011	11 560 882
Actions d'autocontrôle hors contrat de liquidité	(32 138)
Exercice des BSA manager	240 000
Nbre d'actions annulables potentiel	(186 726)
Actions gratuites en cours d'acquisition	60 000
Nombre d'actions dilué au 31/03/2011	11 642 018

Comme indiqué ci-dessus, la valeur des fonds propres s'établissant à 104,7 M€, il ressort une valeur par action Bigben de 9,0 € sur une base diluée. Ce résultat ne tient pas compte des éventuelles synergies qui naîtraient du rapprochement de Modelabs avec Bigben.

La sensibilité de ce résultat aux variations du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini est présentée dans le tableau ci-dessous :

En €/action	Taux d'actualisation		
Tx croissance	12,9%	13,9%	14,9%
1,5%	9,66	8,80	8,08
2,0%	9,90	9,00	8,23
2,5%	10,17	9,21	8,40

Ecart-type / cible : 8%

4.3.1.3. Méthode des comparables boursiers

Cette approche consiste à déterminer la valeur des fonds propres d'une société en appliquant des multiples d'évaluation observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables à ses agrégats financiers jugés les plus pertinents en termes d'activité, de profil de croissance, de rentabilité et de structure financière.

A notre connaissance, il n'existe pas de société cotée concurrente de Bigben qui lui soit totalement comparable. La société américaine Mad Catz, spécialiste des accessoires pour jeux vidéo et présente en France, n'a pas pu être retenue en raison de l'insuffisance de prévisions disponibles la concernant. A défaut, nous avons constitué un échantillon de 7 sociétés, dont 5 sont communes à celui retenu pour Modelabs :

- cinq sont des fabricants d'accessoires électroniques, vidéo ou audio, de périphériques informatiques ou de matériels de réception : Bigben, Logitech, Parrot, Archos et HF Compagny ;
- deux sont des éditeurs de jeux vidéo : Ubisoft et Gameloft.

Dans la mesure où les prévisions auxquelles s'applique l'approche, sont identiques à celles ayant servi au calcul des multiples de Bigben, nous estimons qu'il n'y a pas d'incohérence à inclure la société dans notre échantillon¹¹.

¹¹ Ce qui n'aurait pas été le cas si nous avions disposé de prévisions émanant du management et de prévisions de marché émanant de bureaux d'analyse.

Etant donné les degrés d'intégration variables de ces différentes sociétés, sont retenus les multiples d'agrégats calculés après dotations aux amortissements, soit les multiples de résultat opérationnel (ou VE/EBIT) et de résultat net (ou PER). Ces derniers sont calculés à partir de la moyenne pondérée sur un mois des cours des sociétés comparables, au 19 mai 2011, date de la suspension de la cotation des actions Modelabs et Bigben. Ils sont éventuellement ajustés à la date de clôture de la société (31 mars), et appliqués aux agrégats prévisionnels de celle-ci pour les exercices 2012-2013 à 2013-2014. Les multiples 2011-2012 n'ont pas été retenus du fait de leur hétérogénéité.

Les tableaux de synthèse présentant les différents multiples sont les suivants :

VE/EBIT (à mars)	2013	2014
BIGBEN INTERACTIVE SA	5,52x	5,02x
LOGITECH INTERNATIONAL SA	8,86x	7,93x
PARROT SA	6,28x	5,73x
ARCHOS	8,24x	7,52x
GAMELOFT SA	12,81x	11,54x
UBISOFT ENTERTAINMENT	7,35x	7,02x
HF COMPANY	5,36x	4,89x
Moyenne	7,77x	7,09x

P/E (à mars)	2013	2014
BIGBEN INTERACTIVE SA	7,64x	7,03x
LOGITECH INTERNATIONAL SA	10,68x	9,16x
PARROT SA	12,14x	11,07x
ARCHOS	13,22x	11,82x
GAMELOFT SA	19,64x	17,70x
UBISOFT ENTERTAINMENT	14,45x	13,80x
HF COMPANY	7,69x	6,88x
Moyenne	12,21x	11,06x

Par cette approche et en fonction de l'agrégat retenu, la valeur centrale de l'action Bigben s'établit entre 12,71 € (VE/EBIT) et 14,37 € (PER). Ces valeurs centrales présentent des écarts compris entre 40% et 60% par rapport à celle obtenue par la méthode des DCF. A l'instar de Modelabs, ce résultat est à relativiser compte tenu du caractère imparfait de l'échantillon et de l'écart entre le multiple moyen et celui appliqué par le marché à Bigben (cf. tableau ci-dessus).

Compte tenu de ces différences, les résultats de l'approche par les comparables boursiers n'est présentée qu'à titre secondaire et constitue un haut de fourchette.

5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE LA BANQUE

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse du rapport d'évaluation réalisé par la banque présentatrice, Natixis (Natixis ou la Banque).

Il convient de noter que dans le cadre de la présente opération, la Banque n'a pas eu accès au plan d'affaires établi par le management de Modelabs.

5.1. Critères et méthodes écartés par la Banque

5.1.1. Modelabs

A l'instar de notre approche, la Banque a écarté les méthodes de l'actualisation des dividendes futurs, de l'actif net réévalué et des transactions comparables pour des raisons identiques à celles qui nous ont conduit à les rejeter.

Il convient de noter que nous écartons la méthode de l'actualisation des dividendes futurs non seulement en raison de l'absence d'historique de distribution de la part de la Société, mais également parce que nous estimons qu'il n'existe pas d'estimation fiable de l'exigence de rendement des titres cotés pour l'actionnaire minoritaire. En d'autres termes, à l'exception de sociétés soumises à des contraintes particulières de distribution, nous n'avons pas connaissance de méthode permettant la détermination d'un taux d'actualisation applicable à un flux de dividende.

Faute d'un nombre suffisant de bureaux d'analyse couvrant le titre, la Banque, comme nous-mêmes, n'a pas été en mesure de présenter le critère de l'objectif de cours.

La Banque présente l'actif net comptable à titre indicatif, tout en qualifiant ce critère de peu pertinent pour les mêmes raisons qui nous conduisent à l'écarter.

Enfin, Natixis n'a pas été mesure de mettre en œuvre la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie car elle n'a pas pu disposer du plan d'affaires établi par la Société dont la diffusion a été restreinte pour des raisons de confidentialité. Pour notre part, nous retenons cette méthode à titre principal aux côtés du critère du cours de bourse.

5.1.2. Bigben

Afin d'apprécier la parité d'échange proposée par l'Offre Principale, la Banque n'a retenu que le cours de bourse. Aucune autre méthode n'a été mise en œuvre dans la mesure où, s'agissant de Modelabs, la méthode des comparables boursiers (voir infra) et le critère de l'actif comptable n'ont été présentés qu'à titre indicatif.

5.2. Critères et méthodes retenus par la Banque

5.2.1. Modelabs

La Banque a retenu à juste titre le cours de bourse comme critère de valorisation principal de la Société. Comme nous l'indiquons dans nos travaux, l'importance du flottant et la liquidité du titre confèrent un caractère pertinent de valorisation à ce critère. Les résultats auxquels aboutit la Banque sont équivalents à ceux résultant de nos travaux.

Ensuite, la Banque a, comme nous, mis en œuvre la méthode des comparables boursiers ; cependant, nos résultats et ceux de la Banque, tous deux présentés à titre secondaire, diffèrent sensiblement et ne peuvent être comparés pour les raisons suivantes :

- la Banque n'a pu disposer du plan d'affaires de Modelabs ; par conséquent, la méthode a été mise en œuvre sur les seuls agrégats historiques de la Société ;

- l'échantillon retenu par la Banque ne comporte qu'une société commune avec le nôtre, HF Company, la société Avenir Télécom n'ayant pu être sélectionnée par nos soins en l'absence de données prévisionnelles ; en effet, les derniers résultats annuels de cette société, montrent une baisse de 20% de son chiffre d'affaires et un effondrement de la marge d'exploitation (proche de 0%), ce qui ne semble pas transposable à Modelabs ;
- par ailleurs, la banque intègre à son échantillon trois leaders internationaux dans le domaine de la distribution de produits technologiques et informatiques, originaires des Etats-Unis et présentant en moyenne une capitalisation boursière proche de 1 300 M€, soit près de 15 fois supérieure à celle de Modelabs ; pour notre part, nous avons privilégié un échantillon composé majoritairement de concepteurs et de distributeurs d'accessoires informatiques et électroniques français ou d'origine européenne (dans le cas de Logitech) et de taille plus modeste, avec une capitalisation boursière moyenne de 590 M€, soit moins de 7 fois supérieure à celle de Modelabs ;
- s'agissant du multiple de résultat opérationnel, la Banque, en se fondant sur des multiples moyens hors extrêmes, exclut de facto Avenir Telecom ce qui nous semble fondé ; mis à part HF Company qui figure dans notre échantillon, les deux autres sociétés retenues dans le calcul hors extrêmes sont Birightpoint et Ingram qui réalisent respectivement 46% et 69% de leur chiffre d'affaires en dehors de l'Europe ;
- la Banque a retenu, en sus du multiple de résultat opérationnel, le multiple de chiffre d'affaires ; compte tenu du différentiel de taux de marge opérationnelle entre Modelabs et les sociétés composant l'échantillon, respectivement 6,2 % (pour la branche Distribution après frais de holding) et 1,3 % (hors extrêmes), la prise en compte de cet agrégat conduit à une valeur de Modelabs déconnectée de celle obtenue par l'application du multiple de résultat opérationnel ; par conséquent, nous considérons cet agrégat inadéquat et le résultat auquel il aboutit, non pertinent ;
- enfin, les éléments retenus pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres diffèrent entre les travaux de la Banque et les nôtres sur deux points, pour l'essentiel : à la différence de la Banque, et sur la base du protocole conclu le 20 mai 2011, nous avons retranché du montant de l'augmentation de capital en numéraire le coût d'acquisition par Modelabs Group à Manufacture des 1,2% de Modelabs SA, soit 1,5 M€ ; ainsi, le cumul de cette augmentation de capital et du rachat des 1,2% de Modelabs SA est limité à 15 M€ ; par ailleurs, pour valoriser les reports déficitaires à 9,7 M€ après actualisation, nous avons tenu compte des déficits reportables existants à fin décembre 2010, de ceux résultant des opérations connexes à l'Offre et de la perte attendue pour l'activité Manufacture au 1^{er} semestre 2011. En effet, les multiples que nous avons calculés sont ajustés des déficits reportables des sociétés comparables.

Il convient cependant de relativiser l'importance de ces différences significatives entre nos travaux et ceux de Natixis, dans la mesure où cette méthode n'est retenue qu'à titre secondaire, tant pour l'un que pour l'autre.

5.2.2. [Bigben](#)

S'agissant de l'appréciation de la parité d'échange, la Banque a évalué Bigben sur le seul critère du cours de bourse. Les résultats obtenus ressortent quasiment identiques aux nôtres.

6.CONCLUSION

Le tableau ci-après synthétise les fourchettes de valeur de l'action Modelabs auxquelles nous parvenons, les primes et décotes extériorisées par le prix de 4,40 € par action proposé dans le cadre de l'Offre Subsidiaire par rapport à ces valeurs, ainsi que les primes et décotes extériorisées par rapport à la valeur d'échange proposée dans le cadre de l'Offre Principale déterminée par transparence avec la valeur de l'Initiateur à méthode d'évaluation identique.

	Modelabs			Prime/(décote) (Offre Subsidiaire)			BigBen Interactive			Prime/(décote) induite (Offre Principale)		
	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
Cours de bourse												
-12 mois ⁽¹⁾		3,26 €			35,11%			8,94 €			19,23%	
- 6 mois		3,41 €			29,16%			9,08 €			15,13%	
- 3 mois		3,41 €			29,10%			8,91 €			13,66%	
- 20 jours ⁽²⁾		3,67 €			19,99%			9,02 €			6,50%	
- Spot		3,80 €			15,79%			9,00 €			2,63%	
Discounted Cash-Flows	3,67 €	3,99 €	4,39 €	19,96%	10,29%	0,14%	8,08 €	9,00 €	10,17 €	-0,87%	-2,26%	-3,62%
Comparables boursiers ⁽¹⁾												
- VE/EBIT	5,01 €	5,12 €	5,23 €	-12,10%	-14,03%	-15,89%	12,56 €	12,71 €	12,85 €	-1,75%	-3,11%	-4,42%
- PER	4,58 €	4,73 €	4,88 €	-3,85%	-6,95%	-9,85%	14,26 €	14,37 €	14,47 €	18,09%	14,91%	11,93%

⁽¹⁾ Critère ou méthode retenu à titre secondaire

⁽²⁾ Valeur centrale du critère du cours de bourse

Faute de pouvoir présenter directement un rapport d'échange compte tenu de la part en numéraire de l'Offre Principale, nous avons calculé les primes et décotes en reconstituant une valeur d'échange de 9,30 € plus à 2 actions Bigben par rapport à 7 actions Modelabs, les actions des deux sociétés étant valorisées à méthode ou critère identique.

Les conclusions de nos travaux résultent de la mise en œuvre d'une approche multicritères qui a principalement reposé sur le critère du cours de bourse et sur la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie. En raison d'une rentabilité des sociétés cotées comparables supérieure à celle de Modelabs, la méthode des comparables boursiers n'a été mise en œuvre qu'à titre secondaire.

Par rapport aux valeurs centrales issues du critère du cours de bourse et de la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, le prix proposé par l'Offre Subsidiaire présente des primes substantielles comprises entre 10,29 % et 29,16 %.

S'agissant de l'Offre Principale, les primes implicites extériorisées par le critère du cours de bourse sont plus modestes et comprises entre 2,63 % et 15,13 %. Le rapport d'échange proposé présente même une légère décote de 2,26 % par l'application de la méthode d

e l'actualisation des flux de trésorerie, étant précisé que le plan d'affaires de Bigben que nous avons utilisé est issu d'un consensus d'analystes et non de la société. Ainsi, l'asymétrie de qualité d'informations entre les plans d'affaires de Modelabs et Bigben relativise la signification de la décote induite extériorisée par cette méthode.

Par ailleurs, nous avons examiné les conditions fixées par les parties comme préalable à la présentation de cette Offre, et notamment les conditions de sortie de Manufacture du périmètre de Modelabs ainsi que le processus de cession.

S'agissant des conditions de sortie de Manufacture, nos travaux présentés en annexe nous ont conduit à conclure qu'elles ne constituaient pas une opération de nature à léser les actionnaires minoritaires de Modelabs, compte tenu de l'historique des résultats de la branche et des risques commerciaux et financiers futurs qu'elle porte.

S'agissant de la liquidité supérieure offerte à Monsieur Stéphane Bohbot par rapport aux autres actionnaires, nous observons que l'Offre n'aurait pu être présentée en l'absence de cette modalité. Nous constatons également qu'elle ne concerne pas les autres principaux actionnaires de Modelabs, qui se sont en revanche engagés à apporter les titres à l'Offre, de même que Monsieur Stéphane Bohbot pour la partie des actions qu'il n'aura pas cédée préalablement. Nous notons aussi que cette liquidité permet à Monsieur Bohbot de mobiliser les disponibilités nécessaires au renforcement de la structure financière de Manufacture sans pour autant déséquilibrer le marché du titre Bigben.

Enfin, il convient de rappeler que cette Offre résulte d'une recherche de partenaires financiers ou industriels susceptibles d'accompagner le processus de séparation des branches Distribution et Manufacture de Modelabs, à l'issue de laquelle aucun candidat hormis Bigben n'a présenté d'offre engageante.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique Alternative proposant :

- un rapport d'échange de 2 actions Bigben à émettre et 9,30 € en numéraire, pour 7 actions Modelabs,

ou

- le prix de 4,40 € par action Modelabs dans la limite de 5 850 000 actions présentées,

sont équitables du point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de Modelabs.

Fait à Paris, le 8 juin 2011

Bellot Mullenbach & Associés

Pierre Béal

Pascal de Rocquigny

Associés

ANNEXE :
Courrier relatif à la cession de la branche
Manufacture



Modelabs Group
11 bis, rue Roquépine
75008 Paris

Confidentiel

Paris, le 20 mai 2011

Réf. PBE/PRO/SFR 1105178

Messieurs,

Dans le cadre de la mission d'expert indépendant qui nous a été confiée par Messieurs Stéphane Bohbot et Alain Zagury, présidents fondateurs, nous avons été sollicités afin de déterminer si la cession de la SAS Modelabs Manufacture et de ses filiales (ci-après Manufacture ou la branche d'activité) à Monsieur Stéphane Bohbot, envisagée au 30 juin 2011 pour un euro symbolique après recapitalisation et abandon de créances, était de nature à léser les actionnaires minoritaires de Modelabs Group.

1. CONTEXTE, DILIGENCES ET LIMITES DE NOTRE INTERVENTION

Manufacture est une société de conception d'appareils de téléphonie de luxe distribués sous des marques de prestige concédées en licence par des tiers, nommément Tag Heuer, Dior et Versace. La société est filiale à 100 % de la société Modelabs Group, cette dernière détenant les licences avec les tiers et les actifs de R&D.

Dans le cadre de l'opération envisagée de prise de contrôle de Modelabs Group par la société BigBen Interactive, cette dernière a conditionné son entrée au capital de Modelabs Group à la cession de Manufacture en raison de l'incompatibilité de son activité avec le projet industriel envisagé entre les deux groupes, Manufacture représentant par ailleurs moins de 10 % du chiffre d'affaires consolidé, et des risques que porte cette activité en termes de retour sur investissement.

Il sera donc conclu entre les parties lors de la signature du protocole d'accord fixant les modalités de rapprochement, que Monsieur Bohbot reprendra cette société pour un euro symbolique, après une première augmentation de capital en numéraire de 15 M€ souscrite par Modelabs Group, et une seconde augmentation de capital par incorporation des créances qui seront détenues par celle-ci à l'égard de Manufacture à la date de cession (estimées aujourd'hui à 9 M€), accompagnées du transfert de l'ensemble des obligations inhérentes à l'activité de Manufacture, notamment liées aux contrats de fournitures et accords de licence.

Il est précisé que Manufacture, via une de ses filiales hongkongaise détenue intégralement, est propriétaire d'une participation de 1,2 % dans la société Modelabs SA, principale société opérationnelle de Modelabs Group. Le protocole d'accord prévoit que cette participation soit cédée à Modelabs Group. Son prix, calculé par transparence avec le prix d'Offre, s'imputera sur l'augmentation de capital de 15 M€, et n'a donc pas d'incidence sur la valeur fixée pour Manufacture de 1 euro après recapitalisation.

BELLOT MULLENBACH ASSOCIÉS

Société d'expertise comptable inscrite au tableau de Paris Ile-de-France - Membre de la compagnie des commissaires aux comptes de Paris
11, rue de Laborde F 75008 Paris - tél.: +33 (0)1 40 08 99 50 - fax: +33 (0)1 40 08 99 99 - bma@bma-paris.com - www.bma-paris.com - s.a. au capital de 1 000 000 € - rcs Paris B 348 461 443

Pour former notre opinion, nous avons rencontré le management de la Société et pris connaissance du plan d'affaires de Manufacture pour le second semestre 2011 et pour les exercices 2012 et 2013. Par ailleurs, nous avons disposé d'une analyse de ses performances financières passées depuis 2006. Enfin, un bilan consolidé pro-forma estimé au 30 juin 2011 de Manufacture nous a été présenté, lequel prévoit notamment que les créances que Modelabs Group détiendra vis-à-vis de Manufacture s'établissent à 9 M€. Il nous a été indiqué qu'à l'issue de sa cession, Manufacture disposerait de l'ensemble des actifs et des moyens humains nécessaires à la bonne marche de son activité. Notamment, Manufacture sera substituée dans le bénéfice des contrats de licence et la propriété des actifs de R&D sera transférée par Modelabs Group pour un Euro symbolique.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser l'évaluation de Manufacture en tenant compte d'un modèle économique différent du modèle actuel et tel qu'il pourrait être développé dans le futur, en constituant par exemple un réseau de distribution propriétaire.

Nos travaux ne consistaient pas non plus à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des contributions de la branche d'activité Manufacture aux comptes consolidés de Modelabs Group qui nous ont été présentés. S'agissant des prévisions financières, que nous avons pu examiner avec les dirigeants de la Société, il nous a été notamment affirmé qu'elles avaient été établies au mieux de leur connaissance, et qu'à la date d'émission du présent courrier, le management n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

2. METHODOLOGIE

L'activité développée par Manufacture présente un degré d'aléas trop élevé et une rentabilité insuffisante pour que des méthodes d'évaluation analogiques puissent être mises en œuvre. A notre connaissance, il n'existe en effet pas de sociétés cotées comparables ni de transactions récentes transposables à l'évaluation de Manufacture.

En conséquence, une évaluation intrinsèque par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou méthode du DCF (*discounted cash flow*) a été mise en œuvre à titre principal. A titre de recoupement, le coût d'un scénario d'arrêt de l'activité a également été développé.

3. EVALUATION PAR L'APPROCHE DCF

Pour mettre en œuvre la méthode des DCF, le plan d'affaires du management a été extrapolé sur deux exercices en supposant que la poursuite de la croissance de l'activité permettrait d'atteindre le niveau de rentabilité normatif cible de la branche Manufacture, tel qu'il nous a été présenté par le management.



Il est rappelé qu'à ce jour, l'activité de la branche Manufacture n'a jamais fait la démonstration de sa capacité à atteindre le point mort opérationnel. En outre, plusieurs aléas ou facteurs de risque pèsent sur le développement futur de l'entreprise :

- un risque de cannibalisation des produits actuellement en stock chez les clients par le lancement d'une nouvelle génération d'appareils présentant une importante rupture technologique, *i.e.* le lancement d'un appareil de téléphone mobile de type *smartphone* sous marque Tag Heuer ;
- l'absence de certitude quant à l'acceptation du transfert à Manufacture des licences actuellement accordées à ModeLabs Group par les partenaires commerciaux, ces licences devant être renouvelées en cours d'année ;
- la dépendance à un seul partenaire commercial principal, dans la mesure où le partenariat avec Versace s'arrêterait ;
- la dépendance au lancement d'une nouvelle génération de combinés non encore testée auprès du public et dont le succès conditionne les objectifs du plan d'affaires ;
- un fort risque de détérioration des délais fournisseurs dès lors que Manufacture ne sera plus adossée à ModeLabs Group ;
- un plan d'affaires prévoyant la consommation en 30 mois de la trésorerie issue de l'augmentation de capital en numéraire ;
- et plus généralement les risques technologiques et commerciaux liés à une activité de niche dans un environnement concurrentiel fort.

De par ces incertitudes, nous considérons que Manufacture ne présente pas les caractéristiques habituellement requises pour des sociétés cotées mais s'apparente d'avantage à une entreprise en phase de capital risque. Pour cette raison, il n'est pas possible, selon nous, d'appliquer les taux d'actualisation issus de l'observation des marchés actions tels que préconisés par le modèle d'équilibre des actifs financiers. Par ailleurs, du fait des contrats en cours, nous considérons que les dépenses prévues les premières années de prévision présentent un caractère quasi-certain (cf. infra), alors que les bénéfices ultérieurs présentent un haut degré d'incertitude.

Selon nos calculs, et sur la base du plan d'affaires du management et de son extrapolation telle que décrite précédemment, le prix de cession de 1 € pour Manufacture implique, de la part de l'acquéreur, l'exigence d'un taux de rendement actuariel implicite de 25 %. Ce taux nous semble refléter le niveau de risque qui sera assumé par ce dernier, lequel ne bénéficiera pas des avantages liés à la diversification d'un patrimoine. Il est à ce titre rappelé que nous considérons comme peu pertinente, au cas d'espèce, la référence à ce principe propre au modèle d'équilibre des actifs financiers, l'actif évalué ne se prêtant pas à une cotation en bourse du fait de sa taille et de son stade de développement. Le taux rendement implicite exigé de 25 % ne nous semble pas incohérent, par ailleurs, avec le niveau de rendement exigé par des investisseurs dans le domaine du capital risque.

4. RECOUPEMENT PAR UNE APPROCHE LIQUIDATIVE

Les informations qui nous ont été communiquées sur les obligations liées aux contrats de licence en vigueur, nous conduisent à la conclusion que les coûts de liquidation de l'activité Manufacture seraient proches de 15 M€ pour ModeLabs Group. Nous concluons par ailleurs, que l'arrêt de l'activité à horizon de 6 mois ne laisserait pas non plus un boni de liquidation à son futur propriétaire.

5. CONCLUSION

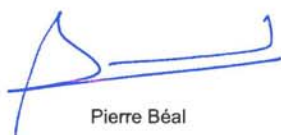
Après analyse du plan d'affaires du management et sur la base de nos calculs, nous parvenons à la conclusion que le prix de 1 € envisagé pour la cession de Manufacture est cohérent avec le niveau de risque qui sera assumé par son repreneur. Nous notons par ailleurs la forte sensibilité du modèle aux délais de règlement des fournisseurs, lequel devrait, selon toute vraisemblance, se dégrader du fait de la perte de l'adossement de Manufacture à ModeLabs Group.

A titre de recoupement, nous constatons qu'un scénario de liquidation engendrerait des coûts proches de 15 M€.

Enfin, il convient de noter que la conservation par ModeLabs Group de l'activité Manufacture, aurait pour effet i) de maintenir dans le patrimoine de la Société un actif dont nous estimons la valeur actuelle négative, ii) priverait ses actionnaires de l'opportunité de l'offre faite par Bigben Interactive, qui, pour sa branche en numéraire, s'établit à 4,40 € par action ModeLabs Group, ce qui présente une prime de 17 % par rapport au dernier cours de clôture du 13 mai 2011, soit 3,76 €, opération pour laquelle nous comprenons que la cession de Manufacture est un préalable indispensable de réalisation.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, nous sommes d'avis que le prix de 1 € envisagé pour la cession de la branche Manufacture n'est pas de nature à léser les actionnaires minoritaires de la société ModeLabs Group.

Bellot Mullenbach & Associés



Pierre Béal



Pascal de Rocquigny

Associés



3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF, les membres du Conseil de surveillance de la Société se sont réunis le 8 juin 2011 sous la présidence de Monsieur Alain Zagury en sa qualité de Président de Conseil de surveillance. Tous les membres étaient présents.

Le Conseil de surveillance a rendu à l'unanimité l'avis suivant :

"En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses salariés et ses actionnaires, le Conseil de Surveillance, constate au vu des termes du protocole d'accord conclu entre la Société, ModeLabs Manufacture, Bigben Interactive, Messieurs Stéphane Bohbot et Alain Zagury, en date du 20 mai 2011 (le "**Protocole d'Accord**"), du projet de note d'information et du rapport de l'expert indépendant que :

- le projet de rapprochement devrait conduire à l'union de 2 leaders sur leurs marchés respectifs ;
- Bigben Interactive étant leader sur le marché français des accessoiristes dans le domaine du jeu vidéo, et Modelabs Group étant leader français dans la distribution d'accessoires de téléphonie mobile, la réunion de ces deux acteurs spécialistes de la distribution et la conception de matériels permettra d'importantes synergies en termes de capacité de négociation vis-à-vis des fournisseurs, de capacité de conception et de fabrication de produits, de recherche et développement, de représentations géographiques et de ventes croisées, et le partage des bonnes pratiques de chacun des deux groupes ;
- ces synergies permettront d'améliorer la rentabilité moyenne du nouvel ensemble et donc d'améliorer la valorisation auprès des actionnaires ;
- Bigben Interactive entend développer le portefeuille de produits propres au sein des activités de ModeLabs Distribution et accompagner l'internationalisation des activités de ModeLabs Distribution en Europe ;
- les dirigeants et/ou principaux mandataires sociaux des deux groupes sont très impliqués dans la continuité du nouvel ensemble ;
- Bigben Interactive entend respecter les engagements de ModeLabs Group dans le domaine des politiques sociales et d'emploi, et poursuivre les politiques de ressources humaines de ModeLabs Group. L'objectif est d'analyser les meilleures pratiques qui existent au sein de chacune des entités et étudier la mise en place éventuelle de façon progressive et dans le respect du dialogue social, d'une politique d'harmonisation des modes de gestion des ressources humaines au sein du nouvel ensemble. Dans l'hypothèse où des réorganisations conduiraient à la suppression de postes, l'objectif sera d'appliquer, après mise en œuvre des procédures sociales requises, les meilleurs standards de protection pouvant exister au sein de chacune des entités en matière d'accompagnement des salariés dans ce type de circonstances ;
- un mécanisme de liquidité sera mis en place pour les porteurs d'options et/ou d'actions gratuites qui n'auront pas pu apporter les actions sous-jacentes à l'Offre ;
- la Société n'apportera pas à l'Offre les actions de la Société auto détenues ;
- Bigben Interactive étudiera l'intérêt et la faisabilité d'une éventuelle fusion entre ModeLabs Group ou l'une de ses entités et Bigben Interactive ou l'une de ses entités à l'issue du règlement livraison ;

- Bigben Interactive n'a pas l'intention, dans les 12 mois à venir, de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire ou un projet d'offre publique de retrait suivie d'une procédure de retrait obligatoire ;
- s'agissant du détournement de l'activité Manufacture, condition au projet de rapprochement entre Bigben Interactive et Modelabs Group, le rapport de l'expert indépendant conclut que ses conditions de sortie ne constituent pas une opération de nature à léser les actionnaires minoritaires de Modelabs, compte tenu de l'historique des résultats de la branche et des risques commerciaux et financiers futurs qu'elle porte.

S'agissant des termes financiers de l'Offre les membres du Conseil de Surveillance constatent, au vu du rapport de l'expert indépendant, que :

- par rapport aux valeurs centrales issues du critère du cours de bourse et de la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, le prix proposé par l'Offre Subsidiaire présente des primes substantielles comprises entre 10,29 % et 29,16 % ;
- s'agissant de l'Offre Principale, les primes implicites extériorisées par le critère du cours de bourse sont plus modestes et comprises entre 2,63 % et 15,13 %. Le rapport d'échange proposé présente même une légère décote de 2,26 % par l'application de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, étant précisé que le plan d'affaires de Bigben utilisé, est issu d'un consensus d'analystes et non de la société et qu'ainsi, l'asymétrie de qualité d'informations entre les plans d'affaires de Modelabs et Bigben relativise la signification de la décote induite extériorisée par cette méthode ;
- s'agissant de la liquidité supérieure offerte à Monsieur Stéphane Bohbot par rapport aux autres actionnaires, que l'Offre n'aurait pu être présentée en l'absence de cette modalité et qu'elle ne concerne pas les autres actionnaires principaux de Modelabs, qui se sont en revanche engagés à apporter les titres à l'Offre, de même que Monsieur Stéphane Bohbot pour la partie des actions qu'il n'aura pas cédée préalablement ; que cette liquidité lui permet de mobiliser les disponibilités nécessaires au renforcement de la structure financière de Manufacture sans pour autant déséquilibrer le marché du titre Bigben ;
- les termes de l'Offre sont équitables du point de vue financier pour les actionnaires minoritaires la Société.

Sur la base des éléments exposés et après en avoir délibéré, les membres du Conseil de Surveillance, statuant à l'unanimité des membres présents, considèrent que le projet de rapprochement s'effectue dans un cadre amical, se déclarent favorable à l'Offre, considérant qu'elle est dans l'intérêt de la Société et de ses salariés, et recommandent aux actionnaires de la Société qui souhaitent bénéficier pour partie, d'une liquidité immédiate, d'apporter leurs titres à l'Offre. Il est précisé que l'offre publique d'achat à titre subsidiaire est plafonnée à un maximum de 5.850.000 actions."

4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Outre Monsieur Alain Zagury dont l'engagement d'apport à l'Offre est décrit au paragraphe 5.3 ci-après, les autres membres du Conseil de surveillance ont fait état de leur intention d'apporter leurs titres à l'Offre.

5. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

5.1 ACCORDS PORTANT SUR LE RACHAT DE MODELABS MANUFACTURE

Bigben Interactive a exposé son souhait de ne pas intégrer les activités de ModeLabs Manufacture centrées sur la conception, la fabrication, et la vente de téléphones de luxe, celles-ci n'apparaissant pas compatibles avec le projet industriel commun du nouvel ensemble axé sur les produits de convergence jeux-téléphonie.

Les termes de l'Offre, en ce compris la valorisation des actions, ont été arrêtés par Bigben Interactive sur la base d'un périmètre du groupe ModeLabs n'intégrant pas les activités de ModeLabs Manufacture.

Aux termes du Protocole d'Accord, les dirigeants et ModeLabs Group se sont engagés à procéder au détournement, d'ici au 30 juin 2011 au plus tard, de l'activité Manufacture du reste du groupe ModeLabs par la mise en œuvre des opérations principales suivantes :

- réalisation d'une augmentation de capital de la société ModeLabs Manufacture, souscrite intégralement par sa société mère ModeLabs Group pour un montant maximum de 15.000.000 euros, entièrement libérée en numéraire, afin de faire face aux besoins futurs de trésorerie de ModeLabs Manufacture ;
- réalisation d'une augmentation de capital de ModeLabs Manufacture souscrite intégralement par ModeLabs Group à hauteur d'un montant égal au montant de la créance détenue par ModeLabs Group à l'égard de la société ModeLabs Manufacture au 30 juin 2011, dont le montant prévisionnel arrêté au 31 mai 2011 est de 8.850.000 euros, et qui sera libérée par compensation avec cette créance, étant précisé que le montant de la créance ne pourra excéder 9.000.000 euros, en ce compris les sommes figurant en compte courant en date du 20 mai 2011 ;
- réalisation d'un certain nombre de transferts d'actifs (notamment des licences de marques ou de brevets) dont ModeLabs Group se trouve titulaire du fait de l'histoire du groupe et qui ont été identifiés comme relevant exclusivement de l'activité Manufacture et résiliation des conventions intragroupe n'ayant plus lieu d'être postérieurement au détournement de l'activité Manufacture, ainsi que le reclassement de la participation de 1,2 % du capital de Modelabs SA détenue par Modelabs HK.

Il a été convenu entre ModeLabs Group, Bigben Interactive et ModeLabs Manufacture que la restructuration de ModeLabs Manufacture ne pourra avoir pour effet d'entraîner des coûts pour ModeLabs Group supérieurs à ceux indiqués aux paragraphes ci-dessus.

A l'issue de la restructuration de ModeLabs Manufacture et conformément à un contrat signé en date du 20 mai 2011, ModeLabs Group cédera l'intégralité des actions ModeLabs Manufacture qu'elle détient à Monsieur Stéphane Bohbot pour un prix de cession symbolique de 1 euro.

Dans la perspective de cette cession, conformément aux dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF, par lettre en date du 20 mai 2011, dont une copie figure en annexe du rapport de l'Expert Indépendant, l'Expert Indépendant a confirmé que, compte tenu des conditions envisagées, *"la cession de la branche Manufacture n'est pas de nature à léser les actionnaires minoritaires de la société ModeLabs Group"*.

Compte tenu en particulier de l'engagement pris par Monsieur Stéphane Bohbot de procéder au rachat de ModeLabs Manufacture, Bigben Interactive procédera à l'achat d'une partie de ses actions de la Société au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En effet, pour pouvoir faire face aux éventuels besoins de financement complémentaires de ModeLabs Manufacture une fois sortie du périmètre du groupe, Monsieur Bohbot a souhaité bénéficier d'une possibilité de liquidité rapide sur une partie de ses actions ModeLabs Group, qui ne soit pas susceptible d'impacter négativement l'évolution du cours de bourse de l'Initiateur. Cet achat du Bloc sera effectué par versement en numéraire au prix de l'Offre Subsidaire (4,40 euros par action) soit un prix global pour le Bloc de 1.050.000 actions de 4.620.000 euros.

5.2 ACCORD PORTANT SUR LES OBLIGATIONS A BONS DE SOUSCRIPTION D'ACTIONS EMIS PAR LA SOCIETE LE 17 DECEMBRE 2009

L'assemblée générale extraordinaire des actionnaires a autorisé en date du 15 décembre 2009, l'émission d'un emprunt obligataire à bons de souscription d'actions (ci-après "**OBSA**") avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de The Fairbanks Investment Fund Cooperatief U.A. (ci-après "**FIF**") et de Banque de Vizille (dorénavant dénommée CM-CIC Investissement) d'un montant nominal de 15.000.000 d'euros. L'émission des OBSA a fait l'objet d'un prospectus visé par l'AMF sous le n°09-357 en date du 30 novembre 2009.

ModeLabs Group a émis 1.000 OBSA pour une valeur nominale et un prix d'émission de 15.000 euros unitaire. La durée de l'emprunt est de 5 ans à compter du 17 décembre 2009. Aucun intérêt ne sera versé pendant la durée de l'emprunt au titre des OBSA. A l'échéance, elles seront remboursées à un prix de 19.144,22 euros par OBSA soit un taux de rendement actuariel brut de 5% par an.

A chaque OBSA sont attachés 6.346 BSA dont 6.074 de catégorie A et 272 BSA de catégorie B (destinés à couvrir l'éventuelle dilution susceptible de résulter de l'émission d'actions nouvelles du fait de l'exercice des options de souscription ou d'attribution gratuite d'actions en application des plans qui auront été votés antérieurement à la date de l'émission (les "**Options Existantes**") de sorte qu'un nombre total de 6.346.000 BSA dont 6.074.000 BSA A et 272.000 BSA B (dont 5.791 exerçables) ont été émis). Il est précisé que les BSA B ne peuvent être exercés qu'à la suite de l'exercice des Options Existantes et proportionnellement au nombre d'actions nouvelles de la Société créées du fait de l'exercice des Options Existantes.

Chaque BSA donne droit de souscrire à une action nouvelle de la Société pour un prix d'exercice de 2 euros.

Sous réserve des ajustements éventuels prévus par les articles L. 228-98 et suivants du Code de commerce, 6.346.000 BSA donneraient lieu à l'émission d'autant d'actions représentant 21% du capital de la Société après émission des actions nouvelles résultant de l'exercice des BSA.

Dans le cadre de cet emprunt obligataire, Monsieur Stéphane Bohbot et FIF se sont engagés à conserver leur participation pendant une durée de trois ans à compter de l'émission des OBSA à raison des deux tiers de sa participation pour le premier, et de la totalité pour le second.

Stéphane Bohbot a en outre, consenti à FIF un droit de sortie conjointe proportionnel à toute cession de ses actions de la Société.

En dehors de ces accords, il n'existe pas d'autres intérêts particuliers de FIF ni de Banque de Vizille.

FIF et Stéphane Bohbot ont également déclaré agir de concert, auquel il pourra être mis fin à tout moment, sans préavis, par chacun d'entre eux. Ils se sont engagés l'un envers l'autre à ne pas être, de concert, en situation d'avoir à déposer un projet d'offre publique d'acquisition sur les titres de la Société.

Dans le cadre de l'Offre initiée par Bigben Interactive, la Société a conclu un protocole d'accord avec FIF, CM-CIC Investissement et OTC Asset Management, cette dernière ayant acquis des OBSA auprès de FIF en avril 2010 (le "**Protocole FIF**") aux termes duquel, la Société doit procéder au remboursement anticipé des obligations, dans les conditions stipulées par le contrat de souscription des OBSA, ainsi qu'au rachat des BSA postérieurement à la clôture de l'Offre (ci-après le "**Rachat des OBSA**").

Il est précisé que la conclusion dudit protocole, intervenue le 20 mai 2011, a été autorisée par le Conseil de surveillance en date du 12 mai 2011 et le Directoire en date du 20 mai 2011. En contrepartie de l'engagement de la Société de procéder au Rachat des OBSA et après avoir accepté le fait que l'Offre ne vise pas les BSA ni les actions qui résulteraient de leur exercice, les porteurs d'OBSA se sont irrévocablement engagés à ne pas exercer les BSA avant leur rachat et à ne pas les apporter à l'Offre.

Le remboursement anticipé de l'emprunt obligataire se fera pour un montant nominal de 16.209.210 euros, et le rachat des 6.346.000 BSA par Modelabs Group auprès des porteurs pour un prix global de 14.591.498 euros étant précisé que le prix par BSA a été calculé sur la base (i) du prix par action offert dans le cadre de l'Offre Subsidaire déduction faite (ii) du prix d'exercice de chaque BSA exerçable ; soit un prix de rachat de 2,40 euros par BSA A et de 0,051 euro par BSA B. En cas d'augmentation du prix offert dans le cadre de l'Offre, le prix offert par BSA sera automatiquement augmenté (i) d'un montant égal à l'augmentation (pour une action) du prix offert au titre de l'Offre Subsidaire, rapporté au nombre de BSA A et (ii) d'un montant égal à l'augmentation (pour une action) du prix offert au titre de l'Offre Subsidaire multiplié par 2,12904 % (à savoir le pourcentage de BSA B exerçables multiplié par l'augmentation du prix) rapporté au nombre total de BSA B.

Le Rachat des OBSA par Modelabs Group doit être réalisé dans les cinq (5) jours de la clôture de l'Offre et au plus tard la veille de la date du règlement-livraison de l'Offre.

L'accord entre FIF et Stéphane Bohbot relatif à l'engagement de conservation et de droit de sortie conjointe visé ci-dessus est devenu caduc du fait du dépôt de l'Offre. Par ailleurs, Stéphane Bohbot dénoncera l'action de concert par lettre adressée à FIF à l'issue du Rachat des OBSA.

5.3 ENGAGEMENTS D'APPORT

Dans le cadre de l'Offre, et conformément au Protocole d'Accord, des engagements d'apport à l'Offre ont été conclus le 20 mai 2011 et portés à la connaissance de la Société :

- Stéphane Bohbot s'est irrévocablement engagé à apporter 2.106.354 actions à l'Offre Subsidaire, ainsi que 1.050.000 actions dans l'hypothèse où la cession du Bloc ne serait pas intervenue, à l'Offre Subsidaire ;
- Alain Zagury s'est irrévocablement engagé à apporter 4.096.011 actions à l'Offre, dont 2.925.008 actions à l'Offre Principale et 1.170.003 actions à l'Offre Subsidaire ;
- Pierre Asseo s'est irrévocablement engagé à apporter 1.331.067 actions à l'Offre Subsidaire ;
- Christophe Sevin s'est irrévocablement engagé à apporter 742.997 actions à l'Offre, dont 530.712 actions à l'Offre Principale et 212.285 actions à l'Offre Subsidaire ;
- OTC Asset Management s'est irrévocablement engagé à apporter 1.273.842 actions à l'Offre, dont 632.532 actions à l'Offre Principale et 641.310 actions à l'Offre Subsidaire.

Il est précisé que ces engagements d'apport deviendront caducs de plein droit en cas de dépôt par un tiers d'un projet d'offre publique concurrente déclaré conforme par l'AMF et recommandé par le Conseil de Surveillance de Modelabs Group, (i) dans la mesure où Bigben Interactive ne présenterait

pas de surenchère à cette offre concurrente ou si (ii) en cas de surenchère à ce projet d'offre publique concurrente déposée par Bigben Interactive cette surenchère n'était pas déclarée conforme par l'AMF ou si (iii) cette surenchère n'était pas recommandée par le conseil de surveillance de ModeLabs Group.

6. NOMBRE D'ACTIONS DETENUES DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT PAR LA SOCIETE ET NOMBRE D'ACTIONS QU'ELLE PEUT DETENIR A SA SEULE INITIATIVE

La Société précise qu'à la date de la présente note en réponse, elle détient 459.968 actions ModeLabs Group représentant 2,01 % du capital de la Société qu'elle n'entend pas apporter à l'Offre.

6.1 PROGRAMME DE RACHAT D'ACTIONS

Il est rappelé que l'assemblée générale des actionnaires a autorisé, en date du 19 mai 2011, le Directoire à mettre en œuvre un nouveau programme de rachat d'actions.

Cette autorisation, qui met fin pour la fraction non utilisée, à l'autorisation donnée par l'Assemblée Générale Ordinaire du 20 mai 2010, a été consentie pour une période de 18 mois.

Le prix maximal d'achat par titre a été fixé à 7 euros, et le montant maximal que la Société peut consacrer au rachat de ses propres actions ne peut excéder 15.000.000 euros.

Conformément à la réglementation, le programme de rachat d'actions sera suspendu pendant la période d'offre.

6.2 CONTRAT DE LIQUIDITE

En date du 8 mai 2006, pour une durée de 1 an renouvelable par tacite reconduction, ModeLabs Group a confié à la société Crédit Agricole Chevreux la mise en œuvre d'un contrat de liquidité conforme à la charte de déontologie de l'AFEI approuvée par décision de l'Autorité des Marchés Financiers en date du 22 mars 2005. La gestion de ce contrat a été transférée à la société Bryan, Garnier & Co Ltd. au cours du premier semestre 2010.

Pour la mise en œuvre de ce contrat, une somme de 700.000 euros a été affectée au compte de liquidité.

Du 1^{er} janvier au 31 décembre 2010, la Société a acheté, dans le cadre du mandat donné à Crédit Agricole Chevreux puis transféré à Bryan, Garnier & Co Ltd, 1.055.536 actions au cours moyen de 3,06 euros, et vendu 1.088.201 actions au cours moyen de 3,04 euros.

A la date de la présente note en réponse, 93.363 actions ModeLabs Group représentant 0,40% du capital social de la Société, d'une valeur nominale de 0,10 euro, et acquises à un prix de revient moyen de 3,19 euros, figurent au compte de liquidité pour une valeur d'achat de 222.215 euros.

A la demande de l'Initiateur, le contrat de liquidité a été suspendu à compter de la date du dépôt de la présente Offre et jusqu'à la date de clôture de l'Offre, ou au 30 juin 2011 si à cette date une décision de conformité de l'Offre n'est pas intervenue.

6.3 CONTRAT DE RACHAT D'ACTIONS

ModeLabs Group a également confié à la société Crédit Agricole Chevreux la mise en œuvre d'un contrat de programme de rachat de titres avec effet au 31 juillet 2007 pour une durée de 1 an

renouvelable par tacite reconduction. La gestion de ce contrat a été transférée à la société Bryan, Garnier & Co Ltd. au cours du premier semestre 2010.

Le mandat d'achat porte sur 900.000 actions maximum. A la date de la présente note en réponse, 366.605 actions ModeLabs figuraient au compte de ce programme pour une valeur d'achat totale de 1.133.000 euros.

6.4 TABLEAU RECAPITULATIF

Le tableau ci-dessous rend compte des opérations qui ont été effectuées par la Société au cours des exercices clos le 31 décembre 2008, le 31 décembre 2009, le 31 décembre 2010 et jusqu'à la date de la présente note en réponse dans le cadre des programmes de rachat d'actions :

Actions détenues en propre	Cours moyen des achats/ventes	Animation de marché	Croissance externe	Attribution d'actions	Total
Achats par le contrat de liquidité	2,15	68.898	-	-	68.898
Ventes par le contrat de liquidité	2,34	55.698	-	-	55.698
Solde Contrat de liquidité	3,69	129.000	-	-	129.000
Solde Intervention de la Société pour son propre compte	5,83	106.000	75.000	-	31.000
Total au 31 décembre 2008	4,10	235.000	75.000	-	160.000
Achats par le contrat de liquidité	1,48	93.538	-	-	93538
Ventes par le contrat de liquidité	1,54	97.538	-	-	97538
Solde Contrat de liquidité	1,72	125.000	-	-	125.000
Solde Intervention de la Société pour son propre compte	5,83	106.000	75.000	-	31.000
Total au 31 décembre 2009	2,54	231.000	75.000	-	156.000
Achats par le contrat de liquidité	3,06	1.055.356	-	-	1.055.356
Ventes par le contrat de liquidité	3,04	1.088.201	-	-	1.088.201
Solde Contrat de liquidité	3,08	92.155	-	-	92.155
Solde Intervention de la Société pour son propre compte	3,09	603.904	-	237.299	366.605
Total au 31 décembre 2010	2,99	696.059	-	237.299	458.760
Achats par le contrat de liquidité	3,42	512.048	-	-	512.048
Ventes par le contrat de liquidité	3,27	510.840	-	-	510.840
Solde Contrat de liquidité	3,19	93.363	-	-	93.363
Solde Intervention de la Société pour son propre	-	-	-	-	-

compte					
Total au 10 juin 2011	3,19	93.363	-	-	93.363

7. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE SUR L'OFFRE PUBLIQUE

7.1 STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL DE LA SOCIETE

A la date de la présente note en réponse, le capital social de ModeLabs Group s'élève à 2.287.115,50 euros divisé en 22.871.155 actions de même catégorie, d'une valeur nominale de 0,10 euro entièrement libérées.

Il est rappelé que les statuts de la Société prévoient l'attribution d'un droit de vote double aux actions inscrites au nominatif depuis au moins deux ans au nom d'un même actionnaire. Il est également conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles ce dernier bénéficiait déjà d'un droit. La Société n'a émis aucun titre sans droit de vote.

A la date de la présente note en réponse et à la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de la Société est la suivante:

Actionnaires	Actions		Droits de vote théoriques	
	Nombre	%	Nombre	%
M. Alain Zagury	4.096.011	17,91	8.192.022	25,45
M. Stéphane Bohbot	3.156.354	13,80	6.312.708	19,61
M. Pierre Asseo	1.331.067	5,82	2.662.134	8,27
M. Christophe Sevin	731.997	3,20	1.463.994	4,55
OTC Asset Management	1.273.842	5,57	1.273.842	3,96
Sycomore	610.000	2,67	610.000	1,89
Financière de l'Echiquier	1.155.120	5,05	1.155.120	3,59
Total identifié	11.744.391	54,02	21.669.820	67,32
Actions détenues en propre	459.968	2,01	459.968	1,43
Flottant	10.056.796	43,97	10.056.796	31,25
Total	22.871.155	100,00%	32.186.584	100,00%

A la connaissance de la Société, il n'existe pas à ce jour, d'action de concert entre les actionnaires à l'exception de celle visée au paragraphe 5.2, et il n'existe aucun autre actionnaire détenant plus de 2,5% du capital ou des droits de vote de la Société.

La Société n'a pas émis de valeurs mobilières ou de titres donnant accès au capital, immédiatement ou à terme, à l'exception de ceux visés aux paragraphes 5.2, 7.2 et 7.3.

7.2 PLANS D'ATTRIBUTION GRATUITE D'ACTIONS

La Société a successivement mis en place des plans d'attribution gratuite d'actions depuis 2006, au bénéfice de certains salariés et mandataires sociaux de la Société et ses filiales.

A la date de la présente note en réponse, 402.821 actions gratuites ont été attribuées dans le cadre des plans 1B, 2, 3A, 3B, 3C. A l'exception des 92.821 actions gratuites issues du plan 1B dont la période d'indisponibilité a expiré le 1^{er} juin 2011 et qui sont visées par l'Offre, la période de conservation des 310 000 actions gratuites restantes n'aura pas expiré à la clôture de l'Offre (le cas échéant de l'Offre ré-ouverte).

En conséquence et à l'exception des 92.821 actions issues du plan 1B, aucune action gratuite ne pourra être apportée à l'Offre (sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables - décès ou invalidité du bénéficiaire).

Les titulaires d'actions gratuites bénéficient, sous certaines conditions, d'un mécanisme de liquidité (voir paragraphe 7.4 ci-après).

Il est rappelé que l'assemblée générale des actionnaires a autorisé, en date du 19 mai 2011, le Directoire à attribuer des actions gratuites aux salariés et aux mandataires sociaux de la Société et des filiales de celle-ci dans la limite de 150.000 actions gratuites.

Cette autorisation a été donnée au Directoire pour une période de 38 mois. Les conditions d'attribution de ces actions n'ont pas encore été adoptées par le Directoire.

Les actions sont soumises à une période d'indisponibilité de quatre ans. Le droit d'attribution définitive est soumis à la présence effective du bénéficiaire dans la Société à la fin de la période d'acquisition, étant précisé que le Protocole d'Accord prévoit le report de cette condition à la présence effective de certains bénéficiaires au sein de ModeLabs Manufacture.

Le tableau ci-après présente un récapitulatif des actions gratuites attribuées par la Société :

Nom du plan	Date de l'Assemblée Générale ayant délégué sa compétence	Date d'attribution par le Directoire	Nombre total d'Actions Gratuites attribuées	Fin de la période d'acquisition	Fin de la période de conservation
Plan 1B	AGE du 22 mars 2006	01 juin 2007	92.821	01 juin 2009	01 juin 2011
Plan 2	AGE du 04 juin 2007	03 janvier 2008	3.000	03 janvier 2010	03 janvier 2012
Plan 3A	AGE du 22 mai 2008	27 août 2009	250.000	27 août 2011	27 août 2013
Plan 3B	AGE du 22 mai 2008	15 décembre 2009	45.000	15 décembre 2011	15 décembre 2013
Plan 3C	AGE du 22 mai 2008	29 décembre 2010	12.000	29 décembre 2012	29 décembre 2014
Total			402.821		

7.3 PLANS D'OPTIONS DE SOUSCRIPTION D'ACTIONS

La Société a successivement mis en place des plans de stock options permettant à certains de ses salariés et dirigeants éligibles, ainsi qu'à certains salariés et dirigeants éligibles de ses filiales remplissant les conditions prévues par la loi, de souscrire à des actions nouvelles de la Société.

A la date de la présente note en réponse, 282.924 options ont été attribuées dans le cadre des plans 2, 3A, 3B, 3C et 4A. La période d'indisponibilité fiscale des actions qui seraient remises au résultat de

l'exercice de l'une quelconque de ces options (et telle que prévue par les règlements de plan des options) n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre (le cas échéant de l'Offre ré-ouverte).

En conséquence, aucune action qui serait issue de l'exercice des options ne pourra être apportée à l'Offre (sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables - décès ou invalidité du bénéficiaire).

Les titulaires d'options bénéficieront, sous certaines conditions, d'un mécanisme de liquidité (voir paragraphe 7.4 ci-après).

Il est rappelé que l'assemblée générale des actionnaires a autorisé, en date du 19 mai 2011, le Directoire à consentir des options donnant droit à la souscription d'actions nouvelles de la société représentant, au jour de l'attribution des options, un montant maximum de 0,87% du capital social de la Société.

Cette autorisation a été donnée au Directoire pour une période de 38 mois. Les conditions dans lesquelles les options peuvent être consenties n'ont pas encore été adoptées par le Directoire.

Les options sont soumises à une période d'indisponibilité de quatre ans et ne peuvent être exercées plus de 10 ans après leur attribution. L'exercice des options est soumis à la présence effective du bénéficiaire dans la Société, étant précisé que le Protocole d'Accord prévoit le report de cette condition à la présence effective de certains bénéficiaires au sein de ModeLabs Manufacture. A compter de l'exercice, les actions sont librement cessibles sous réserve des restrictions imposées par la réglementation applicable.

Le tableau ci-après présente un récapitulatif des options attribuées par la Société :

Nom du plan	Date de l'Assemblée Générale ayant délégué sa compétence	Date d'attribution par le Directoire	Nombre total de stock-options attribués	Fin de la période d'indisponibilité	Prix de souscription
Plan 2	AGE du 04 juin 2007	23 février 2008	87.062	23 février 2012	1,51 €
Plan 3A	AGE du 22 mai 2008	09 juillet 2008	54.412	09 juillet 2012	1,78 €
Plan 3B	AGE du 22 mai 2008	04 janvier 2010	50.000	04 janvier 2014	1,57 €
Plan 3C	AGE du 22 mai 2008	05 juillet 2010	50.000	05 juillet 2014	1,85 €
Plan 4A	AGE du 22 mai 2008	01 décembre 2010	41.450	01 décembre 2014	2,61 €
Total			282.924		

7.4 MECANISME DE LIQUIDITE OFFERT AUX TITULAIRES D'OPTIONS ET AUX ATTRIBUTAIRES D'ACTIONS GRATUITES

Aux termes du Protocole d'Accord, Bigben Interactive s'est engagé, en cas de détention de plus de 50% des droits de vote de ModeLabs Group à l'issue de l'Offre, à mettre en place un mécanisme de liquidité pour les porteurs d'options et/ou d'actions gratuites ci-après décrites :

- les actions gratuites attribuées au plus tard le jour de dépôt de l'Offre et dont la période d'acquisition ou de conservation n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre ré-ouverte) ;
- les actions issues de l'exercice d'options qui feraient l'objet d'une indisponibilité fiscale à la date de clôture de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre ré-ouverte).

Ce mécanisme de liquidité prendra la forme d'un contrat synallagmatique stipulant (i) une promesse d'achat consentie par Bigben Interactive au profit de l'attributaire ou du titulaire concerné et (ii) une promesse de vente consentie par l'attributaire ou le titulaire concerné au profit de Bigben Interactive.

L'acquisition des actions dans le cadre du contrat de liquidité se fera en numéraire et pour un prix par action égal au prix offert en numéraire dans le cadre de l'Offre Subsidaire, soit 4,40 euros par action (le cas échéant accru dans le cadre de la procédure d'Offre par Bigben Interactive).

La promesse d'achat consentie par Bigben Interactive sera exerçable par les bénéficiaires concernés pendant une période de soixante jours à compter du premier jour ouvré suivant la fin de la période de conservation des options et/ou d'indisponibilité des actions gratuites (ci-après la "**Période d'Exercice de la Promesse d'Achat**").

La promesse de vente consentie par chacun des bénéficiaires concernés sera exerçable par Bigben Interactive pendant une période de six mois à compter de la dernière des deux dates suivantes : (i) date d'exercice des options ou la date d'acquisition effective des actions et (ii) la fin de la Période d'Exercice de la Promesse d'Achat.

7.5 RESTRICTIONS STATUTAIRES ET CONVENTIONNELLES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D'ACTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE

7.5.1 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions de la Société

L'article 12 des statuts de la Société prévoit que toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir ou cesse de détenir directement ou indirectement une fraction du capital sociale égale à 2,5% ou tout multiple de ce pourcentage, est tenue d'en informer la Société, dans un délai de cinq jours de bourse à compter du franchissement de l'un de ces seuils, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée à son siège social en précisant le nombre total d'actions, de droits de vote correspondant et de titres donnant accès au capital qu'elle détient seule directement ou indirectement ou encore de concert.

En cas de non respect de cette obligation, les actions ou droits attachés excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées de droit de vote pour toute assemblée générale d'actionnaires qui se tiendra dans un délai de deux ans suivant la date de régularisation de cette notification, dans la mesure où un ou plusieurs actionnaires détenant 2,5% du capital social en font la demande lors de l'assemblée générale.

A la date de la présente note en réponse et à la connaissance de la Société, aucune action n'est privée de droit de vote.

7.5.2 Conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce

A la date de la présente note en réponse et à la connaissance de la Société, il n'existe aucune convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition portant sur au moins

0,5% du capital de la Société, sous réserve de des accords mentionnés aux paragraphes 5.1, 5.2 et d'un contrat d'échange de titres établi avec la société G2 Entreprises LLC ci-après décrit.

Aux termes de ce contrat conclu en date du 20 avril 2007, G2 Entreprises LLC. peut, dans les conditions ci-après décrites, échanger une partie des titres de ModeLabs Inc. qu'elle détient contre des titres de la Société.

En exécution de ce contrat, G2E a souscrit à une première augmentation de capital de la ModeLabs Inc. et acquis 53 titres de ModeLabs Inc. en date du 7 septembre 2007, puis à une seconde augmentation de capital le 7 novembre 2008 aux termes de laquelle elle a souscrit 55 titres de ModeLabs Inc.

Les 53 titres de ModeLabs Inc. souscrits par G2E le 7 septembre 2007 ont été partiellement convertis en actions ModeLabs Group et donnent droit, à partir de la troisième année où le chiffre d'affaires réalisé sur le territoire des Etats-Unis par ModeLabs Inc. dépasse 20.000.000 dollars américains, à une fraction du capital de ModeLabs Group correspondant à 5% de la proportion du chiffre d'affaires réalisé sur le territoire américain rapporté au chiffre d'affaires consolidé du groupe. Une option d'acompte, valable entre le 1^{er} octobre et le 31 décembre 2007, de 75.000 titres ModeLabs Group a été accordée à G2E. Cette option a été exercée le 17 décembre 2007.

Le solde des titres de ModeLabs Inc. détenus par G2E est convertible en titres ModeLabs Group, pendant une période de trois ans, à compter de la date à laquelle le chiffre d'affaires de ModeLabs Inc. dépasse 20.000.000 dollars américains ou que son EBIT excède 1.000.000 dollars américains et donne droit à un nombre de titres de ModeLabs Group calculé comme indiqué précédemment en fonction de la proportion représentée par le chiffre d'affaires réalisé sur le territoire américain par rapport au chiffre d'affaires mondial du Groupe corrigé à la baisse, le cas échéant, si le taux d'EBIT de ModeLabs Inc. est inférieur au taux d'EBIT consolidé du Groupe.

Il est par ailleurs précisé, qu'en aucun cas la conversion ne peut aboutir à conférer à G2E plus de 5% du capital de ModeLabs Group à ce titre.

ModeLabs Inc. réalisant actuellement un chiffre d'affaires nul et ce contrat relevant du pôle Manufacture, les parties au Protocole d'Accord sont convenues d'examiner ensemble la possibilité de résilier ce contrat.

7.6 PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES AU SEIN DU CAPITAL DE LA SOCIETE DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE EN VERTU DES ARTICLES L. 233-7 ET L. 233-12 DU CODE DE COMMERCE

Au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2010, la société Sycomore a déclaré à la Société, conformément à l'article 12 des statuts, avoir le 25 novembre 2010 franchi à la hausse le seuil statutaire de 2,5% du capital de la Société et détenir 605.000 actions représentant 2,65% du capital de la Société.

La société OTC Asset Management a déclaré avoir le 18 janvier 2011 franchi à la baisse le seuil de 5% du capital de la Société puis avoir franchi à la hausse le 26 janvier 2011 le seuil de 5% du capital de la Société et détenir 1.207.995 actions représentant 5,28% du capital et 3,69% des droits de vote de la Société.

Financière de l'Echiquier a déclaré avoir le 10 mai 2011 franchi à la hausse le seuil de 5% du capital de la Société et détenir 1.155.120 actions représentant 5,05% du capital et 3,57% des droits de vote de la Société.

A la date de la présente note en réponse, aucune autre déclaration de franchissement de seuil n'est parvenue à la Société.

7.7 LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI

Dans le cadre de l'emprunt obligataire visé au paragraphe 5.1, la Société et FIF ont convenu qu'à compter de la date d'émission et aussi longtemps que FIF détiendra au moins la moitié des OBSA en circulation ou au moins la moitié des BSA en circulation, FIF sera représenté au Conseil de Surveillance par Madame Shannon Fairbanks et par Monsieur Michel Cognet en qualité de censeur. Dans l'hypothèse où FIF détiendrait au moins la moitié des OBSA mais moins de la moitié des BSA, Shannon Fairbanks cesserait d'être membre du Conseil de surveillance et serait alors désignée en qualité de censeur à la place de Monsieur Michel Cognet.

Par ailleurs, toute décision stratégique, à savoir toute augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription pour un montant supérieur à 5.000.000 euros, toute opération de fusion, dissolution, liquidation, changement de forme ou d'objet social, toutes opérations de croissance externe ou cessions d'actifs pour un montant unitaire supérieur à 5.000.000 euros, tout autre investissement supérieur à 2.000.000 euros, doit être soumise au Conseil de Surveillance. Dans le cas où le représentant de FIF s'opposerait à une décision stratégique, le président de séance ajournera la séance et, pendant une période de 30 jours, celui-ci examinera, avec le Président du Directoire de la Société, les conditions dans lesquelles cette décision pourra être mise en œuvre dans des conditions satisfaisantes pour le représentant de FIF. A l'issue de ce délai, le Conseil de Surveillance statuera à nouveau sur la décision stratégique aux conditions de quorum et de majorité statutaires, sauf si le Directoire a décidé de ne pas y donner suite.

Conformément aux stipulations du contrat de souscription et du Protocole FIF, ces droits de contrôle spéciaux cesseront à compter de la réalisation du Rachat des OBSA. Par ailleurs, Madame Shannon Fairbanks et Monsieur Michel Cognet se sont engagés à présenter leurs démissions respectivement au titre de leurs fonctions de membre du Conseil de surveillance et censeur au sein Conseil de surveillance, avec effet à la date de réalisation du Rachat des OBSA par la Société.

7.8 REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU DIRECTOIRE DE LA SOCIETE

Les membres du Directoire sont nommés dans leurs fonctions par le Conseil de surveillance qui en fixe le nombre, confère à l'un d'eux la qualité de président et détermine leur rémunération. La durée des fonctions des membres du Directoire est de quatre années, et expire à l'issue de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires tenue dans l'année au cours de laquelle expire son mandat et qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé.

La limite d'âge pour l'exercice des fonctions de membre du Directoire est fixée à soixante-cinq ans.

Les membres du Directoire ne sont révocables que par l'assemblée générale des actionnaires.

A la date de la présente note en réponse, le Directoire est composé des personnes suivantes :

- Monsieur Stéphane Bohbot (Président du Directoire) ; et
- Madame Françoise Grand.

Monsieur Stéphane Bohbot et Madame Françoise Grand ont été désignés par décisions du Conseil de surveillance en date du 17 juillet 2009 pour une durée de quatre années soit jusqu'à l'issue de l'assemblée générale statuant sur les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2012.

7.9 MECANISME DE CONTROLE PREVU DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CES DERNIERS

La Société n'a pas mis en place de plan d'épargne entreprise. En revanche, le Groupe a développé au sein de ses filiales une politique d'épargne salariale et a notamment conclu un accord de participation signé le 27 juin 2007 (voir le paragraphe 17.2 du document de référence 2010 de la Société, déposé le 18 mai 2011 sous le numéro D-011-0491 auprès de l'AMF).

7.10 REGLES APPLICABLES A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE

L'assemblée générale extraordinaire des actionnaires est seule habilitée à modifier les statuts de la Société dans toutes leurs dispositions, dans le respect des dispositions législatives et réglementaires.

7.11 POUVOIRS DU DIRECTOIRE ET DE SON PRESIDENT

La Société est dirigée par le Directoire qui exerce ses fonctions sous le contrôle du Conseil de surveillance.

Le Directoire est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la Société ; il les exerce dans la limite de l'objet social et sous réserve de ceux expressément attribués par la loi au Conseil de surveillance et aux assemblées d'actionnaires.

Conformément aux dispositions de l'article L.225-68 alinéa 2 du Code de commerce, les décisions suivantes doivent être soumises à l'autorisation préalable du Conseil de Surveillance :

- l'octroi de cautions, avals ou garanties ;
- la cession d'immeubles, de participations et la constitution de sûretés.

Le Président du Directoire représente la Société dans ses rapports avec les tiers. Le même pouvoir de représentation peut être attribué par le Conseil de surveillance à un ou plusieurs autres membres du Directoire qui portent alors le titre de "Directeur Général".

7.12 DELEGATIONS DE COMPETENCE ET DE POUVOIRS ET AUTORISATIONS CONSENTIES PAR L'ASSEMBLEE GENERALE DES ACTIONNAIRES AU DIRECTOIRE CONCERNANT L'EMISSION OU LE RACHAT D' ACTIONS

Le tableau ci-dessous récapitule les délégations de compétence et de pouvoirs accordées par l'assemblée générale des actionnaires au Directoire à la date de la présente note en réponse :

TYPE D'ÉMISSION	Date autorisation	Échéances	Durée	Montant maximum	Utilisations
Autorisations générales					
Émission d'actions et de titres financiers au profit d'une catégorie de personnes	15-dec-09	14-juin-11	18 mois	5.000.000 € (1)	Non utilisée
Émission avec maintien du DPS d'actions ordinaires et de titres financiers	15-dec-09	14-févr-12	26 mois	5.000.000 € (1)	Non utilisée

Émission avec suppression du DPS d'actions ordinaires et de titres financiers par voie d'offre au public	15-dec-09	14-févr-12	26 mois	5.000.000 € (1)	Non utilisée
Émission avec suppression du DPS d'actions ordinaires et de titres financiers par placement privé	15-dec-09	14-févr-12	26 mois	20% du capital (1)	Utilisée partiellement (2)
Programme de rachat des actions propres	19-mai-11	18-nov-12	18 mois	15.000.000 €	Non utilisée
Autorisations spécifiques en faveur des salariés et mandataires sociaux					
Options de souscription d'actions	19-mai-11	18-juil-14	38 mois	0,87% du capital	Non utilisée
Actions gratuites	19-mai-11	18-juil-14	38 mois	0,66% du capital	Non utilisée

(1) l'ensemble de ces émissions est consenti dans le cadre d'un plafond global de 5.000.000 euros

(2) 6.346.000 BSA ont été émis le 15 décembre 2009 dans le cadre de l'emprunt obligataire visé au paragraphe 5.2.

7.13 ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE

Néant.

7.14 ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU DIRECTOIRE OU LES SALARIES, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE

Il n'existe pas de schéma de retraite spécifique au profit des dirigeants et la Société n'a pas provisionné de sommes à cet égard.

Pour mémoire, le Président du Directoire Stéphane Bohbot bénéficie d'une couverture d'assurance GSC (Garantie Sociale des Chefs et Dirigeants d'Entreprise) et les dirigeants des sociétés du Groupe sont bénéficiaires d'une police d'assurance responsabilité civile souscrite par la Société.

La Société a également souscrit une police d'assurance invalidité permanente, décès au profit de Monsieur Stéphane Bohbot, donnant droit à un versement en capital de 300.000 euros.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment, juridiques, financières et comptables de la Société, seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ces informations qui feront l'objet d'un document d'informations spécifique établi par ModeLabs Group seront disponibles sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur celui de la Société (www.modelabs.com) et pourront être obtenues sans frais auprès de ModeLabs Group à l'adresse suivante : 11 bis, rue Roquepine, 75008 Paris, France. Conformément à l'article 231-29 du Règlement général de l'AMF, dans le cas où l'AMF demanderait une rectification de ces informations, ces rectifications seront mises à disposition du public selon les mêmes modalités.

10. PROCEDURE DE SALLE D'INFORMATION (DATA ROOM)

La Société et ses conseils ont organisé une procédure de salle d'information (data room) conformément à la recommandation COB n°2003-01 sur les data room, ainsi que plusieurs réunions entre ses représentants et des représentants de Bigben Interactive, afin de permettre à Bigben Interactive après qu'il ait manifesté son intérêt pour acquérir le contrôle de la Société, d'effectuer des vérifications en vue de la transaction proposée. Dans le cadre de ce processus Bigben Interactive a eu accès à un certain nombre d'informations confidentielles. ModeLabs Group estime qu'elle n'a pas fourni, dans le cadre de ce processus, d'information susceptible, si elle était publiée, d'avoir une influence sensible sur le cours de l'action ModeLabs Group et qui ne soit mentionnée dans la présente note en réponse, complétée du document relatif aux caractéristiques juridiques, financières et comptables ou dans le document de référence de la Société pour l'exercice 2010 déposé auprès de l'AMF le 18 mai 2011 sous le numéro D-011-0491

11. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION

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

Monsieur Stéphane Bohbot

Président du Directoire