

NOTE Etablie par

la société ORCHESTRA-KAZIBAO



EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT INITIEE PAR
FINANCIERE MESTRE ET M. JEAN-CLAUDE YANA AGISSANT DE CONCERT

PRESENTEE PAR



En application de l'article L.621-8 du Code de monétaire et financier et de l'article 231-26 de et son règlement général, l'Autorité des Marchés Financiers (l'« AMF »,) a apposé le visa n°11-425 en date du 22 septembre 2011 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la Société Orchestra-Kazibao et engage la responsabilité de son signataire.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L.621-8-1 I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni l'approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

En application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'avis de Grant Thornton, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse

La présente note en réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org), sur le site Internet d'information est disponible sur les sites Internet d'ORCHESTRA-KAZIBAO (<http://www.orchestra-kazibao.com/fr/pro/finances/finances.php>) et peut être obtenue sans frais auprès de : ARKEON FINANCE, 27 rue de Berri, 75008 Paris.

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 ORCHESTRA-KAZIBAO, seront mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre, selon les mêmes modalités.

Un avis financier sera publié au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat dans un quotidien financier de diffusion nationale pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

SOMMAIRE

1. PRESENTATION DE L'OFFRE	4
1.1 Description de l'offre.....	4
1.1.1 Introduction	4
1.1.2 Contexte de l'offre	5
1.1.3 Nombre et nature des titres visés	6
1.2 Existence de liens entre la Société et l'initiateur.....	7
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	8
2. 1. Conseil d'administration du 29 août 2011	8
Extrait de l'exposé du Président MESTRE au Conseil	8
2.1.1 Examen de l'Offre	10
2.1.2 Rapport de l'expert indépendant	10
2.1.3 Projet de Note en réponse	10
2.1.4. Avis et recommandations du Conseil sur l'Offre présentée	11
2. 2. Conseil d'administration du 13 septembre 2011.....	12
Extrait de l'exposé du Président MESTRE au Conseil	12
2.2.1 Première résolution	13
2.2. Deuxième résolution	14
3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	15
3.1 Présentation de l'Expert indépendant.....	16
3.1.1 Grant Thornton est membre de GTI	16
3.1.2 Grant Thornton est indépendant à l'égard des Personnes concernées par l'opération et de leurs Conseils.....	17
3.1.3 Grant Thornton est en voie d'adhérer à une association professionnelle d'experts indépendants	17
3.1.4 L'équipe affectée à la Mission est composée exclusivement de spécialistes en évaluation d'entreprise, appartenant à la ligne de services « Valuations » de GTI	17
3.2 Déroulement de la Mission.....	18
3.2.1 Diligences.....	18
3.2.2 Documents examinés	18
3.2.3 Calendrier	19
3.2.4 Personnes rencontrées ou contactées.....	19
3.2.5 Honoraires	20
3.3 Evaluation de la Société visée	20
3.3.1 Eléments communs à plusieurs références de valorisation et méthodes d'évaluation	20
3.3.2 Analyse des références de valorisation disponibles.....	22
3.3.3 Mise en œuvre des méthodes d'évaluation usuelles	25
3.3.4 Synthèse des valeurs déterminées par l'expert	34

3.4 Analyse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre	35
3.4.1 Référence non retenue par l'établissement présentateur : autres transactions récentes.....	35
3.4.2 Méthodes non retenues par l'expert indépendant	35
3.4.3 Ecart sur les méthodes retenues.....	36
3.4.3.2 <i>Multiple d'EBITDA</i>	37
3.5 Attestation d'équité	38
4. <i>CLAUSES D'ACCORD SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE</i>	39
5. <i>INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE</i>	40
5.1 Structure du capital de ORCHESTRA-KAZIBAO	40
5.2 Restrictions statutaires ou conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portées à la connaissance de ORCHESTRA-KAZIBAO	41
5.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de ORCHESTRA-KAZIBAO dont la Société a connaissance	41
5.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux.....	41
5.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel	41
5.6 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	41
5.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	42
5.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs.....	42
5.7.2 Règles applicables aux modifications de statuts.....	42
5.8 Pouvoirs du Conseil d'administration en particulier en matière d'émission d'actions	42
5.9 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	42
6. <i>NOMBRE D'ACTIONS DETENUES DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT PAR LA SOCIETE ORCHESTRA-KAZIBAO ET NOMBRE D'ACTIONS QU'ELLE PEUT DETENIR DE SA PROPRES INITIATIVE</i>	43
7. <i>INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'APPORTER OU NON LEURS ACTIONS A L'OFFRE</i>	43
8. <i>PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION</i>	44

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1 Description de l'offre

1.1.1 Introduction

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 234-2 et 232-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'AMF), (i) la société Financière MESTRE, Sarl au capital de 1.744.956 €, dont le siège social est 1 Chemin de Verchant, 34170 Castelnau-le-Lez, immatriculée au RCS de Montpellier sous le N° 430 271 254, et représentée par M. Pierre Mestre et Madame Chantal Mestre, cogérants, et (ii) M. Jean-Claude YANA, agissant de concert (ci-après ensemble les « **Initiateurs** »), offrent irrévocablement aux actionnaires de la société ORCHESTRA-KAZIBAO, société anonyme de droit français au capital de 23.150.214 € divisé en 3 858 369 actions de 6,00 euros de valeur nominale chacune, immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Montpellier sous le numéro 398 471 565, dont le siège social est situé ZA Castelnau 2000, 400 avenue Marcel Dassault, 34170 Castelnau le Lez (« **ORCHESTRA-KAZIBAO** » ou la « **Société** ») d'acquérir leurs actions au prix de 6,00 euros par action (le « **Prix par Action** ») dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le marché Euronext (Compartiment C) de NYSE Euronext (« NYSE Euronext ») sous le code ISIN FR0010160564, mnémonique « KAZI » (les « **Actions** »).

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre a été déposée auprès de l'AMF le 1^{er} août 2011, pour le compte de la Financière MESTRE et M. Jean-Claude YANA, par ARKEON Finance qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par les Initiateurs dans le cadre de l'Offre.

L'Offre porte sur la totalité des actions ORCHESTRA-KAZIBAO non détenues par le Concert Groupe Familial MESTRE (tel que défini plus loin), à l'exclusion des actions faisant l'objet d'engagements de non apport et des actions autodétenues par la société (dans la mesure où le Conseil d'Administration de la Société a décidé de ne pas apporter ces titres à l'Offre), soit au total 1.044.630 actions représentant 27,07% du capital et des droits de vote de la société.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Dans la déclaration en date du 20 juillet 2011, Financière Mestre s'engage à financer l'Offre à hauteur de 5.200.000 € représentant 866.666 actions (soit 22,46% du capital de la société). Si le nombre d'actions apportées à l'Offre dépasse ce montant, M. Jean-Claude YANA en acquerra le solde soit 177.964 titres équivalents à 1.067.784 €. Toutefois Monsieur Jean-Claude YANA pourra se retirer de ce concert à tout moment dans l'hypothèse où, à l'issue de l'offre publique d'achat, il ne détenait pas plus de 2,5% des actions et droits de vote composant le capital social de la société ORCHESTRA-KAZIBAO.

1.1.2 Contexte de l'offre

Aux termes d'un contrat de cession conclu le 12 juillet 2011 entre les sociétés GRAND WISH Limited, Financière MESTRE et M. Jean-Claude YANA :

- La société Financière MESTRE a acquis, le 12 juillet 2011, 146.836 actions de la société ORCHESTRA-KAZIBAO (soit 3,81% du capital) auprès de la société GRAND WISH Limited, portant ainsi sa participation de 26,26% à 30,07% du capital et des droits de vote de ORCHESTRA-KAZIBAO ;
- Simultanément, M. Jean-Claude YANA a fait l'acquisition de 50.000 actions ORCHESTRA-KAZIBAO (soit 1,30% du capital) auprès du même cédant et a porté sa participation de 0,13% à 1,42% du capital et des droits de vote de ORCHESTRA-KAZIBAO.

Ces acquisitions ont été faites au prix de 6€ par action.

Il est à noter qu'aux termes du contrat de cession d'actions, Financière Mestre et M. Jean-Claude Yana ont consenti un droit de suite au bénéfice de Grand Wish Limited, en vertu duquel Grand Wish Limited aura droit à un complément de prix :

- en cas de dépôt par Financière Mestre et M. Jean-Claude Yana, à tout moment dans le délai de douze mois à compter du 12 juillet 2011, d'une offre publique d'acquisition visant les actions ORCHESTRA-KAZIBAO, libellée à un prix supérieur à 6 € par action ;
- en cas de vente ou d'apport d'actions ORCHESTRA-KAZIBAO, à un prix supérieur à 6 € par action, par Financière Mestre et M. Jean-Claude Yana, à une offre publique d'acquisition déposée par un tiers à tout moment dans un délai de douze mois à compter du 12 juillet 2011.

Le montant du complément de prix par action cédée sera égal à la différence positive, si elle existe, entre le prix unitaire de l'offre publique d'acquisition déposée Financière Mestre et M. Jean-Claude Yana (dans le premier cas) ou le prix unitaire de vente ou d'apport dont bénéficieraient Financière Mestre et M. Jean-Claude Yana (dans le second cas) et 6 € par action.

La société Financière MESTRE et M. Jean-Claude YANA ont, à cette occasion, déclaré agir de concert vis-à-vis de la société ORCHESTRA-KAZIBAO. M. Jean-Claude YANA s'est ainsi joint au Groupe Familial MESTRE, composé, outre la société Financière MESTRE (contrôlée par M. Pierre MESTRE), de M. Pierre MESTRE (Président Directeur Général et principal actionnaire d'ORCHESTRA-KAZIBAO, directement et par l'intermédiaire de la Financière MESTRE), de Madame Chantal MESTRE et de la Société IMM BE GE KG¹ contrôlée par Financière MESTRE (ci-après le « Concert Groupe Familial MESTRE »).

A l'issue de la cession intervenue le 12 juillet 2011, le Concert Groupe Familial MESTRE détient 1 243 444 actions ORCHESTRA-KAZIBAO représentant autant de droits de vote, soit 32,23% du capital et des droits de vote de cette société, répartis de la manière suivante :

¹ Société en commandite de droit allemand, dont le siège social est situé: Merkurhaus Frankfurt am Main, Hauptbahnhof 12, 60329 FRANCFORT (Allemagne).

	Actions et droits de vote	% capital et droits de vote
Pierre Mestre	1 283	0,03
Chantal Mestre	10	ns
IMM BE GE KG	27 084	0,70
Financière Mestre	1 160 153	30,07
Groupe familial Mestre	1 188 530	30,80
Jean-Claude Yana	54 914	1,42
Total concert	1 243 444	32,23

En outre, M. Jean-Claude Yana détient 51 650 options de souscription d'actions ORCHESTRA-KAZIBAO exerçables à tout moment jusqu'au 30 juin 2013, pouvant donner droit, par exercice au prix unitaire de 6 €, à 51 650 actions ORCHESTRA-KAZIBAO².

Le 12 juillet 2011, ORCHESTRA-KAZIBAO a fait paraître un communiqué de presse informant le public des principales caractéristiques de l'opération et annonçant l'intention de la Financière MESTRE et M. Jean-Claude YANA de déposer une Offre Publique d'Achat au prix par action de 6€ sur la totalité des actions ORCHESTRA-KAZIBAO non détenues par eux ou ne faisant pas l'objet d'un engagement de non apport.

Le dépôt de l'Offre s'inscrit dans le cadre de l'obligation faite à la Financière MESTRE et au Concert Groupe Familial MESTRE de déposer un projet d'offre publique visant les actions ORCHESTRA-KAZIBAO en application des stipulations de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.

1.1.3 Nombre et nature des titres visés

1.044.630 actions sont visées par l'Offre puisque, sur les 3.858.369 actions qui composent le capital :

1. Des engagements irrévocables de non apport ont été signés respectivement les 11 et 12 juillet 2011 par le concert GOTLIB (détenteur de 1 156 053 actions représentant 29,96% du capital et des droits de vote de la société ORCHESTRA-KAZIBAO) et par la SCR CL CAPITAL INVEST (détenteur de 174 101 actions représentant 4,51% du capital et des droits de vote de la société ORCHESTRA-KAZIBAO). Le concert Gotlib et SCR CL Capital Invest ayant fourni des justificatifs bancaires de la mise sous séquestre de leurs titres respectifs jusqu'à l'avis de résultat de l'Offre, les 1 330 154 actions ORCHESTRA-KAZIBAO correspondantes ne sont pas visées par l'Offre.

2. Ne sont pas visées par l'Offre les 1.243.434 titres détenus par le concert Groupe Familial MESTRE ainsi que les 240.151 titres auto-détenus par ORCHESTRA-KAZIBAO dans la mesure où le Conseil d'Administration de la Société, convoqué en réunion le 29 juillet 2011, a décidé de ne pas apporter ces titres à l'Offre.

² Il est précisé toutefois que M. YANA s'est engagé à ne pas exercer ses options de souscription d'actions pendant toute la durée de l'Offre (cf. § 1.3.1).

3. Les actions à provenir des options de souscription d'actions émises par la Société, dont sont actuellement bénéficiaires les personnes listées dans le tableau « Options de souscriptions attribuées » ci-dessous, ne sont pas visées par l'Offre. Les options de souscription d'actions de Madame Chantal MESTRE et M. Thomas HAMELLE sont caduques à la date de dépôt de la présente note d'information. Les options de souscriptions attribuées en 2008 ne seront exerçables qu'en 2012. En définitive, seules les options de souscriptions détenues par M. Jean-Claude YANA sont exerçables à la date du dépôt de la présente note et seront exerçables durant la période de l'Offre. Toutefois, et en tant qu'initiateur, M. Jean-Claude YANA s'engage à ne pas exercer ses options de souscription d'actions pendant tout la durée de l'Offre.

En somme, le nombre total de titres susceptibles d'être apportés à l'Offre s'élève à 1.044.630 actions représentant 27,07% du capital et des droits de vote.

1.2 Existence de liens entre la Société et l'initiateur

M. Pierre MESTRE est Président Directeur Général et principal actionnaire de la Société ORCHESTRA KAZIBAO en direct et via la Financière MESTRE.

Comme indiqué précédemment, le Concert Groupe Familial MESTRE – composé de la société Financière MESTRE (contrôlée par M. Pierre MESTRE), de M. Pierre MESTRE, de Madame Chantal MESTRE, de la société IMM BE GE KG contrôlée par Financière MESTRE, et de M. Jean-Claude YANA – détient 1 243 444 actions ORCHESTRA-KAZIBAO représentant autant de droits de vote, soit 32,23% du capital et des droits de vote de cette société.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

2. 1. Conseil d'administration du 29 août 2011

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 29 août 2011. Le Conseil d'administration a adopté à l'unanimité, la résolution présentée ci-après, étant précisé que M. Pierre MESTRE, Madame Chantal MESTRE et Mademoiselle Aurélie MESTRE n'ont pas pris part au vote de la résolution.

Tous les membres étaient présents ou représentés.

L'extrait du Procès-Verbal de cette réunion concernant l'avis motivé sur l'Offre est le suivant :

« Le Conseil d'Administration de la société ORCHESTRA KAZIBAO réunissant cinq administrateurs sur les cinq le composant, après avoir entendu l'exposé du Président et examiné les documents qui lui étaient soumis a adopté la résolution suivante.

Extrait de l'exposé du Président MESTRE au Conseil

La société FINANCIERE MESTRE, contrôlée par la famille du Président de la société, et Monsieur Jean-Claude YANA, ont déclaré auprès de l'AMF les 18 et 20 juillet 2011 :

- un franchissement de seuil,
- leur intention de lancer une offre publique,
- et l'adhésion de Monsieur Jean-Claude YANA à l'action de concert, préalablement déclarée par le groupe MESTRE.

Par courrier du 18 juillet 2011, ces mêmes personnes morales et physiques ont notifié à la société, conformément aux articles L. 233-7-1 et R. 233-1 du Code de commerce que ce franchissement de seuil et les obligations en découlant résultaient de l'acquisition par la société FINANCIERE MESTRE et Monsieur Jean-Claude YANA de 5,1% des actions de la société auprès de la société GRAND WISH LIMITED.

Votre Conseil d'Administration s'est réuni le 26 juillet 2011.

Ce Conseil d'Administration a pris acte de l'ensemble des informations ci-dessus rappelées, et a procédé, conformément à l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, à la désignation d'un Expert Indépendant.

En effet, dans la mesure où l'offre est initiée par le Président de la société qui détient une part significative du capital de celle-ci, il était légitime, en raison des risques de conflit d'intérêts, qu'un Expert Indépendant puisse se prononcer sur l'offre et notamment sur la valorisation proposée de six (6) euros par action.

La société GRANT THORNTON a été choisie, après avoir justifié de son indépendance et Monsieur Jean-Pierre COLLE, Associé, a pris en charge le dossier.

L'ensemble des éléments et documents prévus en la matière ont été transmis à l'Expert qui, aux termes de son rapport a constaté avoir disposé de plus de 7 semaines pour procéder à sa mission.

Le 1^{er} août 2011, les Initiateurs ont déposé auprès de l'AMF, conformément à l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-23 du Règlement Général de l'AMF, une Note d'Information relative à l'offre publique d'achat des actions de la société ORCHESTRA KAZIBAO.

Il sera rappelé que cette offre porte sur l'intégralité des actions de la société ORCHESTRA KAZIBAO, à l'exception de celles détenues par les actionnaires ayant déclaré ne pas entendre apporter leurs titres à cette offre (et ayant fait placer ceux-ci sous séquestre).

Il sera également rappelé que le 29 juillet 2011 le Conseil d'Administration de votre société a décidé que les actions détenues au titre de l'autocontrôle (240.151 actions) ne seraient pas apportées à l'offre.

Le présent Conseil d'Administration a pour objet d'inviter les Administrateurs à étudier et à examiner :

- le projet de Note d'Information déposée par les Initiateurs auprès de l'AMF le 1^{er} août 2011 ;
- le projet de Note en Réponse de la société destinée à être remise à l'AMF dans le cadre de cette offre ;
- le rapport du cabinet GRANT THORNTON, Expert Indépendant, en date du 29 août 2011, établi en application de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF.

Enfin, le Conseil aura à se prononcer sur l'offre présentée.

A cet effet, il sera d'ores et déjà souligné que l'attestation d'équité établie par le cabinet GRANT THORNTON, conclut :

« que le prix proposé de six (6) euros est supérieur, égal ou très légèrement inférieur à l'ensemble des valeurs calculées ou prises en référence par son (le) rapport et est dès lors équitable pour les actionnaires d'ORCHESTRA KAZIBAO ».

2.1.1 Examen de l'Offre

L'offre porte sur 1.044.630 actions sur les 3.858.369 composant le capital social.

Les engagements de non apport portent sur 1.330.154 titres, soit 34,47% du capital.

L'offre ne concernera pas non plus les 240.151 actions détenues au titre de l'autocontrôle.

Cette offre est garantie par ARKEON FINANCE en qualité d'établissement présentateur, qui assure ainsi à tous les actionnaires qui entendront apporter leurs titres, le paiement de six (6) euros par action.

Cette offre n'est assortie d'aucune condition particulière et les intentions et motifs des initiateurs ont été détaillés dans la Note d'Information, étant précisé que ceux-ci ont déclaré « *ne pas entendre modifier les orientations commerciales et financières de ORCHESTRA KAZIBAO, ni d'apporter au cours de 12 prochains mois de modifications aux plans commerciaux, financiers, sociaux et d'une manière générale, de modifier les orientations actuelles de la société* ».

2.1.2 Rapport de l'expert indépendant

Le rapport de l'Expert Indépendant a été mis à la disposition des administrateurs et sera communiqué ainsi que les projets de Note d'Information au Comité d'Entreprise, afin qu'il les examine et décide, le cas échéant de l'audition des Initiateurs.

Le rapport de l'Expert Indépendant a conclu, comme rappelé ci-dessus que le prix proposé est équitable pour les actionnaires d'ORCHESTRA KAZIBAO.

Il analyse de manière détaillée les différentes méthodes de valorisation.

2.1.3 Projet de Note en réponse

Le Conseil se doit de préparer la Note en Réponse prévue par l'article 231-26 du Règlement de l'AMF qui inclura le rapport de l'Expert Indépendant et qui devra être déposée auprès de l'AMF et visée par celle-ci.

Le Président, compte-tenu des risques de conflit d'intérêts et de son statut de co-Initiateur de l'offre, entend s'exprimer à l'intention du Conseil d'Administration avec les plus expresses réserves, afin de préserver le libre arbitre de la société et de ses actionnaires.

Il constate que les éléments de valorisation établis par ARKEON FINANCE, présentateur de l'offre, contrôlés par l'Expert Indépendant et ayant abouti à l'attestation d'équité de ce jour, concluent à une valorisation équitable du prix par action offert (6 €).

Il considère néanmoins, tant en son nom qu'au nom des autres Administrateurs membres du Concert, co-Initiateurs de l'offre, qu'il ne pourra présenter aucune recommandation d'apport des titres de la société à l'offre dans un souci de neutralité au regard de cette situation et des potentiels conflits d'intérêts.

Il appartiendra donc aux administrateurs, non membres du Concert, de décider s'ils entendent émettre un vote motivé particulier ou si, au contraire, ils entendent laisser aux actionnaires la liberté de choix, tout en relevant que ce prix de 6 € (six) permet aux porteurs d'actions recherchant une liquidité à court terme de l'obtenir.

Il appartiendra cependant au Conseil d'Administration de donner au Président ou à toute personne à qui il les délèguerait, tous pouvoirs à l'effet de signer tous documents relatifs au projet de Note en Réponse, toutes attestations qui pourraient être sollicitées, et plus généralement de faire toutes les démarches, actions et opérations nécessaires ou liées à l'offre.

Un échange de vues intervient et après examen de l'ensemble des documents.

Les Administrateurs débattent notamment de la position qui doit être adoptée par le Conseil d'Administration et de l'opportunité pour celle-ci de se prononcer sur une recommandation ou non d'apport par les actionnaires de leurs titres.

Les Administrateurs Initiateurs et membres du Concert réitèrent qu'en raison du risque de conflit d'intérêts ils n'entendent pas se prononcer.

Les deux autres Administrateurs présents ou représentés considèrent qu'ayant opté pour le non apport de leurs titres, ils se rallieront à la proposition d'absence de recommandation de la société.

Il est ensuite passé au vote.

UNIQUE RESOLUTION

2.1.4. Avis et recommandations du Conseil sur l'Offre présentée

Le Conseil d'Administration, connaissance prise du projet de Note d'Information en date du 1^{er} août 2011, connaissance prise du rapport de l'Expert Indépendant, connaissance prise du projet de Note en Réponse préparée par la société, décide :

- d'approuver le texte de la Note en Réponse et de donner tous pouvoirs à son Président ou à toute personne qu'il se substituerait à l'effet de signer cette Note, d'accomplir toutes les formalités, démarches et opérations liées à l'offre, et plus généralement, de faire tout ce qui sera nécessaire à la bonne réalisation et à la conformité des opérations.

Le Conseil, après avoir constaté que les éléments de valorisation qui lui sont fournis permettent à l'Expert Indépendant d'attester du caractère équitable du prix proposé, soit six (6) euros par action, décide de laisser chaque actionnaire opter personnellement pour l'apport de ses titres et de n'émettre aucune recommandation à cet effet.

Cette résolution est adoptée par deux voix (Monsieur Marcel GOTLIB et Monsieur Charles GOTLIB).

Monsieur Pierre MESTRE, Madame Chantal MESTRE et Mademoiselle Aurélie MESTRE s'abstenant.

2. 2. Conseil d'administration du 13 septembre 2011

Le Conseil d'Administration de la société ORCHESTRA KAZIBAO réunissant cinq administrateurs sur les cinq le composant, après avoir entendu l'exposé du Président et examiné les documents qui lui étaient soumis a adopté les résolutions suivantes :

Extrait de l'exposé du Président MESTRE au Conseil

Votre Conseil d'Administration s'est réuni le 29 août 2011 pour délibérer sur l'ordre du jour suivant :

- Offre publique d'achat du concert FINANCIERE MESTRE / JC YANA (examen du projet de Note d'Information déposé par les Initiateurs auprès de l'AMF le 1^{er} août 2011) ;
- examen du Rapport de l'Expert Indépendant GRANT THORNTON en date du 29 août 2011 ;
- examen du projet de Note en Réponse devant être déposée auprès de l'AMF ;
- avis motivé et recommandations du Conseil sur l'offre présentée.

Votre Conseil pour les motifs et moyens exposés au procès-verbal du 29 août 2011 avait d'une part approuvé la Note en Réponse, d'autre part constaté le caractère équitable de l'Offre proposée et enfin décidé de laisser chaque actionnaire opter personnellement pour l'apport de ses titres.

Ensuite de cette délibération, il a été demandé à l'Expert Indépendant de préciser dans son rapport certains éléments de valorisation, notamment au regard des modalités de calcul établies par ARKEON Finance, présentateur de l'offre et il a également souhaité procéder à des investigations complémentaires. L'Expert Indépendant a en conséquence établi un second rapport destiné à être intégré dans la Note en Réponse. Il appartient au Conseil d'administration d'examiner l'ensemble de ces documents et se prononcer conformément à l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF

Il est également ressorti d'échanges concomitants intervenus entre les administrateurs et les conseils des Initiateurs et la société, qu'il était nécessaire que le Conseil d'Administration se prononce de manière plus tranchée sur l'offre et émette une recommandation plus circonstanciée.

Les administrateurs membres du Concert, qui, jusqu'à ce jour avaient considéré que leur position et le risque de conflit d'intérêts justifiaient qu'ils n'émettent pas de recommandation, estiment aujourd'hui légitime et dans un souci de clarté à l'égard de la société, de ses actionnaires et de ses salariés qu'ils doivent défendre le caractère justifié et équitable de l'Offre présentée.

C'est la raison pour laquelle, connaissance prise du Rapport complémentaire de l'Expert Indépendant en date du 12 septembre 2011, qui confirme la valeur équitable de l'offre, ils considèrent qu'il y a lieu

de recommander aux actionnaires de la société, soucieux d'obtenir une liquidité à court terme de leur investissement, d'apporter leurs titres à cette Offre, dans la mesure où les modalités de valorisation et les contrôles qui ont été opérés, valident le caractère équitable du montant de six euros (6) par action proposé.

Par ailleurs, le Président considère, compte-tenu des engagements qui ont été pris par les Initiateurs au regard de leurs intentions pour la société et pour les salariés, qu'il y a lieu de proposer au Conseil de constater que cette Offre n'est contraire en rien à leurs intérêts.

Un échange de vues intervient, au cours duquel deux administrateurs, Monsieur Marcel GOTLIB et Charles GOTLIB exposent qu'en égard à leur décision de ne pas apporter leurs titres à l'Offre, ils n'entendent pas modifier la position exprimée par eux lors du Conseil du 29 août 2011 et s'abstiendront donc sur cette recommandation.

Après cet échange de vues, il est passé au vote des résolutions soumises au Conseil :

2.2.1 Première résolution

Le Conseil d'administration, connaissance prise

- du projet de Note d'Information déposée par la FINANCIERE MESTRE et Jean-Claude YANA auprès de l'AMF le 1er août 2011;
- des projets de Notes en Réponse de la Société en date des 29 août 2011 et 12 septembre 2011
- du Rapport du cabinet GRANT THORNTON, Expert Indépendant, en date du 29 août 2011, établi en application de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF;
- du Rapport complémentaire du cabinet GRANT THORNTON, Expert Indépendant, en date du 12 septembre 2011 établi en application de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF;

et au vu des éléments communiqués par les Initiateurs, en matière d'orientation future de la société, d'emploi, d'intentions et de valorisation, constate que l'Offre publique d'achat déposée par la FINANCIERE MESTRE et Jean-Claude YANA auprès de l'AMF le 1^{er} août 2011 n'est pas contraire aux intérêts de la société ORCHESTRA-KAZIBAO, de ses actionnaires et de ses salariés.

2.2. Deuxième résolution

Le Conseil d'administration, en conséquence de l'adoption de la première résolution, connaissance prise des conclusions de l'Expert Indépendant et des éléments de valorisation de l'action (six euros) , proposés par les Initiateurs et pour les motifs ci-dessus rappelés dans l'exposé des débats du Conseil et notamment de la possibilité offerte aux actionnaires de disposer d'une liquidité immédiate, approuve :

- le projet de Note d'Information déposé par les initiateurs,
- les projets de Notes en Réponse de la société

et recommande aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre.

3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration a désigné le Cabinet Grant Thornton, représenté par M. Jean-Pierre COLLE et M. Philippe LEDUC, en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Le rapport de l'expert indépendant est le suivant :

Le 12 juillet 2011, la société Financière Mestre et M. Jean-Claude Yana, agissant de concert avec d'autres actionnaires de la société Orchestra-Kazibao (ci après le « Concert ») ont annoncé :

- avoir acquis au total 5,1% du capital d'Orchestra-Kazibao. auprès du fonds d'investissement Grand Wish Limited au prix de 6 euros par action, portant la participation des membres du concert à 32,23% de la Société visée ;
- leur intention de déposer une OPA au même prix, en précisant que cette OPA ne serait pas suivie d'une OPR-RO.

Le 26 juillet 2011, le Conseil d'administration d'Orchestra-Kazibao., considérant par référence à l'article 261-1 2° du Règlement Général de l'AMF que son Président était également l'un des membres du Concert, nous a nommés en qualité d'Expert indépendant chargé d'établir un rapport devant permettre au Conseil d'administration de rendre un avis motivé sur les conditions financières de l'Offre.

Le 1^{er} août 2011, le Concert a déposé une offre publique d'achat à 6 euros par action, ainsi qu'un projet de note d'information incluant une partie présentant les éléments d'appréciation du prix proposé.

Le présent rapport est organisé comme suit :

1. Présentation de l'Expert indépendant
2. Déroulement de la Mission
3. Evaluation de la Société visée
4. Analyse des éléments d'appréciation du prix proposé
5. Attestation d'équité

Il a été établi sur la base de notre premier rapport en date du 29 août 2011, destiné au Conseil d'administration d'Orchestra-Kazibao, plus des addenda résultant d'investigations complémentaires effectuées à la demande de l'AMF, étant précisé que cela n'a pas eu d'incidence sur l'Attestation d'équité (partie 5 du présent rapport).

Les investigations complémentaires que nous avons menées depuis le dépôt de notre premier rapport en date du 29 août 2011, ont consisté pour l'essentiel à une revue approfondie du modèle d'évaluation de l'Etablissement présentateur dont nous n'avions pas disposé jusque là.

Elles nous ont conduits à demander :

- à l'Etablissement présentateur de revoir certaines valeurs de son premier modèle de DCF ;
- au management de la Société visée de modifier les variations de stock incluses dans son plan d'affaires que nous avons jugées irréalistes, puisque ledit plan d'affaires tablait sur une réduction de la valeur nette des stocks de 9%, alors même qu'il est prévu une croissance de 75% chiffre d'affaires en 5 ans.

Dans les travaux d'évaluation antérieurs au 29 août, nous avons de facto compensé l'entrée de trésorerie induite par cette réduction anormale des stocks en déterminant les variations de besoin en fonds de roulement sans tenir compte des provisions pour dépréciation prévues par le management, ce qui avait eu pour effet de rendre les variations de stocks plus cohérentes avec celles du chiffre d'affaires.

Les principaux addenda qui résultent de ces investigations complémentaires concernant la partie 4 du présent rapport où nous analysons les écarts résiduels entre le modèle d'évaluation de l'Etablissement présentateur et le nôtre.

Les dénominations suivantes sont utilisées:

- « *Les Initiateurs* », pour la société Financière Mestre et Jean-Claude Yana agissant de concert avec d'autres actionnaires de la société Orchestra.-Kazibao,
- « *La Société visée* » ou « *Orchestra* », pour la société Orchestra-Kazibao,
- « *Les Personnes concernées par l'opération* », pour les Initiateurs et la Société visée,
- « *Les Conseils* », pour Arkeon Finance et Dolfi Missika Minchella Sicsic & Associés,
- « *L'Etablissement présentateur* », pour Arkeon Finance,
- « *GTI* », pour Grant Thornton International.

3.1 Présentation de l'Expert indépendant

3.1.1 Grant Thornton est membre de GTI

GTI est le 6ème réseau mondial d'audit et de conseil, avec plus de 30.000 professionnels répartis dans 110 pays. Il propose une large gamme de lignes de services regroupées autour de 3 principaux métiers : *Audit*, *Advisory* et *Tax*.

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

3.1.2 Grant Thornton est indépendant à l'égard des Personnes concernées par l'opération et de leurs Conseils

Nous avons identifié la situation suivante, qui crée par nature un risque de conflit d'intérêt avec Orchestra : les cabinets membres du réseau GTI en Belgique et en Espagne sont les auditeurs légaux des filiales locales du groupe, et sous-traitent à Grant Thornton France les travaux d'audit de ces filiales.

Cependant, en raison du caractère très limité des honoraires facturés dans ce cadre (moins de 0,02% du chiffre d'affaires de Grant Thornton France), nous estimons que cette situation n'est pas susceptible de nous mettre en situation de dépendance économique vis à vis d'Orchestra et donc d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans le cadre de notre mission d'expertise indépendante.

De plus, Grant Thornton n'a pas de lien passé présent ou futur connu de lui avec les Personnes concernées par l'opération ou leurs Conseils, qui serait susceptible d'affecter son jugement lors de la présente Mission et ne détient pas d'intérêt financier dans la réussite de l'opération, ni de créance ou dette sur l'une des Personnes concernées par l'opération, ou toute autre personne contrôlée par elles.

Enfin, Grant Thornton, au cours des 18 derniers mois :

- o n'a pas procédé à une évaluation de la Société visée ;
- o n'a pas été nommé, en qualité d'expert indépendant, dans le cadre d'une autre offre publique présentée par l'Etablissement présentateur ;
- o n'a pas conseillé une des Personnes concernées par l'opération, ou toute autre personne contrôlée par elles.

3.1.3 Grant Thornton est en voie d'adhérer à une association professionnelle d'experts indépendants

Fin juillet 2011, nous avons déposé une demande d'adhésion à l'APEI, association reconnue par l'AMF.

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

Jean-Pierre Colle, associé, est diplômé d'HEC et a été chargé de cours à HEC. Il dirige la ligne de services *Valuations* de Grant Thornton en France. Depuis la première Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire intervenue en septembre 1994, il a été nommé plus de 50 fois en qualité d'expert indépendant dans le cadre d'offres publiques, dont les plus récentes sont les offres d'Icade

sur SIICInvest en 2007, de Cinven sur Camaïeu en avril-mai 2011, de Qiagen sur Ipsogen à compter de juin 2011 et de bioMérieux sur AES Groupe à compter de juillet 2011. Il a été membre du groupe de travail de l'AMF de 2005 sur l'évaluation financière et l'expertise indépendante.

Philippe Leduc, associé, est diplômé de l'Université de Paris Dauphine (MSG) et de l'Université Panthéon-Assas (DEA). Il dispose d'une expérience de 12 ans, dont 6 en tant qu'auditeur financier et 6 en tant qu'évaluateur. Il est intervenu sur les offres d'Icade sur SIICInvest en 2007 et de Cinven sur Camaïeu en avril-mai 2011.

Gilles Hoareau, manager, est diplômé de l'Université de Paris Dauphine (MSTCF) et du DESCF. Il dispose d'une expérience de 5 ans en évaluation d'entreprises. Il est intervenu sur les offres d'Icade sur SIICInvest en 2007, de Cinven sur Camaïeu en avril-mai 2011, de Qiagen sur Ipsogen à compter de juin 2011.

3.1.5 Le présent rapport a fait l'objet d'un contrôle qualité

Conformément à l'article 2 de l'Instruction du 26 juillet 2006, le présent rapport a fait l'objet d'un contrôle qualité. Celui-ci a été effectué par Arnaud Limal, associé de Grant Thornton en charge de la ligne de services Fusions & Acquisitions.

3.2 Déroulement de la Mission

3.2.1 Diligences

Notre programme de travail, qui a été établi 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 de la recommandation de l'AMF du 27 juillet 2010, comporte les principales diligences suivantes :

- analyse du contexte de l'opération,
- analyse de la transaction intervenue le 12 juillet 2011,
- évaluation de la Société visée,
- analyse des éléments d'appréciation du prix proposé,
- obtention d'un certain nombre de confirmations dans une lettre signée par le Président du conseil d'administration de la Société visée.

3.2.2 Documents examinés

Les principaux documents examinés sont listés ci-après :

- projet de note d'information du 1^{er} août 2011,
- contrat de cession d'actions entre Grand Wish et le Concert en date du 12 juillet 2011,

- états financiers d’Orchestra pour les exercices clos au 28 février 2010 et 2011,
- plan d’affaires 2011-2014 d’Orchestra.

3.2.3 Calendrier

Les dates qui ont marqué le déroulement de notre mission sont les suivantes :

- 4 juillet 2011 : réunion de présentation par Arkeon Finance des premiers éléments d’appréciation du prix proposé,
- 6 juillet 2011 : réception du plan d’affaires établi par le management de la Société visée,
- 18 juillet 2011 : réunion avec le Président du conseil d’administration de la Société visée,
- 26 juillet 2011 : décision du Conseil d’administration d’Orchestra de nommer Grant Thornton en qualité d’expert indépendant.
- 1 août 2011 : réception de notre lettre de mission contresignée par le Président du Conseil d’administration d’Orchestra et du premier projet de note d’information incluant les premiers éléments d’appréciation du prix,
- 26 août 2011 : réception du second projet de note d’information incluant les premiers éléments d’appréciation du prix,
- 26 août 2011 : réception de la lettre d’affirmation signée par le Président du Conseil d’administration d’Orchestra,
- 29 août 2011 : signature du premier rapport de l’Expert indépendant destiné au conseil d’administration d’Orchestra,
- 12 septembre : signature du second rapport de l’Expert indépendant destiné à être inséré dans la note en réponse de la Société visée.

Ainsi, nous avons disposé d’un délai de 5 semaines entre notre nomination et la signature de notre rapport, étant précisé qu’à la date de cette nomination, nous disposions du plan d’affaires de la Société visée.

3.2.4 Personnes rencontrées ou contactées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

- au titre de la Société visée : Pierre Mestre, Président du Conseil d’administration et Directeur Général,
- au titre des Initiateurs : Pierre Mestre et Jean-Claude Yana,
- au titre de l’Etablissement présentateur : Cédric Pouzet,

- au titre des Commissaires aux comptes de la Société visée : Bénédicte Sabadie-Faure (associée Deloitte) et Steve Amat (associé Axiome).

3.2.5 Honoraires

Le montant de nos honoraires au titre de la présente mission s'élève à 52.500 euros hors taxes.

3.3 Evaluation de la Société visée

Conformément à la recommandation de l'AMF sur l'expertise financière indépendante du 27 juillet 2010, nous avons mis en œuvre une approche multicritères pour évaluer Orchestra, combinant l'analyse des références de valorisation disponibles et la mise en œuvre des méthodes d'évaluation usuelles.

Au préalable, nous précisons le mode de calcul des éléments communs à plusieurs références de valorisation et méthodes d'évaluation.

3.3.1 Eléments communs à plusieurs références de valorisation et méthodes d'évaluation

3.3.1.1 Endettement financier net permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

La dette financière nette ressortant des comptes consolidés d'Orchestra au 28 février 2011 s'élève à 47,8 M€. Pour calculer l'endettement financier net, ce montant a été majoré de la valeur :

- des options hors la monnaie, estimée à - 0,2 M€ sur la base du modèle Black & Scholes ;
- des instruments dérivés destinés à couvrir des approvisionnements en USD réalisés à fin février 2011, soit - 2,6 M€.

Il en ressort un endettement financier net de 50,6 M€.

Endettement financier net		
Réserves minoritaires		144
Résultat minoritaire		33
Intérêts minoritaires	A	177
Engagements de retraites		-10
Emprunts bancaires à plus d'un an		-48 743
Participation aux salariés		-171
Autres passifs financiers à long terme		-232
Emprunts bancaires à moins d'un an		-138
Passifs financiers à court terme		-8 472
Dettes financières	B	-57 766
Trésorerie et équivalents de trésorerie		9 737
Trésorerie & equiv.	C	9 737
Instruments dérivés (couvrant des opérations passées)	D	-2 584
Instruments dilutifs	E	-154
Endettement net au 28/2/2011	= A + B + C + D + E	-50 590

Source : Société

3.3.1.2 Nombre d'actions à retenir pour le calcul des valeurs par action

Les valeurs par action présentées ci-après ont été calculées sur la base de 3 605 934 actions, soit un nombre obtenu en déduisant des 3.858.369 actions émises par la Société visée au 28 février 2011 les 252.435 actions auto-détenues :

Nombre d'actions à considérer		
Nombre d'actions au 28/02/2011	A	3,858,369
Nombre d'options de souscription en circulation au 28/02/2011		314,137
- nombre d'options en dehors de la monnaie (<i>par rapport au prix de l'Offre</i>)		-314,137
Dilution provenant des bons existants	B	0
Nombre d'actions auto-détenues	C	-252,435
Nombre d'actions à considérer	= A + B + C	3,605,934

Il convient de noter que ce nombre d'actions n'intègre pas d'actions potentielles, dès lors qu'à la date de l'évaluation aucun instrument dilutif émis par la société n'était dans la monnaie.

3.3.2 Analyse des références de valorisation disponibles

3.3.2.1 Cours de bourse

La liquidité du titre Orchestra est réduite, ainsi qu'en attestent :

- un flottant limité à 24% du capital,
- un spread bid/ask moyen sur un an de près de 3%, qui est relativement élevé.

Par ailleurs, il convient de préciser que la Société a mis en place un programme de rachat d'actions dont un des objectifs affichés est la régulation du marché.

Néanmoins, le cours de bourse de la Société visée constitue une référence de valorisation incontournable devant être présentée à titre indicatif.

Dans la mesure où le communiqué de presse annonçant l'Offre est paru le 12 juillet 2011 après la clôture des marchés, nous retenons comme date de référence pour notre analyse le 12 juillet 2011.

Prime induite par le prix de l'offre (12,90€) par rapport au cours de bourse

Source : CIQ

Date de référence	12/07/2011
Prix de l'offre	6.0 €

Cours de bourse	en €	Prime induite en %
au 12 juillet 2011 (clôture)	5.28	13.6%
moyen pondéré par les volumes sur 1 mois	5.67	5.7%
moyen pondéré par les volumes sur 3 mois	5.58	7.6%
moyen pondéré par les volumes sur 6 mois	5.39	11.3%
moyen pondéré par les volumes sur 12 mois	5.15	16.6%
moyen pondéré par les volumes sur 24 mois	5.57	7.7%
le plus haut sur 12 mois	14/07/2010 6.50	-7.7%
le plus bas sur 12 mois	28/12/2010 3.90	53.8%

Le prix de l'Offre proposée extériorise une prime de 13,6% par rapport au cours de clôture du 12 juillet 2011 et des primes de 5,7% à 16,6% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 mois à 12 mois.

Ces primes, calculées au regard des cours de bourse historiques de la Société visée, doivent également être appréciées au regard du récent recul des marchés actions (l'indice CAC 40 ayant baissé de 18% entre le 12 juillet et le 23 août 2011).

3.3.2.2 Opération sur le titre intervenue le 12 juillet 2011

Le 12 juillet 2011, la Financière Mestre et Jean-Claude Yana ont acquis une participation de 5,1% d'Orchestra auprès du fonds d'investissement de droit hongkongais Grand Wish.

Le prix d'acquisition négocié à cette occasion comporte :

- un montant fixe de 6 € par action ;
- une clause d'ajustement en cas de surplus entre le prix de l'offre et ce montant fixe.

Du point de vue des actionnaires minoritaires, le prix issu de cette transaction ne présente pas un caractère décisif dès lors qu'il ne porte que sur une fraction minoritaire du capital et n'inclut donc pas de prime de contrôle.

Nous estimons néanmoins que le prix de 6€ constitue une référence de valorisation pertinente dans le cadre d'une approche multicritères, dans la mesure où il a été négocié entre des parties présumées indépendantes, bien informées et capables de négocier au mieux de leurs intérêts.

3.3.2.3 Autres opérations récentes sur le titre

Plusieurs franchissements de seuils ont eu lieu au cours des 12 derniers mois, en particulier :

- (i) Le 7 décembre 2010, date à laquelle :
 - le concert Gotlib a déclaré avoir franchi en hausse les seuils de 15%, 20% et 25% du capital et des droits de vote de la société Orchestra-Kazibao, dont il détient désormais près de 30 % du capital ;
 - la société Turenne Capital Partenaires agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion a déclaré avoir franchi en baisse le seuil de 5% du capital de la Société ;
 - Nem Invest a déclaré avoir franchi en baisse les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la Société.
- (ii) Le 1^{er} février 2011, date à laquelle Grand Wish a déclaré avoir franchi en hausse le seuil de 5% du capital de la Société.

Ces transactions ont été réalisées sur le marché à des cours variant entre 4,2 € et 5,1 € au cours des mois précédents ces deux dates.

3.3.2.4 Actif net comptable

L'actif net comptable d'Orchestra au 28/02/2011, s'élève à 54,7 M€, soit 15,16 euros par action.

En se situant à cette date, la société a mis en œuvre des tests d'impairment sur les 4 divisions de la société (Succursales, Commissionnaires et affiliés, négoce et autres réseaux). Le management de la société nous a indiqué que ce test avait été effectué par division – et non par pays – dès lors qu'un tel découpage reflète le suivi de l'activité de la société.

Afin de déterminer les valeurs d'utilité de ces divisions, la société :

- a retenu leur contribution, en termes de flux de trésorerie prévisionnels, au plan d'affaires 2011-2015 ;
- a fixé un taux d'actualisation uniforme de 9%.

Les valeurs d'utilité ainsi déterminées étant supérieures aux valeurs comptables des différentes divisions, il apparaît normal que la société n'ait pas enregistré de provision pour dépréciation au 28 février 2011.

Le taux d'actualisation de 9% utilisé résulte d'une prime de marché historique de 5,5% conformément à la recommandation de l'AMF du 27 octobre 2008. A l'instar de la pratique la plus répandue en matière d'impairment tests, il n'inclut pas de prime de risque spécifique en raison du caractère volontariste du plan d'affaires.

Un tel taux :

- est adapté à une logique de tests d'impairment menés chaque année en valeur d'utilité, selon laquelle les dépréciations irréversibles doivent traduire directement la dégradation éventuelle des plans d'affaires et non une hausse, ponctuelle et réversible des taux, telle qu'observée au cours de l'année 2008 ou de l'été 2011 ;
- n'est en revanche pas adapté à une évaluation en juste valeur dans le cadre d'une transaction ou d'une offre publique pour laquelle il convient de privilégier une prime de marché ponctuelle implicite, actuellement nettement plus élevée que les primes historiques, et de tenir compte, le cas échéant, d'une prime spécifique à raison du caractère volontariste du plan d'affaires.

Dans ces conditions, nous avons considéré que la référence à l'actif net comptable d'Orchestra au 28 février 2011 n'était pas pertinente.

3.3.3 Mise en œuvre des méthodes d'évaluation usuelles

3.3.3.1 Préambule : identification des actifs hors exploitation à ajouter à la valeur d'entreprise

- (i) *Actifs hors exploitation générant des flux futurs de trésorerie prévisionnels inclus dans le business plan du Management*

Tel est le cas :

- des reports fiscaux déficitaires, ayant donné lieu à la reconnaissance d'un actif d'impôt différé de 4,2 M€ au 28 février 2011,
- d'une créance de 5,1 M€ détenue sur la Société Financière Mestre, correspondant à une commission d'apporteur d'affaire comptabilisée en 2009 à l'occasion d'une opération immobilière ponctuelle.

- (ii) *Actif hors exploitation générant des flux futurs de trésorerie prévisionnels non inclus dans le business plan du Management*

Le seul actif de ce type que nous avons identifié est la centrale d'achat chinoise SWF, détenue à hauteur de 49,6% par Orchestra.

Cette centrale d'achat a été évaluée à 2 M€ sur la base d'un cash flow annuel de 0,25 M€ capitalisé à l'infini à l'aide des paramètres d'actualisation définis ci-dessus (un wacc de 12,4% et un taux de croissance à long terme de 1,5%).

Le Management d'Orchestra nous a confirmé que :

- la Société visée ne détenait aucun autre actif de ce type ;
- les dépôts et cautionnements versés (6,5 M€) correspondaient essentiellement à des dépôts de garantie versés dans le cadre de la location des magasins et étaient donc liés à l'exploitation.

3.3.3.2 Méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur des fonds propres d'une société :

- à partir de sa valeur d'entreprise, obtenue en faisant la somme de ses flux de trésorerie d'exploitation prévisionnels, actualisés à son coût du capital ;
- plus la valeur des actifs hors exploitation, dont les flux de trésorerie prévisionnels ne sont pas inclus dans le business plan du Management et dont la valeur ne peut donc pas être appréhendée via la méthode DCF ;
- moins l'endettement financier net.

Dès lors :

- (i) La valeur d'entreprise résultant de la méthode DCF a été majorée de la valeur de la société SWF ;
- (ii) Ce qui suit ne concerne que les modalités que nous avons retenues pour déterminer la valeur d'entreprise.

• Plan d'affaires du management (période 2011-2014)

Le plan d'affaires utilisé dans le cadre de cette expertise indépendante a été élaboré entre la fin de l'année 2010 et le début d'année 2011 dans le cadre des procédures budgétaires mises en œuvre par le management de la société.

Pour la période 2011-2014³, les hypothèses structurantes du management d'Orchestra sont :

- Une progression de 75% du chiffre d'affaires, qui devrait s'établir à 312 M€ à fin février 2015 contre 179 M€ au 28 février 2011 ;
- Une croissance progressive du taux de marge d'Ebit, qui devrait passer de moins de 1,1% à fin février 2011 à 3,3% du chiffre d'affaires à fin février 2015 ;
- Une réduction de près de 23 points du ratio d'intensité capitalistique⁴, passant de 59% à fin février de 2011 à près de 36% à fin février 2015, sous l'effet notamment de la réduction des investissements liés aux ouvertures de magasins, qui seront situés dans des zones géographiques moins onéreuses, et d'une meilleure gestion des éléments composant le Besoin en Fonds de Roulement, en particulier les stocks.

³ Par simplification, l'exercice clôturant au 29 février 2012 est désigné « d'exercice 2011 » (et ainsi de suite)

⁴ Ratio d'intensité capitalistique : somme de l'actif immobilisé et du Besoin en Fonds de Roulement (« BFR ») exprimée en pourcentage du chiffre d'affaires

Pour y parvenir, le management table sur une modification de sa stratégie, axée depuis mars 2011 sur un repositionnement dans le "haut du segment entrée de gamme". Avec la réduction des prix de vente qui accompagne cette nouvelle stratégie, le management s'attend à :

- une réduction de l'ordre de 6 points de son taux de marge brute, passant de près de 40% du chiffre d'affaires à fin février 2011 à 33% à fin février 2015 ;
- un accroissement significatif des volumes de ventes au cours des prochains exercices, permettant l'amélioration du taux de marge d'Ebit décrit ci-dessus malgré cette réduction du taux de marge brute.

La mise en œuvre de cette stratégie s'appuie sur le concept « Club » qui permet aux clients, en contrepartie d'une cotisation de 30 euros, de bénéficier, pendant les 12 mois suivant l'achat de la carte, d'une réduction de 50% sur l'ensemble de la collection. Ce concept, qui s'inspire du modèle américain *Every day low price*, a remplacé depuis cette année l'ancien système de promotions permanentes.

Selon les informations communiquées par la Société visée, les résultats du 1^{er} trimestre de l'exercice en cours font apparaître :

- une croissance du chiffre d'affaires d'Orchestra de près de 60% par rapport au 1^{er} trimestre de l'exercice précédent ;
- en revanche, une détérioration beaucoup plus forte que prévu du taux de marge brute, qui a baissé de 19 points pour s'établir à moins de 30% du chiffre d'affaires.

Ces résultats illustrent le défi que doit relever Orchestra de redresser son taux de marge d'Ebit, malgré une forte réduction de ses prix de vente, du fait de l'introduction de la carte Club.

En outre, l'activité d'Orchestra est soumise à un certain nombre d'aléas non pris en compte dans le plan d'affaires, à savoir :

- une hausse du cours du coton, impactant directement les coûts d'approvisionnement de la société,
- une hausse du cours du dollar, devise dans laquelle Orchestra règle une part importante de ses approvisionnements,
- une hausse des coûts salariaux dans les pays dans lesquels s'approvisionne le groupe,
- une baisse des perspectives de croissance en Europe.

Dès lors, nous considérons que le plan d'affaires du management est volontariste.

- **Extrapolation du plan d'affaires et flux normatif**

Nous avons extrapolé le plan d'affaires du Management sur une période de 5 ans, soit une durée paraissant raisonnable pour faire converger les flux de trésorerie futurs vers un niveau normatif.

Les principales hypothèses retenues dans ce cadre sont les suivantes :

- une convergence du taux de croissance du chiffre d'affaires en 2014, soit 7,4%, vers un taux de croissance à long terme de 1,5% ;
- une convergence du taux de marge d'Ebit vers un taux d'Ebit cible de 5%, qui paraît ambitieux au vu de l'historique de la Société (4,2% en moyenne entre 2005 et 2010) et de la moyenne de 4,5% des taux d'Ebit 2012 attendus pour les sociétés cotées du secteur textile paraissant suffisamment proches de la Société visée en termes de taille et de zones géographiques couvertes⁵ ;
- des variations annuelles de BFR calculées sur la base d'un ratio de 9,6% du chiffre d'affaires, correspondant au niveau prévu par le Management à l'horizon 2014 ;
- des investissements annuels de 4,8%, par référence au ratio 2014 tel qu'il ressort du plan d'affaires du management ;
- une convergence des amortissements vers un ratio de 4,6% du chiffre d'affaires, déterminé de telle sorte que l'investissement net normatif permette de stabiliser à long terme, le ratio actif immobilisé / chiffre d'affaires.

Ce flux normatif extériorise :

- un « ROCE » de 10,3%, qui semble élevé par rapport au ratio de 5,8 % implicitement prévu par le Management à l'horizon 2014 et au ratio de 2,8% réalisé en moyenne en 2009 et 2010 ;
- une intensité capitalistique de 32,5%, qui paraît faible par rapport au ratio de 35,9% implicitement prévu par le Management à l'horizon 2014 et au ratio moyen de 78% observé en entre 2009 et 2010.

Ainsi, les modalités que nous avons retenues pour modéliser le flux normatif sont favorables aux actionnaires minoritaires.

⁵ L'échantillon est constitué des sociétés cotées du secteur textile dont la capitalisation inférieure à 1.000 M€ et dont l'activité est principalement localisée en Europe : Adolfo Dominguez, Charles Voegelé, Damartex, Etam, French Connection, KappAhl et Vet' Affaires.

- **Taux d'actualisation**

Nous avons retenu un taux d'actualisation de 12,4% correspondant au coût moyen pondéré du capital déterminé sur la base des éléments suivants :

- Un taux sans risque de 3,3% correspondant à la moyenne 3 mois du taux de rendement de l'OAT 10 ans au 23 août 2011 ;
- Une prime de risque *Spot*⁶ de 7,8% résultant de la différence entre le taux de rentabilité attendu du marché actions de 11,1% le 23 août 2011 (source : Associés En Finance) et le taux sans risque de 3,5% ;
- Un beta « désendetté » de 1, déterminé par référence à la moyenne des betas des sociétés cotées du secteur textile⁷ ;
- Une prime spécifique de 1,5%, venant majorer le coût des fonds propres, en raison du caractère volontariste du plan d'affaires, de la petite taille de la société et de la faible liquidité du titre ;
- Un coût de la dette avant impôt de 5,9% calculé par référence à l'indice Merrill Lynch EMU Corporates, BBB rated, 7-10 Yr (moyenne sur 3 mois) ;
- Un ratio dette nette / capitaux propres de 8%, correspondant à la structure financière moyenne du secteur de référence au cours des 5 dernières années.

Compte tenu des caractéristiques de la société (endettée) et de son plan d'affaires (volontariste), la prime de risque spécifique de 1,5% constitue, de notre point de vue, un minimum qui tend à favoriser les actionnaires minoritaires.

⁶ Supérieure à la prime de risque historique de 5,5% retenue dans le cadre des impairment tests.

⁷ Le bêta désendetté et le gearing sectoriel ont été estimés à partir de l'échantillon de sociétés comparables retenu par ailleurs pour la mise en œuvre des comparaisons boursières.

- **Résultats de la méthode DCF**

Sur la base des hypothèses et paramètres présentés ci-avant, il ressort une valeur centrale de la Société visée de 5,5 euros par action.

Le tableau ci-après fait ressortir la sensibilité de cette valeur à une variation de +/- 0,25 point du taux de marge d'Ebit normatif et du taux d'actualisation (« k ») :

Valeur par action en €		Taux de marge d'Ebit normatif				
		4,50%	4,75%	5,00%	5,25%	5,50%
k	11,9%	4,9	5,8	6,7	7,6	8,4
	12,2%	4,4	5,2	6,1	6,9	7,8
	12,4%	3,9	4,7	5,5	6,4	7,2
	12,7%	3,4	4,2	5,0	5,8	6,6
	12,9%	3,0	3,7	4,5	5,3	6,0

Sur la base de cette table de sensibilité, nous concluons à une valeur DCF d'Orchestra comprise entre **4,7 euros** et **6,4 euros** par action, avec une valeur centrale de **5,5 euros par action**.

3.3.3.3. Multiples boursiers

Cette méthode consiste à déterminer la valeur des fonds propres d'une société:

- à partir de sa valeur d'entreprise obtenue en en appliquant les multiples boursiers constatés pour un échantillon de référence de sociétés cotées comparables ;
- moins l'endettement financier net,
- plus la valeur des actifs hors exploitation

- **Sociétés composant l'échantillon de référence**

Les sociétés les plus proches d'Orchestra en termes d'activité et de taille – à savoir Du Pareil Au Même, Okaïdi, Petit Bateau, Tape à l'œil, ...spécialisées dans le textile à destination des enfants – ne sont pas cotées.

Dès lors, dans notre analyse, nous avons inclus des sociétés cotées du secteur du prêt à porter, évoluant principalement en Europe et dont la capitalisation boursière est inférieure à 1000 M€ : Adolfo Dominguez, Charles Voegle, Damartex, Etam, French Connection, KappAhl et Vet' Affaires.

- **Multiples retenus**

Nous avons utilisé des multiples d'Ebitda 2011 et 2012 prévisionnels retraités des coûts de développement des collections de l'année⁸.

Ce multiple a été retenu bien qu'il nécessite un retraitement des données prévisionnelles d'Orchestra. Il est en effet apparu être le seul possible, dans la mesure où :

- Les agrégats d'Ebit prévisionnels 2011 et 2012 d'Orchestra étant faibles, l'application des multiples d'Ebit médians des sociétés de référence conduiraient à des valeurs d'entreprise très basses et donc à des valeurs de capitaux propres négatives ;
- L'utilisation de multiples de chiffre d'affaires moyens conduirait à surévaluer la valeur d'entreprise de la Société visée, dans la mesure où son taux marge opérationnelle moyen 2011 et 2012 est inférieur à celui des sociétés cotées de référence ;

Par ailleurs, l'utilisation d'un multiple de chiffre d'affaires ajusté du taux de marge ⁹ est également apparue inopérante au cas d'espèce, dès lors que le taux de marge d'Ebit 2011 et 2012 de la Société visée conduit à un multiple de chiffre d'affaires ajusté très faible.

- **Résultats de la méthode**

Echantillon retenu	EV / Ebitda	
	2011	2012
Adolfo Dominguez	6,7x	4,9x
Charles Voegelé	5,5x	4,4x
Damartex	3,9x	4,0x
Etam Développement	3,7x	3,4x
French Connection	4,1x	3,6x
KappAhl AB	9,1x	7,0x
Vet'Affaires	3,3x	2,6x
Moyenne	5,2x	4,3x
Médiane	4,1x	4,0x

⁸ Ces coûts de développement, de l'ordre de 4 M€ en 2011 et 2012, sont immobilisés par Orchestra puis amortis sous l'Ebitda au cours de l'exercice suivant (méthode comptable non appliquée par les sociétés de référence)

⁹ A l'aide d'une corrélation entre le multiple de chiffre d'affaires et l'Ebit

	2011	2012
Ebitda prévisionnel	16 973	19 112
Coûts de développement	4 034	4 034
Ebitda retraité	12 939	15 078
Multiple médian	4,1x	4,0x
Valeur d'entreprise	53,3	60,0
Endettement financier net	-50,6	-50,6
Actifs hors exploitation	7,1	7,1
Valeur des capitaux propres	9,8	16,5
# d'actions	3,6	3,6
En euros / action	2,7	4,6
Prime induite par Offre	120,4%	30,8%

Sur la base des capitalisations boursières moyennes des sociétés de référence au cours de la période allant du 12 juin au 12 juillet 2011, cette méthode conduit à une valeur des actifs d'exploitation comprise entre de 53,3 M€ et 60 M€.

Il en résulte une valeur des fonds propres comprise entre 9,8 M€ et 16,5 M€, soit une fourchette obtenue en :

- majorant la valeur multiples des actifs hors exploitation décrits au § 3.3.3.1 du présent rapport (soit 7,1 M€)¹⁰ ;
- la réduisant de l'endettement financier net de la société au 28 février 2011, soit 50,6 M€

Compte tenu du nombre d'actions pris en compte, il en résulte une valeur par action d'Orchestra comprise entre 2,7 € (multiple médian 2011) et 4,6 € (multiple médian 2012).

3.3.3.4 Actif net réévalué

Cette méthode consiste à réévaluer les Unités Génératrices de Trésorerie (« UGT ») composant le bilan consolidé d'Orchestra.

Dans la mesure où, par définition, la somme des UGT d'Orchestra correspond à ses actifs d'exploitation, leur réévaluation a de fait été réalisée dans le cadre de l'évaluation globale de la Société visée.

Sur la base du modèle DCF décrit au § 3.3.3.2, l'actif net réévalué d'Orchestra par action ainsi défini est compris entre 4,5 € et 6,2 €.

¹⁰ A l'exception des impôts différés actifs dans la mesure où plusieurs sociétés de l'échantillon de référence disposent également de déficits reportables significatifs.

3.3.3.5 Méthodes d'évaluation écartées

3.3.3.5.1 Transactions comparables

Nous avons identifié les 2 transactions récentes suivantes, portant sur des sociétés du secteur textile et dont la capitalisation boursière est inférieure à 1000 M€.

- (i) Offre publique de rachat d'actions initiée en mai 2009 sur les titres de la société Vet Affaires en vue de la réduction de son capital.

Cette transaction fait ressortir un multiple Valeur d'Entreprise / Ebitda de 2,3x, conduisant à une valeur des actions Orchestra négative. Elle a donc été écartée.

- (ii) Offre publique de rachat d'actions Etam de juin 2010.

Cette transaction n'apparaît pas pertinente dans la mesure où nous considérons qu'Etam et Orchestra présentent des différences importantes, la première réalisant une part significative de son activité dans la lingerie et disposant d'une forte implantation en Chine.

A titre indicatif, cette transaction fait ressortir un multiple Valeur d'Entreprise / Ebitda de 4,8, conduisant à une valeur de l'action Orchestra de 5,2 €.

3.3.3.5.2 Actualisation des dividendes

En l'absence de politique de distribution de dividendes prévisible, cette méthode n'a pas été mise en œuvre.

3.3.4 Synthèse des valeurs déterminées par l'expert

Les références et valeurs qui résultent de nos travaux sont récapitulées dans le tableau suivant :

	GT		Prime induite (*)	
	Min	Max	(en %)	
Prix d'Offre	6,00			
<u>Référence de valorisation</u>				
Cours de bourse	5,1	5,7	16,6%	5,7%
Transaction récente sur le capital	6,00		0,0%	
Autres transactions récentes	4,2	5,1	42,9%	17,6%
<u>Méthode d'évaluation</u>				
DCF	4,7	6,4	27,1%	-5,6%
Multiple boursier	2,7	4,6	120,4%	30,8%
Transactions comparables	na		na	

Sur ces bases, nous concluons à une valeur par action d'Orchestra comprise entre 4,7 € et 6,4 €, correspondant à la fourchette de valeurs DCF que nous privilégions. Celle-ci est confortée par la méthode des multiples boursiers et les références de valorisation retenues.

3.4 Analyse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre

Nous avons pris connaissance des éléments d'appréciation de l'Offre, qui figurent à la partie 2 de la note d'information du 1^{er} août 2011 présentée par Arkeon Finance et qui ont été modifiés le 26 août 2011, puis remodifiés le 9 septembre 2011.

Le tableau ci-après récapitule ces éléments d'appréciation modifiés présentés par Arkeon Finance en qualité d'Etablissement présentateur, comparés aux valeurs que nous avons déterminées en qualité d'Expert indépendant :

Références et méthodes	Etablissement Présentateur <i>Valeurs centrales</i>	Expert Indépendant <i>Valeurs centrales</i>	Ecart Valeurs centrales <i>(avant arrondis)</i>
Références de valorisation			
Cours de bourse	5,4	5,4	0,1
Transaction récente sur le capital	6,0	6,0	0,0
Autres transactions récentes	non retenu	4,2 - 5,1	na
Méthodes d'évaluation			
DCF	4,2	5,5	1,3
Multiples boursiers (Ebitda)	3,4	3,7	0,2
Multiples boursiers (PER)	5,6	non retenu	na
Transactions comparables	1,6	non retenu	na

Ce tableau appelle les commentaires suivants :

3.4.1 Référence non retenue par l'établissement présentateur : autres transactions récentes

Les motifs pour écarter cette référence ne sont pas exposés dans la note d'information.

3.4.2 Méthodes non retenues par l'expert indépendant

3.4.2.1 Multiple PER

Arkeon Finance a retenu les multiples de PER que nous avons préféré écarter dans la mesure où la structure financière de la Société visée (endettée) était trop éloignée de celle des sociétés composant l'échantillon de référence (peu endettées). A notre avis, l'utilisation des PER au cas d'espèce revient à évaluer les fonds propres d'Orchestra sans tenir compte du risque supplémentaire lié à son endettement.

3.4.2.2 Transactions comparables

Les motifs pour écarter cette méthode ont été exposés au § 3.3.3.5.1.

3.4.3 Ecarts sur les méthodes retenues

3.4.3.1 DCF

L'écart de +1,3 € entre notre valeur centrale (5,5 € par action) et celle d'ARKEON Finance (4,2 €) peut être rationalisé comme suit :

- (i) A hauteur de + 0,4 € par action, en raison d'une différence de calcul de l'endettement financier net

Dans son calcul, l'Etablissement présentateur a tenu compte de l'intégralité de la perte, au 28 février 2011, sur les instruments dérivés de couverture de change, soit 3,9 M€.

Pour notre part, nous avons considéré :

- que le résultat final sur les instruments dérivés couvrant des opérations d'approvisionnements prospectives au 28 février 2011 serait nécessairement compensé par un résultat de sens inverse sur les opérations d'approvisionnements ;
- qu'il convenait dès lors de tenir compte des seules pertes liées à des opérations d'approvisionnement réalisées au 28 février 2011, soit 2,6 M€.

- (ii) A hauteur de près de + 1 € par action, par la différence sur les paramètres d'extrapolation du plan d'affaires et de détermination du flux normatif

L'Etablissement présentateur a fondé son paramétrage de l'extrapolation du plan d'affaires et de la détermination du flux normatif sur :

- a. la poursuite à long terme de la stratégie de la société basée sur une croissance des volumes vendus à l'aide de prix faibles, d'où il résulte une croissance du chiffre d'affaires de 50% au titre de la période 2016-2021,
- b. la limitation à 4% du taux de taux de marge d'Ebit normatif en 2021, soit un niveau inférieur au secteur (4,5% en 2012 selon les prévisions des analystes)

De manière plus académique, nous avons fait converger :

- le taux de croissance 2015 de 7,5% vers le taux de croissance à long terme de 1,5%, d'où il résulte une croissance du chiffre d'affaires de 23% au titre de la période 2016-2021;
- le taux de marge d'Ebit vers un niveau proche (voire supérieur) de la moyenne des sociétés comparables, soit 5% en 2020.

3.4.3.2 Multiple d'EBITDA

Les écarts entre nos valeurs et celles d'Arkeon Finance s'expliquent essentiellement par les différences sur les échantillons retenus (nous retenons deux sociétés de plus qu'Arkeon, à savoir French Connection et Kappahl) et sur les dates d'extraction des capitalisations boursières et des prévisions des analystes.

3.5 Attestation d'équité

En conclusion de nos travaux, il apparaît que le prix proposé de 6 € :

- correspond au prix d'une transaction récente sur 5% du capital, qui résulte d'une négociation entre des parties sachantes et indépendantes ;
- s'inscrit en haut de l'intervalle de valeurs (4,7 € à 6,4 € par action) que nous avons déterminées à l'aide de la méthode DCF ;
- est supérieur aux valeurs obtenues par la méthode des comparaisons boursières (2,7 € à 4,6 € par action) dont il convient de rappeler qu'elle a été mise en œuvre à partir d'un plan d'affaires volontariste et des paramètres d'extrapolation ambitieux ;
- n'est pas remis en cause par la référence de valorisation que constitue l'actif net comptable (15,1€ par action), dont les divisions sont évaluées dans un logique spécifique aux impairment test justifiant, à notre avis, l'utilisation de taux d'actualisation plus bas (9%) que celui que nous avons retenu pour mettre en œuvre la méthode DCF (12,4%) ;
- est dès lors équitable pour les actionnaires d'Orchestra-Kazibao.

Paris, le 12 septembre 2011

L'Expert indépendant
Grant Thornton

Jean-Pierre Colle
Associé

Philippe Leduc
Associé technique

4. CLAUSES D'ACCORD SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

A l'exception du contrat de cession décrit ci-dessous, la Société n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir un impact sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

Aux termes d'un contrat de cession conclu le 12 juillet 2011 entre les sociétés GRAND WISH Limited, Financière MESTRE et M. Jean-Claude YANA :

- La société Financière MESTRE a acquis, le 12 juillet 2011, 146.836 actions de la société ORCHESTRA-KAZIBAO (soit 3,81 % du capital) auprès de la société GRAND WISH Limited, portant ainsi sa participation de 26,26 % à 30,07 % du capital et des droits de vote de ORCHESTRA-KAZIBAO ;
- Simultanément, M. Jean-Claude YANA a fait l'acquisition de 50.000 actions ORCHESTRA-KAZIBAO (soit 1,30 % du capital) auprès du même cédant et a porté sa participation de 0,13 % à 1,42 % du capital et des droits de vote de ORCHESTRA-KAZIBAO.

Ces acquisitions ont été faites au prix de 6€ par action.

Il est à noter cependant que le contrat de cession d'actions prévoit à l'article 4 un droit de suite. Il est détaillé à la section 1.1.2 ci-dessus.

5. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

5.1 Structure du capital de ORCHESTRA-KAZIBAO

Le tableau ci-dessous présente, au 13 juillet 2011, le nombre d'actions et le pourcentage de capital et de droits de vote détenus par les actionnaires connus de la Société

Au 13 juillet 2011					
Catégorie d'actionnaires	Classification	Nombre d'actions et équivalent	Nombre d'actions en %	Nombre de droits de vote	Nombre de droits de vote en %
Pierre Mestre	Concert Groupe familial Mestre	1 273	0,03%	1 273	0,03%
Chantal Mestre		10	0,00%	10	0,00%
Financière Mestre sarl		1 160 153	30,07%	1 160 153	30,07%
IMM BE GE KG		27 084	0,70%	27 084	0,70%
Jean-Claude YANA		54 914	1,42%	54 914	1,42%
Sous-total Concert Groupe Familial MESTRE		1 243 434	32,23%	1 243 434	32,23%
Marcel Gotlib	Concert Gotlib	60 326	1,56%	60 326	1,56%
Charles Gotlib		60 326	1,56%	60 326	1,56%
William Gotlib		60 326	1,56%	60 326	1,56%
Batia Grinwald		60 326	1,56%	60 326	1,56%
Magogest CVA		182 050	4,72%	182 050	4,72%
Chargogest CVA		182 051	4,72%	182 051	4,72%
Wigogest CVA		182 050	4,72%	182 050	4,72%
Bagogest CVA		182 050	4,72%	182 050	4,72%
Vegotex International NV		126 548	3,28%	126 548	3,28%
Gestico BVBA		60 000	1,56%	60 000	1,56%
Sous-total Concert GOTLIB		1 156 053	29,96%	1 156 053	29,96%
SCR CL CAPITAL INVEST		174 101	4,51%	174 101	4,51%
FCP Découvertes		114 712	2,97%	114 712	2,97%
SORIDEC SA		79 546	2,06%	79 546	2,06%
FCPI OTC INNOVATION 3		64 796	1,68%	64 796	1,68%
Autres investisseurs		93 162	2,41%	93 162	2,41%
DIVERS ACTIONNAIRES	Flottant	692 414	17,95%	692 414	17,95%
Sous-Total actions visées par l'Offre		1 044 630	27,07%	1 044 630	27,07%
Orchestra	Auto détention	240 151	6,22%	240 151	6,22%
Total actionnaires		3 858 369	100,00%	3 858 369	100,00%

5.2 Restrictions statutaires ou conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portées à la connaissance de ORCHESTRA-KAZIBAO

Les statuts de la Société ne contiennent aucune restriction à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ORCHESTRA-KAZIBAO, sous réserve des dispositions relatives aux franchissements de seuils.

Il n'a été porté à la connaissance de la Société (en vertu des dispositions de l'article L. 233-11 du Code de commerce) aucun autre accord stipulant des restrictions à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ORCHESTRA-KAZIBAO.

5.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de ORCHESTRA-KAZIBAO dont la Société a connaissance

A la connaissance de la Société, au 13 juillet 2011, le capital social de la Société a été réparti ainsi qu'il est indiqué au § 5.1 ci-dessus.

5.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux

Aucun titre émis par la Société ne comporte de droit de contrôle spécial.

5.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

Il n'existe pas de mécanisme de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel avec des droits de contrôle qui ne sont pas exercés par ce dernier.

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

Le contrat de crédit multidevises à terme et renouvelable d'un montant de 114.250.000 € conclu par la Société pourrait prendre fin en cas de changement de contrôle de la Société.

Le « changement de contrôle » désigne ici soit le fait qu'une personne ou un groupe de personnes (autre que la Famille Mestre) agissant de concert acquiert le contrôle direct ou indirect (au sens de

l'article L. 233-3 du Code de commerce) de l'Emprunteur ; soit le fait que M. Pierre Mestre ne soit plus le représentant légal de l'Emprunteur ou le président du conseil de surveillance le cas échéant.

A la connaissance de la Société, l'Offre n'entraîne pas de modifications du crédit syndiqué par ORCHESTRA-KAZIBAO pouvant porter atteinte aux intérêts de la Société.

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

5.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs

Les règles de nomination et de révocation des membres du Conseil d'administration sont les règles légales et celles statutaires prévues à l'article 14 des statuts.

5.7.2 Règles applicables aux modifications de statuts

La modification des statuts de la Société se fait conformément aux dispositions légales et réglementaires.

5.8 Pouvoirs du Conseil d'administration en particulier en matière d'émission d'actions

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Conseil d'administration dispose de délégations en vue de l'émission de titres de capital, qui lui ont été conférées par l'assemblée générale des actionnaires de la Société réunie le 13 juillet 2011.

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

Néant.

6. NOMBRE D' ACTIONS DETENUES DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT PAR LA SOCIETE ORCHESTRA-KAZIBAO ET NOMBRE D' ACTIONS QU'ELLE PEUT DETENIR DE SA PROPRES INITIATIVE

A la date de la présente note en réponse, la Société possède 240.151 Actions autodétenues.

Conformément à l'avis motivé du Conseil d'administration en date du 29 juillet 2011, la Société a fait part de son intention de ne pas apporter à l'Offre les Actions qu'elle détient en propre.

7. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'APPORTER OU NON LEURS ACTIONS A L'OFFRE

Les membres du Conseil d'administration n'apporteront pas leurs actions à l'Offre.

En effet, d'une part, les titres détenus par M. Pierre MESTRE et Mme Chantal MESTRE ne sont pas concernés par l'Offre ; d'autre part, M. Marcel GOTLIB et M. Charles GOTLIB, via le concert GOTLIB, ont signé un engagement de non apport le 12 juillet 2011.

8. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION

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

Le 22 septembre 2011,

Pierre MESTRE

Président Directeur Général