

PROJET DE NOTE

PRESENTEE PAR LA SOCIETE



EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

INITIEE PAR

F&B Group

PRESENTEE PAR

CM=CIC Securities

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE MAESA

Avis important

En application des articles L. 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, l'avis du cabinet Bellot Mullenbach & Associés, représenté par Monsieur Pierre Béal, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'AMF) le 14 octobre 2011, conformément aux dispositions des articles 231-9 et 231-26 de son Règlement général.

LE PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

Le présent projet de note en réponse est disponible sur le site Internet de la société Maesa (www.maesa.com) ainsi que sur celui de l'AMF (www.amf-france.org). Des exemplaires du présent projet de note en réponse sont également disponibles sans frais sur simple demande auprès de :

Maesa

15, rue Pasteur -92300 Levallois-Perret

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, il est précisé que les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la société Maesa seront déposées auprès de l'AMF. Ces informations feront l'objet d'un document spécifique établi par Maesa et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique.

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

TABLE DES MATIÈRES

	Page
1. Présentation de l'Offre	3
2. Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.....	9
3. Rapport de l'expert indépendant	17
4. Avis motivé du Conseil d'administration de la Société	46
5. Intention des membres du Conseil d'administration.....	48
6. Informations concernant Maesa	49
7. Nombre d'actions détenues directement ou indirectement par Maesa et nombre d'actions qu'elle peut detenir a sa propre initiative.....	55
8. Modalités de mise à disposition des informations mentionnées à l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF.....	55
9. Personnes assumant la responsabilité de la note en réponse	55

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1. Description de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 235-2 et suivants du Règlement général de l'AMF, F&B Group, société par actions simplifiée au capital de 30 705 324 euros, dont le siège social est situé 15, rue Pasteur, 92300 Levallois Perret, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 535 140 495 (**F&B Group** ou **l'Initiateur**), a proposé, de manière irrévocable, aux actionnaires de Maesa, société anonyme au capital de 307.759,30 euros, dont le siège social est situé 15, rue Pasteur, 92300 Levallois Perret, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 413 027 517 (**Maesa** ou la **Société**) et dont les actions ordinaires sont admises aux négociations sur le marché Alternext de NYSE-Euronext Paris sous le code ISIN FR0010288894, d'acquérir la totalité de leurs actions Maesa (les **Actions Maesa**) que l'Initiateur ne détient pas, au prix unitaire de 13 euros par Action Maesa, dans les conditions décrites ci-après (**l'Offre**).

L'Offre fait suite à :

- (i) l'apport à l'Initiateur par les associés fondateurs de la Société¹ (les **Associés Fondateurs**), le 11 octobre 2011, de l'intégralité des Actions Maesa qu'ils détenaient, soit 1.936.240 Actions Maesa, représentant à cette date 62,92 % du capital et 76,29 % des droits de vote de la Société (**l'Apport des Associés Fondateurs**) ;
- (ii) l'apport à l'Initiateur par certains managers de la Société² (les **Managers**), le 11 octobre 2011, de l'intégralité des Actions Maesa qu'ils détenaient, soit un total de 313.912 Actions Maesa, représentant à cette date 10,20 % du capital et 6,26 % des droits de vote de la Société (**l'Apport des Managers**) ; et
- (iii) l'apport à l'Initiateur par un groupe d'actionnaires de la Société composé de membres de la famille des Associés Fondateurs et de cadres, anciens ou actuels, de la Société³ (les **Autres Apporteurs**), le 11 octobre 2011, de l'intégralité des Actions Maesa qu'ils détenaient, soit un total de 122.181 Actions Maesa, représentant à cette date 3,97 % du capital et 3,07 % des droits de vote de la Société (**l'Apport des Autres Apporteurs**).

¹ A savoir : (i) Monsieur Julien Saada, apportant 957.693 Actions Maesa, représentant à cette date 31,12 % du capital et 37,78 % des droits de vote de la Société, et (ii) Monsieur Grégory Mager, apportant 978.547 Actions Maesa, représentant à cette date 31,80 % du capital et 38,51 % des droits de vote de la Société.

² A savoir : (i) Monsieur Sean Brosmith, apportant 108.345 Actions Maesa, représentant à cette date 3,52 % du capital et 2,16 % des droits de vote de la Société, (ii) Monsieur Scott Oshry, apportant 108.345 Actions Maesa, représentant à cette date 3,52 % du capital et 2,16 % des droits de vote de la Société, (iii) Monsieur Scott Kestenbaum, apportant 25.492 Actions Maesa, représentant à cette date 0,83 % du capital et 0,51 % des droits de vote de la Société, et (iv) Madame Jill Belasco, apportant 71.730 Actions Maesa, représentant à cette date 2,33 % du capital et 1,43 % des droits de vote de la Société.

³ A savoir : (i) Monsieur Robert Mager, apportant 6.490 Actions Maesa, représentant à cette date 0,21 % du capital et 0,13 % des droits de vote de la Société, (ii) Madame Lisa Saada, apportant 21.508 Actions Maesa, représentant à cette date 0,70 % du capital et 0,84 % des droits de vote de la Société, (iii) Madame Martine Mager, apportant 9.968 Actions Maesa qu'elle détenait, représentant à cette date 0,32 % du capital et 0,20 % des droits de vote de la Société, (iv) Monsieur Tom Butkiewicz, apportant 36.615 Actions Maesa, représentant à cette date 1,19 % du capital et 0,73 % des droits de vote de la Société, (v) Monsieur Howard Sherman, apportant 36.615 Actions Maesa, représentant à cette date 1,19 % du capital et 0,73 % des droits de vote de la Société, et (vi) Monsieur Paul Houlsby, apportant 10.985 Actions Maesa, représentant à cette date 0,36 % du capital et 0,44 % des droits de vote de la Société.

A l'issue des opérations d'apport visées ci-dessus, F&B Group détenait 77,08 % du capital et 76,68 % des droits de vote (après suppression des droits de vote double attachés aux Actions Maesa apportées) de la Société (le **Bloc de Contrôle**). L'Offre revêt donc un caractère obligatoire en application des articles 234-2 et 235-2 du Règlement général de l'AMF.

CM-CIC Securities (**CM-CIC Securities**), en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, a déposé le projet d'Offre et un projet de note d'information auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur le 14 octobre 2011. CM-CIC Securities garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 I du Règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article 233-7 du Code de commerce, l'Initiateur a déclaré par courrier en date du 14 octobre 2011, à l'AMF, avoir franchi en hausse le seuil légal de 50% du capital et des droits de vote de Maesa, dans le cadre de l'apport du Bloc de Contrôle à l'Initiateur. Cette déclaration fera l'objet d'un avis publié par l'AMF.

L'Offre vise la totalité des Actions Maesa en circulation et non détenues par l'Initiateur à la date de dépôt de l'Offre, à l'exclusion des Actions Maesa auto-détenues par la Société dans le cadre du Programme d'Attribution Gratuite d'Actions et du Contrat de Liquidité, des Actions Gratuites et des Actions Susceptibles de Résulter de la Conversion des Obligations Convertibles (tels que ces termes sont définis ci-après). Ainsi, l'Offre vise, sur la base du capital social de la Société à la date du dépôt de l'Offre, 687.050 Actions Maesa.

Ainsi, l'Offre ne porte pas sur :

- (i) les 18.210 Actions Maesa auto-détenues par la Société dans le cadre :
 - du programme d'attribution gratuite d'actions décidé par une assemblée générale de la Société en date du 4 mai 2010 (le **Programme d'Attribution Gratuite d'Actions**), soit 16.200 Actions Maesa ; et
 - du contrat de liquidité conclu avec Aurel BGC le 15 février 2010 (le **Contrat de Liquidité**), soit 2.010 Actions Maesa ;
- (ii) les 260.640 actions gratuites attribuées aux Managers dans le cadre du Programme d'Attribution Gratuite d'Actions, non encore émises, et dont ni la période d'acquisition ni la période de conservation n'auront expiré à la date de clôture de l'Offre (les **Actions Gratuites**) ; et
- (iii) les 136.364 obligations convertibles en actions émises par le Conseil d'administration de la Société le 29 décembre 2008 (les **Obligations Convertibles Maesa**), ainsi que sur les 136.364 actions susceptibles en principe de résulter de la conversion des Obligations Convertibles Maesa (les **Actions Susceptibles de Résulter de la Conversion des Obligations Convertibles**), lesquelles ont fait l'objet le 11 octobre 2011, de la part de leurs titulaires, les fonds communs de placement à risques UFF Innovation 6 et CAP Innovation 2007, d'un engagement irrévocable (i) de conservation et de non-conversion jusqu'à l'expiration de l'Offre et de l'éventuelle procédure de retrait obligatoire et (ii) de non-apport à l'Offre et à l'éventuelle procédure de retrait obligatoire.

Les Actions Gratuites attribuées par Maesa aux Managers ne pourront effectivement pas être apportées à l'Offre. En effet ces Actions Gratuites, encore non émises par la Société, ont été attribuées à leurs bénéficiaires depuis moins de deux ans. En application des articles L.225-197-1 et suivants du Code de Commerce et conformément aux dispositions du Programme d'Attribution Gratuite d'Actions, leur attribution ne deviendra définitive qu'à l'issue d'une période d'acquisition ne pouvant être inférieure à deux (2) ans. Dans l'hypothèse où certaines

Actions Gratuites seraient attribuées définitivement et deviendraient cessibles par anticipation en application des articles L.225-197-1 et suivants du Code de Commerce (cause de décès ou d'invalidité du bénéficiaire) pendant la durée de l'Offre, ces Actions Gratuites pourraient alors être apportées à l'Offre.

Il est précisé à cet égard qu'en vertu d'accords conclus le 11 octobre 2011, les Associés Fondateurs se sont engagés à l'égard de Sean Brosmith, Scott Oshry et Scott Kestenbaum à convoquer une assemblée générale des associés de Maesa en vue de soumettre à leur vote la réduction de la durée de la période d'acquisition des Actions Gratuites attribuées à Sean Brosmith, Scott Oshry et Scott Kestenbaum à deux (2) ans, expirant ainsi le 11 mai 2012 pour Sean Brosmith et Scott Oshry et le 30 novembre 2012 pour Scott Kestenbaum. Par ailleurs, les Managers se sont engagés, à l'issue de leurs périodes d'acquisition respectives, à apporter leurs Actions Gratuites à l'Initiateur, sur la base d'une valeur de chaque Action Gratuite acquise égale au prix par Action Maesa de la présente Offre.

La durée de l'Offre sera de 15 jours de négociation.

Conformément aux dispositions d'une part de l'article 235-4 et d'autre part de l'article 237-14 du Règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai maximum de trois (3) mois à l'issue de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire par transfert des Actions Maesa qui ne lui appartiennent pas et qui n'auraient pas été présentées à l'Offre, à condition qu'elles ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société.

En cas de retrait obligatoire, il est prévu que les Actions Maesa qui n'auraient pas été présentées à l'Offre, à l'exception des Actions Maesa détenues par l'Initiateur, seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation de leur détenteur pour un montant identique au prix de l'Offre, soit 13 euros par Action Maesa. Les Actions Maesa seront radiées du marché Alternext le jour de négociation suivant la mise en œuvre du retrait obligatoire.

En outre, l'Initiateur se réserve la faculté, dans l'hypothèse où il viendrait à détenir ultérieurement, directement ou indirectement, au moins 95% du capital et des droits de vote de Maesa, et où un retrait obligatoire n'aurait pas été mis en œuvre dans les conditions visées ci-avant, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions Maesa qui ne seront pas détenues directement ou indirectement par lui, dans les conditions des articles 235-4 et suivants et 237-14 et suivants du Règlement général de l'AMF.

1.2. Contexte de l'Offre

Les Associés Fondateurs se sont rapprochés des fonds d'investissement Partenariat & Innovation 2 FCPI, Partenariat & Innovation 3 FCPI et Partenariat & Innovation 4 FCPI, gérés par la société de gestion Edmond de Rothschild Investment Partners, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 47, rue du Faubourg Saint Honoré, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 444 071 989 (***l'Investisseur Financier***) afin de soutenir le développement stratégique de la Société.

En outre, Monsieur Robert Mager (***Robert Mager*** et, ensemble avec l'Investisseur Financier, les ***Investisseurs***), Lisa Saada, Martine Mager, Tom Butkiewicz, Howard Sherman, Paul Houlby et les Managers étaient également approchés par les Associés Fondateurs afin de participer au soutien du développement stratégique de la Société.

Dans ce contexte, (i) chacun des Associés Fondateurs, des Managers et des Autres Apporteurs ont conclu, le 11 octobre 2011, un traité d'apport en nature de leurs Actions Maesa (les ***Traités d'Apport***), (ii) un protocole d'investissement a été conclu le 11 octobre 2011 (le ***Protocole***

d'Investissement) entre les Associés Fondateurs et l'Investisseur Financier, (iii) des accords distincts ont été conclus entre les Associés Fondateurs, l'Investisseur Financier et chacun des Managers (les **Accords Managers**) et (iv) un accord a été conclu les 11 et 12 octobre 2011 entre les Associés Fondateurs et Robert Mager (l'**Accord Robert Mager** et avec les Traités d'Apport, les Accords Managers et le Protocole d'Investissement, les **Protocoles d'Investissement**), aux termes desquels :

- (i) les Associés Fondateurs se sont notamment engagés à réaliser l'Apport des Associés Fondateurs ;
- (ii) les Managers se sont notamment engagés à réaliser l'Apport des Managers ;
- (iii) les Autres Apporteurs se sont notamment engagés à réaliser l'Apport des Autres Apporteurs ;
- (iv) les Associés Fondateurs se sont notamment engagés à consentir à l'Initiateur une avance en compte courant d'un montant total de 432.000 euros⁴, laquelle devra être convertie en tout ou en partie en actions de l'Initiateur (les **Actions F&B Group**) ;
- (v) l'Investisseur Financier s'est notamment engagé à consentir à l'Initiateur une avance en compte courant d'un montant de 6.677.800 euros, laquelle portera intérêt à un taux annuel de 2,5 %, et devra être convertie en tout ou en partie en Actions F&B Group et en obligations convertibles en Actions F&B Group à l'issue de l'Offre (les **Obligations Convertibles F&B Group**) ;
- (vi) certains Managers se sont notamment engagés à consentir à l'Initiateur une avance en compte courant d'un montant total de 1.340.000 euros⁵, laquelle devra être convertie en tout ou en partie en Actions F&B Group et dont le solde sera remboursé au plus tard le 12 octobre 2016 et portera intérêt à un taux annuel de 4% payable annuellement, assorti d'une prime de non-conversion de 11 % capitalisé ; et
- (vii) Monsieur Robert Mager s'est notamment engagé à (a) souscrire à une augmentation de capital en numéraire de F&B Group d'un montant total de 104.000 euros, par voie d'émission de 103.195 Actions F&B Group d'un euro de valeur nominale chacune, assortie d'une prime d'émission et (b) consentir à l'Initiateur une avance en compte courant, d'un montant de 687.850 euros, qui sera remboursée au plus tard le 12 octobre 2016 et qui portera intérêt à un taux annuel de 4% payable annuellement, assorti d'une prime de non-remboursement de 11 % capitalisé.

A l'issue de l'Apport des Associés Fondateurs, de l'Apport des Managers et de l'Apport des Autres Apporteurs intervenus le 11 octobre 2011, l'Initiateur détenait donc un total de 2.372.333 Actions Maesa, représentant à cette date 77,08 % du capital et 76,68 % des droits de vote (après suppression des droits de vote double attachés aux Actions Maesa apportées) de la Société.

En rémunération de l'apport du Bloc de Contrôle, l'Initiateur a émis au profit des apporteurs un nombre total de 30.601.629 Actions F&B Group ordinaires, d'un (1) euro de valeur nominale

⁴ Répartis de la façon suivante entre les Associés Fondateurs : 216.000 euros pour Monsieur Julien Saada et 216.000 euros pour Monsieur Grégory Mager.

⁵ Répartis de la façon suivante entre les Managers : 600.000 euros pour Monsieur Sean Brosmith, 600.000 euros pour Monsieur Scott Oshry et 140.000 pour Monsieur Scott Kestenbaum.

chacune. Ainsi, à la suite de (i) l'augmentation de capital en numéraire de 104.000 euros souscrite par Robert Mager, (ii) l'apport du Bloc de Contrôle, et (iii) la cession de trois Actions F&B Group par Julien Saada à l'Investisseur Financier, le capital social et les droits de vote de l'Initiateur étaient répartis comme suit :

	Répartition des Actions F&B Group		Répartition des droits de vote de F&B Group	
	Nombre	%	Nombre	%
Julien Saada	12.354.146	40,23	12.354.146	40,23
Grégory Mager	12.622.654	41,11	12.622.654	41,11
Robert Mager	186.912	0,61	186.912	0,61
Lisa Saada	277.440	0,90	277.440	0,90
Martine Mager	128.581	0,42	128.581	0,42
Tom Butkiewicz	472.310	1,54	472.310	1,54
Howard Sherman	472.310	1,54	472.310	1,54
Paul Houlsby	141.699	0,46	141.699	0,46
Sean Brosmith	1.397.583	4,55	1.397.583	4,55
Scott Oshry	1.397.583	4,55	1.397.583	4,55
Scott Kestenbaum	328.831	1,07	328.831	1,07
Jill Belasco	925.272	3,01	925.272	3,01
Investisseur Financier	3	0,00	3	0,00
TOTAL	30.705.324	100	30.705.324	100

Dans l'hypothèse où (i) l'intégralité des avances en compte courant consenties par les Associés Fondateurs et par l'Investisseur Financier et (ii) la quote-part maximale des avances en compte courant consenties par certains Managers susceptibles d'être converties en Actions F&B Group seraient converties en Actions F&B Group et/ou en Obligations Convertibles F&B Group à l'issue de l'Offre, les fonds propres et quasi fonds propres de l'Initiateur seraient répartis comme suit :

	Répartition des Actions F&B Group		Répartition des droits de vote F&B Group		Répartition des Obligations Convertibles et comptes courants F&B Group	
	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%
Julien Saada	12.570.146	35,05	12.570.146	35,05	0	0,00

	Répartition des Actions F&B Group		Répartition des droits de vote F&B Group		Répartition des Obligations Convertibles et comptes courants F&B Group	
	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%
Grégory Mager	12.838.654	35,79	12.838.654	35,79	0	0,00
Robert Mager	186.912	0,52	186.912	0,52	687.850	17,30
Lisa Saada	277.440	0,77	277.440	0,77	0	0,00
Martine Mager	128.581	0,36	128.581	0,36	0	0,00
Tom Butkiewicz	472.310	1,32	472.310	1,32	0	0,00
Howard Sherman	472.310	1,32	472.310	1,32	0	0,00
Paul Houlsby	141.699	0,40	141.699	0,40	0	0,00
Sean Brosmith	1.751.583	4,88	1.751.583	4,88	246.000	6,19
Scott Oshry	1.751.583	4,88	1.751.583	4,88	246000	6,19
Scott Kestenbaum	411.431	1,15	411.431	1,15	57.400	1,44
Jill Belasco	925.272	2,58	925.272	2,58	0	0,00
Investisseur Financier	3.939.905	10,98	3.939.905	10,98	2.737.898	68,88
TOTAL	35.867.826	100	35.867.826	100	3.975.148	100

2. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

2.1 Protocoles d'Investissement

Aux termes des Protocoles d'Investissement, les Associés Fondateurs, les Managers et les Autres Managers ont apporté le 11 octobre 2011 le Bloc de Contrôle à l'Initiateur, moyennant l'attribution à leur profit d'un nombre total de 30.601.629 Actions F&B Group ordinaires d'un (1) euro de valeur nominale.

Ainsi, à la suite des opérations prévues au Protocole, le capital social et les droits de vote de l'Initiateur étaient répartis comme suit :

	Répartition des Actions F&B Group		Répartition des droits de vote F&B Group	
	Nombre	%	Nombre	%
Julien Saada	12.354.146	40,23	12.354.146	40,23
Grégory Mager	12.622.654	41,11	12.622.654	41,11
Robert Mager	186.912	0,61	186.912	0,61
Lisa Saada	277.440	0,90	277.440	0,90
Martine Mager	128.581	0,42	128.581	0,42
Tom Butkiewicz	472.310	1,54	472.310	1,54
Howard Sherman	472.310	1,54	472.310	1,54
Paul Houlsby	141.699	0,46	141.699	0,46
Sean Brosmith	1.397.583	4,55	1.397.583	4,55
Scott Oshry	1.397.583	4,55	1.397.583	4,55
Scott Kestenbaum	328.831	1,07	328.831	1,07
Jill Belasco	925.272	3,01	925.272	3,01
Investisseur Financier	3	0,00	3	0,00
TOTAL	30.705.324	100	30.705.324	100

Afin de financer l'acquisition des Actions Maesa dans le cadre de l'Offre :

- (i) les Associés Fondateurs ont consenti le 12 octobre 2011 une avance en compte courant à F&B Group d'un montant total de 432.000 euros⁶, laquelle sera convertie en tout ou en partie, en fonction du succès de l'Offre, en Actions F&B Group à l'issue de l'Offre ;
- (ii) Monsieur Robert Mager a, respectivement les 11 et 12 octobre 2011, (a) souscrit à une augmentation de capital en numéraire de F&B Group d'un montant total de 104.000 euros, par voie d'émission de 103.195 Actions F&B Group d'un euro de valeur nominale chacune, assortie d'une prime d'émission et (b) consenti une avance en compte courant à F&B Group d'un montant de 687.850 euros, qui sera remboursé au plus tard le 12 octobre 2016 et qui portera intérêt à un taux annuel de 4% payable annuellement, assorti d'une prime de non-remboursement de 11 % capitalisé ;
- (iii) l'Investisseur Financier a consenti le 12 octobre 2011 une avance en compte courant à F&B Group d'un montant de 6.677.800 euros, portant intérêts au taux annuel de 2,5 %, laquelle sera convertie en tout ou en partie, en fonction du succès de l'Offre, en Actions F&B Group et en Obligations Convertibles F&B Group à l'issue de l'Offre ; et
- (iv) les Managers, à l'exception de Jill Belasco, se sont engagés le 11 octobre 2011 à consentir une avance en compte courant à F&B Group d'un montant total de 1.340.000⁷ euros, laquelle sera convertie en partie en Actions F&B Group à l'issue de l'Offre et dont le solde sera remboursé au plus tard le 12 octobre 2016 et portera intérêt à un taux annuel de 4% payable annuellement, assorti d'une prime de non-conversion de 11 % capitalisé.

Dans l'hypothèse où (i) l'intégralité des avances en compte courant consenties par les Associés Fondateurs et par l'Investisseur Financier et (ii) la quote-part maximale des avances en compte courant consenties par certains Managers susceptibles d'être converties en Actions F&B Group seraient converties en Actions F&B Group et/ou en Obligations Convertibles F&B Group à l'issue de l'Offre, les fonds propres et quasi fonds propres de l'Initiateur seraient répartis comme suit :

	Répartition des Actions F&B Group		Répartition des droits de vote F&B Group		Répartition des Obligations Convertibles et comptes courants F&B Group	
	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%
Julien Saada	12.570.146	35,05	12.570.146	35,05	0	0,00
Grégory Mager	12.838.654	35,79	12.838.654	35,79	0	0,00
Robert Mager	186.912	0,52	186.912	0,52	687.850	17,30

⁶ Répartis de la façon suivante entre les Associés Fondateurs : 216.000 euros pour Monsieur Julien Saada et 216.000 euros pour Monsieur Grégory Mager.

⁷ Répartis de la façon suivante entre les Managers : 600.000 euros pour Monsieur Sean Brosmith, 600.000 euros pour Monsieur Scott Oshry et 140.000 pour Monsieur Scott Kestenbaum. Il est précisé que cette avance en compte courant a été versée à l'Initiateur à hauteur de 1.255.552 euros le 11 octobre 2011 et que le solde, soit la somme de 84.448 euros sera versé à l'Initiateur au plus tard le 29 février 2012.

	Répartition des Actions F&B Group		Répartition des droits de vote F&B Group		Répartition des Obligations Convertibles et comptes courants F&B Group	
	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%
Lisa Saada	277.440	0,77	277.440	0,77	0	0,00
Martine Mager	128.581	0,36	128.581	0,36	0	0,00
Tom Butkiewicz	472.310	1,32	472.310	1,32	0	0,00
Howard Sherman	472.310	1,32	472.310	1,32	0	0,00
Paul Houlsby	141.699	0,40	141.699	0,40	0	0,00
Sean Brosmith	1.751.583	4,88	1.751.583	4,88	246.000	6,19
Scott Oshry	1.751.583	4,88	1.751.583	4,88	246000	6,19
Scott Kestenbaum	411.431	1,15	411.431	1,15	57.400	1,44
Jill Belasco	925.272	2,58	925.272	2,58	0	0,00
Investisseur Financier	3.939.905	10,98	3.939.905	10,98	2.737.898	68,88
TOTAL	35.867.826	100	35.867.826	100	3.975.148	100

Les principales caractéristiques des Obligations Convertibles F&B Group seront les suivantes :

- (i) les Obligations Convertibles F&B Group auront une échéance de cinq (5) ans à compter de leur souscription, seront remboursables en une fois à leur date d'échéance, et porteront intérêts à un taux annuel de 4%, payable à terme échu à la date anniversaire de leur souscription, et pour la première fois le 31 décembre 2012 ;
- (ii) chaque Obligation Convertible F&B Group pourra être convertie en Action F&B Group, à la demande de son titulaire, selon une parité de une Obligation Convertible F&B Group pour une Action F&B Group, si elles ne sont pas remboursées par F&B Group avant leur date d'échéance ;
- (iii) les Obligations Convertibles F&B Group seront assorties d'une prime de non-conversion égale à 11%, capitalisée sur la durée des Obligations Convertibles F&B Group ; et
- (iv) les Obligations Convertibles F&B Group pourront, sous certaines conditions de performance de F&B Group, être refinancées à compter du 30 juin 2013 par une dette bancaire d'un montant égal à la valeur nominale des Obligations Convertibles F&B Group.

Le Protocole d'Investissement prévoit également la mise en place d'un dispositif de rétrocession de plus-value au profit des Associés Fondateurs, lequel est structuré sous forme d'un contrat d'option conclu entre les Associés Fondateurs et l'Investisseur Financier et aux termes duquel, sous réserve de l'atteinte par l'Investisseur Financier d'objectifs de TRI et de

multiple d'investissement, l'Investisseur Financier rétrocèdera, à l'occasion d'une sortie, aux Associés Fondateurs une quote-part de sa plus-value.

Par ailleurs, l'Investisseur Financier et les Associés Fondateurs ont conclu un contrat d'option permettant à l'Investisseur Financier de réaliser un multiple d'investissement minimum, sur la totalité de son investissement en Actions F&B Group, à l'occasion d'une sortie.

2.2 Pactes d'associés

Le Pacte d'Associés ainsi que les accords conclus entre les Associés Fondateurs, l'Investisseur Financier et chacun des Managers (les **Pactes Managers**, et avec le Pacte d'Associés, les **Pactes d'Associés**) ont été conclus pour une durée initiale de dix (ans), tacitement renouvelable pour des périodes successives de deux (2) ans, et ont pour objet principal d'organiser les règles entre les associés de F&B Group, en application des principales clauses suivantes :

2.2.1 Règles applicables aux transferts des titres

- (a) *Inaliénabilité des titres de F&B Group détenus par les Associés Fondateurs* : sauf certaines exceptions, les Associés Fondateurs ne pourront transférer 92% des titres de F&B Group détenus par chacun d'entre eux à la date de signature du Pacte d'Associés, pendant une durée de cinq (5) ans à compter de la date de signature du Pacte d'Associés, soit jusqu'au 11 octobre 2016.
- (b) *Inaliénabilité des titres de F&B Group détenus par les Managers* : sauf certaines exceptions, les Managers ne pourront transférer les Actions F&B Group détenues par chacun d'entre eux avant le 11 mai 2015.
- (c) *Droit de préemption* : sauf certaines exceptions, chaque partie aux Pactes d'Associés bénéficiera d'un droit de préemption en cas de transfert de titres de l'Initiateur par l'une ou l'autre des parties au Pacte d'Associés, au prorata de sa participation dans le capital de F&B Group.
- (d) *Droit de cession conjointe proportionnelle* : chaque partie au Pacte d'Associés bénéficiera d'un droit de cession conjointe proportionnelle, dans l'éventualité où l'une ou l'autre des parties au Pacte d'Associés souhaiterait transférer à un tiers tout ou partie de ses titres dans F&B Group, étant précisé qu'en cas de mise en œuvre du droit de cession conjointe proportionnelle, le transfert des titres F&B Group par les bénéficiaires de ce droit interviendra aux mêmes prix, termes et conditions que ceux convenus entre le cédant et le cessionnaire. Aux termes des Pactes Managers, chacun des Managers bénéficiera d'un droit de cession conjointe proportionnelle, dans l'éventualité où une cession ferait perdre aux Associés Fondateurs le contrôle (au sens de l'article L. 233-1 du Code de commerce) de F&B Group.
- (e) *Droit de cession conjointe totale* : chaque partie au Pacte d'Associés bénéficiera d'un droit de cession conjointe totale, dans l'éventualité où l'un des Associés Fondateurs souhaiterait transférer (X) à l'autre Associé Fondateur plus de 8% des titres qu'il détient dans F&B Group à la date de signature du Pacte d'Associés, ou (Y) à un tiers un nombre de titres F&B Group (i) l'amenant à détenir moins de 92% des titres détenus par ce dernier à la date de signature du Pacte d'Associés, si ce transfert intervient pendant la durée de la période d'inaliénabilité, ou (ii) amenant les Associés Fondateurs à perdre le contrôle de F&B Group (au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce), si ce transfert intervient au-delà de la période d'inaliénabilité, étant précisé qu'en cas de mise en œuvre du droit de cession conjointe totale, le transfert des titres F&B Group par les bénéficiaires de ce droit interviendra aux mêmes prix, termes et conditions que ceux convenus entre le cédant et le cessionnaire. Par ailleurs, Aux

termes des Pactes Mangers, chacun des Managers bénéficiera d'un droit de cession conjointe totale, dans l'éventualité où une cession ferait perdre aux Associés Fondateurs le contrôle (au sens de l'article L. 233-1 du Code de commerce) de F&B Group.

- (f) *Droit de cession forcée* : dans l'éventualité où les Associés Fondateurs et/ou l'Investisseur Financier recevraient une offre d'un tiers, portant sur un nombre d'Actions F&B Group amenant les Associés Fondateurs à perdre le contrôle de F&B Group (au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce), ils auront la faculté d'exiger des Managers, qu'ils cèdent la totalité de leurs titres F&B Group à l'acquéreur envisagé, aux mêmes prix, termes et conditions que ceux convenus entre le cédant et le cessionnaire.
- (g) *Clause de rendez-vous et de coopération – Sortie* : le Pacte d'Associés prévoit, dans l'hypothèse où une offre ferme et financée provenant d'un tiers et portant sur l'intégralité du capital de F&B Group serait adressée à compter du 1^{er} janvier 2014, la possibilité par les Associés Fondateurs et/ou l'Investisseur Financier, d'exiger, sous certaines conditions, des autres parties au Pacte d'Associés, qu'ils cèdent la totalité de leurs titres F&B Group à l'acquéreur envisagé, aux mêmes prix, termes et conditions que ceux convenus entre le cédant et le cessionnaire.
- (h) *Anti-dilution* : chaque partie au Pacte d'Associés bénéficiera d'une clause anti-dilution par le biais d'un droit préférentiel de souscription à toute augmentation de capital ou émission d'autres valeurs mobilières dans F&B Group.

2.2.2 Règles de gouvernance de F&B Group

- (a) F&B Group sera dirigée par un président (le **Président**) assisté d'un directeur général (le **Directeur Général**), sous le contrôle d'un comité de suivi (le **Comité de Suivi**).
- (b) Les fonctions de premier Président et de premier Directeur Général seront respectivement exercées par Monsieur Julien Saada et Monsieur Grégory Mager. Ils sont nommés par l'assemblée générale des associés de F&B Group statuant à la majorité des deux tiers pour une durée illimitée et sont révocables pour un juste motif par l'assemblée générale des associés de F&B Group statuant à la majorité simple.
- (c) Le Comité de Suivi sera composé de trois (3) membres, dont les premiers seront le Président, le Directeur Général et l'Investisseur Financier. Certaines décisions significatives ne pourront être prises au niveau de l'Initiateur, de la Société et de ses filiales, sans avoir été préalablement approuvées par le Comité de Suivi, étant précisé que le vote favorable de l'Investisseur Financier sera nécessaire pour certaines d'entre elles.
- (d) Le Président et le Directeur Général auront l'obligation de tenir le Comité de Suivi régulièrement informé de la marche des affaires de F&B Group et de ses filiales. En particulier, ils devront communiquer au Comité de Suivi, sur une base régulière, des informations de nature financière et prévisionnelle relatives aux activités de F&B Group et de ses filiales.

2.2.3 Règles de gouvernance de Maesa

Les Pactes Managers prévoient notamment une clause de maintien des Managers en qualité de membres du Conseil d'administration de Maesa pendant toute la durée de détention par chacun d'entre eux de titres émis par F&B Group.

2.2.4 Engagements relatifs aux distributions de dividendes par F&B Group

- (a) Les parties au Pacte d'Associés se sont engagés à ce qu'aucun dividende ne soit distribué avant le 1^{er} janvier 2013, et plus généralement, à ce que F&B Group ne procède, sans un accord préalable entre l'Investisseur Financier et les Associés Fondateurs, à aucune distribution de dividende d'un montant cumulé supérieur à 1.100.000 euros (le **Plafond**) pendant une durée de quatre (4) années à compter de la date de signature du Pacte d'Associés.
- (b) Toutefois, (i) si pour l'exercice clos en 2013, le résultat net réel est supérieur à 4.100.000 euros et l'EBITDA réel est supérieur à 12.100.000 euros, le Plafond pourra, à compter du 1^{er} janvier 2014, être augmenté de 50% de la différence positive entre le résultat net réel et 4.100.000 euros, et (ii) si pour l'exercice clos en 2014, le résultat net réel est supérieur à 5.500.000 euros, et l'EBITDA réel est supérieur à 14.400.000 euros, le Plafond pourra, à compter du 1^{er} janvier 2014, être augmenté de 50% de la différence positive entre le résultat net réel et 5.500.000 euros.

2.2.5 Engagements d'exclusivité, de non-concurrence, de non-sollicitation et de continuité des Associés Fondateurs

Les Associés Fondateurs seront tenus par des engagements d'exclusivité, de non-concurrence, de non-sollicitation.

En cas de cession partielle ou totale de l'Initiateur, et/ou de Maesa et/ou de l'une de ses filiales, les Associés Fondateurs seront tenus de continuer d'exercer des fonctions opérationnelles au sein de l'Initiateur, et/ou de Maesa et/ou de l'une de ses filiales pendant une durée de dix-huit (18) mois à compter de ladite cession.

2.3 Engagements d'apport à l'Offre

Néant.

2.4 Engagement d'apport des attributaires d'Actions Gratuites

2.4.1 Programme d'Attribution d'Actions Gratuites

Sur autorisation de l'assemblée générale mixte des actionnaires de Maesa en date du 4 mai 2010, le Conseil d'administration de Maesa a, en date des 11 mai et 30 novembre 2010, décidé d'attribuer un total de 260.640 Actions Gratuites aux Managers.

En application des articles L.225-197-1 et suivants du Code de Commerce et conformément aux dispositions du Programme d'Attribution Gratuite d'Actions, l'attribution des Actions Gratuites ne deviendra définitive qu'à l'issue d'une période d'acquisition ne pouvant être inférieure à deux (2) ans.

Il est précisé à cet égard qu'en vertu des Accords Managers, les Associés Fondateurs se sont engagés à l'égard de Sean Brosmith, Scott Oshry et Scott Kestenbaum à convoquer une assemblée générale des associés de Maesa en vue de soumettre à leur vote la réduction de la durée de la période d'acquisition des Actions Gratuites attribuées à Sean Brosmith, Scott Oshry et Scott Kestenbaum à deux (2) ans, expirant ainsi le 11 mai 2012 pour Sean Brosmith et Scott Oshry et le 30 novembre 2012 pour Scott Kestenbaum. Par ailleurs, les Managers se sont engagés, à l'issue de leurs périodes d'acquisition respectives, à apporter leurs Actions Gratuites à l'Initiateur, sur la base d'une valeur de chaque Action Gratuite acquise égale au prix par Action Maesa de la présente Offre.

Le tableau ci-dessous résume l'ensemble des attributions d'Actions Gratuites effectuées par la Société à la date du présent Projet de Note d'Information, ainsi que les termes de leur période d'acquisition et/ou de conservation à la date du présent Projet de Note d'Information :

Date AG / Conseil d'administration	Nombre d'Actions Gratuites attribuées	Actions caduques	Terme de la période d'acquisition	Terme de la période de conservation
AG du 4 mai 2010 / Conseil d'administration du 11 mai 2010				
Tranche A	57.500	Néant	11 mai 2012	11 mai 2015
Tranche B	57.500	Néant	11 mai 2013	11 mai 2015
Tranche C	57.500	Néant	11 mai 2014	11 mai 2015
Tranche D	57.500	Néant	11 mai 2015	11 mai 2015
Total	230.000			
AG du 4 mai 2010 / Conseil d'administration du 30 novembre 2010				
Tranche A	7.660	Néant	30 novembre 2012	11 mai 2015
Tranche B	7.660	Néant	11 mai 2013	11 mai 2015
Tranche C	7.660	Néant	11 mai 2014	11 mai 2015
Tranche D	7.660	Néant	11 mai 2015	11 mai 2015
Total	30.640			

2.4.2 Engagement d'apport des attributaires d'Actions Gratuites

Les Managers se sont irrévocablement engagés, à l'issue de leurs périodes d'acquisition respectives, à apporter leurs Actions Gratuites à l'Initiateur, sur la base d'une valeur de chaque Action Gratuite acquise égale au prix par Action Maesa de la présente Offre.

Il est précisé à cet égard qu'en vertu des Accords Managers, les Associés Fondateurs se sont engagés à l'égard de Sean Brosmith, Scott Oshry et Scott Kestenbaum à convoquer une assemblée générale des associés de Maesa en vue de soumettre à leur vote la réduction de la durée de la période d'acquisition des Actions Gratuites attribuées à Sean Brosmith, Scott Oshry et Scott Kestenbaum à deux (2) ans, expirant ainsi le 11 mai 2012 pour Sean Brosmith et Scott Oshry et le 30 novembre 2012 pour Scott Kestenbaum. Par ailleurs, les Managers se sont engagés, à l'issue de leurs périodes d'acquisition respectives, à apporter leurs Actions Gratuites à l'Initiateur, sur la base d'une valeur de chaque Action Gratuite acquise égale au prix par Action Maesa de la présente Offre.

2.5 Engagement de conservation, de non-conversion et de non-apport à l'Offre des titulaires d'Obligations Convertibles Maesa

Le Conseil d'administration de la Société a émis le 29 décembre 2008 un nombre total de 136.364 Obligations Convertibles Maesa non cotées, d'une valeur nominale unitaire de 22 euros, portant intérêts à 10% annuellement, conférant le droit à leurs titulaires de souscrire en principe un nombre maximal de 136.364 Actions Maesa nouvelles, convertibles à tout moment

à l'initiative de leur titulaire jusqu'au 28 décembre 2015, et qui n'ont toujours pas été converties à ce jour.

Ces Obligations Convertibles Maesa, qui sont intégralement détenues par les fonds communs de placement à risques UFF Innovation 6 et CAP Innovation 2007, ont fait l'objet de la part de leurs titulaires le 11 octobre 2011 d'un engagement irrévocable de (i) conservation et de non-conversion jusqu'à l'expiration de l'Offre et de l'éventuelle procédure de retrait obligatoire et (ii) de non-apport à l'Offre et à l'éventuelle procédure de retrait obligatoire. Les 136.364 Obligations Convertibles Maesa, ainsi que les 136.364 Actions Susceptibles de Résulter de la Conversion des Obligations Convertibles Maesa, sont en conséquence non visées par l'Offre.

3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

1/ CONTEXTE DE L'OPERATION

Créée en 1997, la société MAESA SA, anciennement Parfum d'Image jusqu'en 2008, (ci-après MAESA ou la Société) développe et commercialise des cosmétiques et des produits parfumés notamment à destination d'enseignes de distribution spécialisée et de la grande distribution. La Société est cotée depuis février 2006 sur Alternext (FR0010288894 – ALMAE).

Depuis son introduction, MAESA s'est fortement développée à la faveur, notamment, de deux opérations de croissance externe aux Etats-Unis, avec l'acquisition des sociétés Latitudes International Fragrance Inc. en 2007, et Zorbit Resources LLC. en 2009. En 2010, la Société a réalisé un chiffre d'affaires de 73,5 M€ (contre 62,8 M€ en 2009), pour un résultat d'exploitation de 4,6 M€ (contre 626 K€).

L'activité se répartit en trois segments : MAESA Packaging (emballages primaire et secondaire de produits cosmétiques et de parfums, 33 % du chiffre d'affaires), MAESA Beauty (cosmétiques et parfums pour les enseignes de distribution, 39 %), et MAESA Home (produits parfumés pour la maison et l'automobile, 28 %). MAESA conçoit, achète les produits finis et les revend à ses clients, la fabrication étant assurée par des partenaires industriels situés en Europe, aux Etats-Unis et en Chine. Il s'agit d'un modèle économique « B to B » sans usine (« *fabless* »), concentré sur le design et la création externalisés à destination de grands comptes tels Payless, Zara, Peugeot, Victoria's Secret, Body Shop ou L'Oréal.

Le management de MAESA estime que le recours au marché boursier n'est plus un moyen approprié pour financer la croissance de la Société, comme en témoignent les sources de financement auxquelles elle a eu recours ces dernières années entre augmentations de capital réservées, financements bancaires (dette senior, affacturage), obligations convertibles et avances en comptes courants d'associés. Aussi, les dirigeants de la Société envisagent-ils d'initier une offre publique d'achat (OPA) éventuellement suivie d'un retrait obligatoire (ci-après l'Offre), via la société F&B Group (ci-après l'Initiateur ou F&B Group), véhicule créé ad hoc, et avec le soutien de fonds de « private equity » gérés par Edmond de Rothschild Investment Partners⁸ (ci-après EdRIP).

La société F&B⁹ Group s'est ainsi vue apporter les actions MAESA détenues par les deux dirigeants fondateurs de la Société, Julien Saada et Grégory Mager, ainsi que par les membres de leurs famille, deux anciens managers¹⁰, et cinq cadres dirigeants¹¹. L'ensemble de ces apports a été réalisé à un prix identique à celui retenu pour la présente offre, soit 13 € par action MAESA.

⁸ Les fonds d'investissement Partenariat & Innovation 2 FCPI, Partenariat & Innovation 3 FCPI, Partenariat & Innovation 4 FCPI.

⁹ F&B pour Fashion & Beauty.

¹⁰ Tom Buckiewicz et Howard Sherman.

¹¹ Jill Belasco, Sean Brosmith, Paul Houlby, Scott Kestenbaum et Scott Oshry.

Compte tenu de ces apports, l'Initiateur détient directement 77,1% du capital de MAESA, l'origine des titres détenus par ce dernier et la répartition du capital de la Société étant résumées dans le tableau ci-après :

Répartition du capital de MAESA au 11 octobre 2011		
	Nombre de titres	En % du capital
<i>Actions apportées à F&B Group :</i>		
Julien Saada	957 693	31,1%
Lisa Saada	21 508	0,7%
Grégory Mager	978 547	31,8%
Robert Mager	6 490	0,2%
Martine Mager	9 968	0,3%
Tom Buckiewicz	36 615	1,2%
Howard Sherman	36 615	1,2%
Paul Houlsby	10 985	0,4%
Jill Belasco	71 730	2,3%
Scott Kestenbaum	25 492	0,8%
Scott Oshry	108 345	3,5%
Sean Brosmith	108 345	3,5%
Total détenu par F&B Group	2 372 333	77,1%
Actions autodétenues	18 210	0,6%
Public	687 050	22,3%
Nombre total d'actions	3 077 593	100,0%

Par ailleurs, conformément à l'accord d'investissement conclu entre les deux dirigeants fondateurs et les fonds gérés par EdRIP, ces derniers apporteront à l'Initiateur un financement de 6,7 M€ destiné à l'acquisition des titres MAESA détenus par le public. A l'issue de l'Offre, ce financement sera réparti entre augmentation de capital de F&B Group et émission d'obligations convertibles.

Dans ce contexte, en application des dispositions de l'article 261-1 II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF), le cabinet Bellot Mullenbach & Associés (ci-après « BMA ») a été mandaté le 2 août 2011 par le Président-directeur général de la Société en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable, d'un point de vue financier, du prix de 13 € par action proposé à l'occasion la présente Offre. Il est précisé que cette dernière ne porte pas sur les obligations convertibles émises par la Société dont les porteurs se sont engagés à ne pas convertir leurs titres en actions.

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 BMA) 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. BMA compte environ quatre-vingt collaborateurs, dont seize 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 est situé à Paris, dans le 8^{ème} arrondissement.

BMA développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et traitement des difficultés des entreprises, « transaction services » et conseil en management comptable et financier et en

systèmes d'information. Chaque activité dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine et animée par un ou plusieurs associés.

Le cabinet a acquis au cours des années une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires. BMA est doté d'une charte déontologique, propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com.

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
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
juin-11	Offre Publique d'Achat	Schaeffer-Dufour	H.G.D. Participations	Neufilze OBC Corporate
juin-11	Offre Publique Alternative	Modelabs	Bigben Interactive	Natixis
juin-11	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Intercall	Financière LR	Oddo Corporate Finance

2.3 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF, nous déclarons que notre cabinet, les signataires de la présente et le responsable de son contrôle qualité sont indépendants à l'égard de la Société, de l'Initiateur, ainsi que de leurs conseils et actionnaires respectifs.

S'agissant de MAESA, BMA n'est jamais intervenu auprès de cette Société et n'a pas réalisé de mission pour ses actionnaires.

S'agissant de l'établissement présentateur, BMA n'est pas intervenu en qualité d'expert indépendant à l'occasion d'opérations de marché présentées par CM-CIC Securities (CM-CIC S ou l'établissement présentateur) au cours des 18 mois écoulés.

2.4 Rémunération de l'expert indépendant

La rémunération perçue par BMA au titre de la présente opération s'élève à 48 000 €, 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. La revue indépendante a été effectuée par Jean-Louis Mullenbach, 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 mises à jour le 27 juillet 2010.

Notre intervention s'est déroulée du 22 juillet au 14 octobre 2011.

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

- Monsieur Julien Saada, Président-directeur général de MAESA SA ;
- Monsieur Pascal Magne, directeur administratif et financier ;

Nous avons rencontré les représentants de CM-CIC S :

- Monsieur Pierre Gerval, directeur opérations financières ;
- Madame Françoise Etienne, directeur de la recherche corporate ;
- Madame Dominique Descours, analyste corporate.

Nous nous sommes entretenus avec Monsieur André Renaison, gérant chez Edmond de Rothschild Private Equity.

Enfin, nous nous sommes entretenus avec Maître Scemama, conseil de l'Initiateur, avocat au sein du cabinet Frieh-Bouhenic.

Nos entretiens des 22 et 29 juillet, 30 août et du 19 septembre 2011, complétés par des échanges téléphoniques, ont notamment porté sur les points suivants :

- description de l'activité de la Société et de son marché ;
- analyse des plans d'affaires 2011-2015, et identification des facteurs pouvant remettre en cause les hypothèses structurantes de ces plans ;
- perspectives d'évolution de l'activité de la Société.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- prendre connaissance de l'activité de MAESA ;
- analyser le contexte général de l'Offre ;
- analyser la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques de la Société et étudier l'évolution de sa situation financière ;
- analyser les données financières prévisionnelles de MAESA ;
- mettre en œuvre les méthodes d'évaluation jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- déterminer la valeur de l'action MAESA par référence à l'ensemble de ces travaux ;
- prendre connaissance des travaux d'évaluation réalisés par CM-CIC S et en réaliser l'examen critique.

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

- les comptes de la Société au titre des cinq précédents exercices ;
- le protocole d'investissement conclu le 11 octobre 2011 entre les deux associés fondateurs de MAESA et les fonds gérés par Edmond de Rothschild Investment Partners ;
- les plans d'affaires 2011-2015 de la Société ;
- le rapport d'évaluation établi par CM-CIC S qui nous a été remis le 12 octobre 2011 ;
- le projet de note d'information ;
- d'une manière générale, l'ensemble des informations et documents, notamment historiques.

Nous avons utilisé les bases de données financières Thomson Financial et eMat et nous avons consulté le cabinet Associés en Finance pour le calcul du coût des fonds propres. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblée pertinente. En particulier, nous avons examiné les comptes disponibles des 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, que nous avons examinées avec les dirigeants de la Société et les représentants d'Edmond de Rothschild Private Equity, il nous a été affirmé par le management qu'elles avaient été établies au mieux de sa connaissance, et qu'à la date d'émission de notre rapport, la direction de MAESA 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 DE LA SOCIETE MAESA

Le siège de la Société MAEASA SA est situé au 15, rue Pasteur à Levallois Perret (92300). Au 5 juillet 2011¹², son capital social, qui s'élève à 307 759,30 €, est composé de 3 077 593 actions de 0,10 € chacune de valeur nominale, toutes de même catégorie et entièrement libérées. L'action MAESA est cotée depuis le 17 février 2006 sur le marché Alternext Paris par NYSE Euronext (code Isin : FR0010288894-ALMAE). Sa capitalisation boursière atteignait près de 28 M€, sur la base d'un cours de clôture de 9,03 € relevé le 11 octobre 2011, date de la dernière cotation précédant l'annonce de l'Offre.

MAESA est spécialisée dans la conception et la fabrication de cosmétiques et de produits parfumés pour le corps ou pour la maison, ainsi que dans la conception d'emballages et de produits promotionnels. Elle ne possède pas de marque, ni de réseau de distribution propres. Son offre de parfums, de senteurs et de cosmétiques s'adresse à des entreprises de distribution spécialisée dans la mode, la beauté ou la décoration ainsi qu'aux grandes surfaces. Dans l'emballage, lorsque ce dernier n'est pas couplé à une offre de contenu développé par elle, la Société s'adresse plus particulièrement aux groupes du secteur du luxe ou spécialisés dans le domaine des cosmétiques et des produits de soins. Elle compte parmi ses clients :

- dans le domaine des produits de beauté, Payless, Zara, Quality King Distributors, Hot Topic, El Corte Ingles, Nocibé ou Carrefour ;
- dans celui des parfums d'ambiance et produits pour la maison, Peugeot PSA (cartouches parfumées pour automobiles), Body Shop, Partylite ou Pottery Barn ;
- s'agissant des emballages (boîtes, coffrets, flacons) et les objets promotionnels, Victoria's Secret, Bath & Body Works, Benefit, Oscar de la Renta, L'Oreal, Unilever, Sephora, Editions Atlas, Intercos ou Interparfums.

La société, qui n'a pas d'outil de production, hormis un atelier d'assemblage à Los Angeles pour les produits de senteur, a constitué un réseau international de fournisseurs avec, notamment, un bureau d'achat et de contrôle qualité implanté en Chine, et en nouant des partenariats exclusifs avec deux usines situées dans ce même pays. Elle bénéficie ainsi d'un savoir-faire en matière d'achat, de suivi de production et d'import/export. Elle dispose par ailleurs de ses propres ressources en matière de marketing, de design et de développement. Elle met au point, en particulier, les formules des parfums

¹² Date de la dernière augmentation de capital réalisée par la Société au profit de Zorbit Ressources Inc., par compensation avec de créances détenues par cette dernière vis à vis de MAESA SA. Zorbit Ressources Inc. est la société vendeuse de Zorbit Resources LLC à MAESA.

et des produits cosmétiques qu'elle conçoit pour ses clients et prend en charge les démarches légales et réglementaires nécessaires à leur commercialisation.

3.1 Historique de la société

La Société a été fondée en 1997 sous la dénomination sociale de Parfum d'Image¹³ par Julien Saada et Grégory Mager¹⁴, son activité étant alors dédiée à la création de parfums. En 2002, soit après cinq ans d'activité, le chiffre d'affaires s'établissait à 4,1 M€¹⁵, puis doublait au cours des trois exercices suivants pour dépasser 8 M€ en 2005. A partir de cette date, le développement de la Société n'a plus seulement reposé sur la croissance interne, mais également sur des opérations de croissance externe. MAESA acquérait ainsi de nouveaux savoir-faire, prenait une dimension internationale et atteignait, fin 2008, un périmètre d'activité potentiel de 74 M€¹⁶ de chiffre d'affaires. C'est ainsi qu'entre septembre 2005 et janvier 2009, ont été acquises 4 sociétés représentant un chiffre d'affaires cumulé de 55 M€ :

- en septembre 2005, l'acquisition de la société française Adelys (chiffre d'affaires de 4,2 M€) a permis à MAESA de se développer dans le domaine des cosmétiques, des emballages et des objets promotionnels, avec notamment comme client, les Editions Atlas. Elle acquiert également à cette occasion un bureau d'achat en Chine ;
- en février 2007, MAESA intégrait la société Essens (chiffre d'affaires de 2 M€), société française concurrente de MAESA, avec pour principaux clients Pimkie, Claire's et Franck Provost ;
- en décembre 2007, MAESA acquérait aux Etats-Unis, la société Latitudes International Fragrances Inc. (devenue MAESA Home) qui lui permettait de doubler de taille en intégrant un chiffre d'affaires de près de 18 M€ dans le domaine des produits de senteur pour la maison, avec des clients tels Pottery Barn, Old Navy, Pier 1 ou West Elm ;
- en janvier 2009, enfin, la société doublait une nouvelle fois de taille en faisant l'acquisition de l'Américain Zorbit Ressources LLC (devenue MAESA LLC) qui réalisait, en 2008, un chiffre d'affaires de près de 31 M€ dans le domaine de l'emballage et des produits de beauté. Cette acquisition permettait de renforcer le bureau d'achat en Chine ainsi que le portefeuille de grands comptes avec des clients comme Estée Lauder, Victoria's Secret, Crabtree & Evelyn ou Sephora. Dans le domaine de l'emballage, Zorbit a apporté des contrats d'exclusivité avec deux usines situées dans la région de Shenzhen, spécialisées dans le cartonnage, l'impression et l'injection plastique et un bureau de développement et de contrôle qualité situé à Dongguan¹⁷.

En 2010, l'effectif moyen de la Société s'établit à 196 personnes, dont près 86 sont employées aux Etats-Unis, 61 en Asie et 49 en Europe. Le chiffre d'affaires ressort à 73,5 M€ (en hausse de 31% à périmètre constant), dont les 2/3 sont réalisés aux Etats-Unis et le solde principalement en Europe. Par lignes de produits, le chiffre d'affaires provient à 39% de la branche « beauty » (parfums et cosmétiques), à 33% de la branche « Home » (parfums d'ambiance) et pour le solde,

¹³ En janvier 2008, Parfum d'Image SA devient MAESA SA.

¹⁴ Respectivement actuels PDG et Directeur général délégué membre du conseil d'administration.

¹⁵ Au 31 août 2002, date de clôture des comptes à cette époque.

¹⁶ Chiffre d'affaires à fin 2008 intégrant Latitudes sur 12 mois et majoré de celui de Zorbit, cf. Réunion annuelle du 27 novembre 2008.

¹⁷ Dont 28 personnes dans l'usine de fabrication de boîtes et d'impression et 22 personnes dans l'usine d'injection plastique et de soufflage, cf. la présentation « Réunion annuelle » du 27 novembre 2008.

soit 28%, des ventes d’emballages et d’objets promotionnels regroupés dans la branche « packaging ».

En conclusion, la Société a récemment quadruplé son périmètre d’activité entre novembre 2007 et janvier 2009 en réalisant deux acquisitions majeures aux Etats-Unis. Elle a atteint ainsi une dimension internationale pour se positionner au mieux auprès de ses clients grands comptes, lesquels constituent la cible commerciale prioritaire du groupe. Le management identifie ainsi comme cibles potentielles 70 groupes mondiaux, dont 1/3 sont actuellement clients de MAESA.

3.2 Environnement concurrentiel

De par ses multiples compétences, la Société est à même d’offrir à ses clients, une prestation de sous-traitance complète qualifiée de « full service » allant de la conception à l’approvisionnement de gammes de parfums, de senteurs et de cosmétiques. Bien qu’ensemblier, la Société peut avoir comme concurrents des laboratoires spécialisés dans la fabrication de cosmétiques sous marques de distributeurs et disposant de leur propres outils de production. Dans cette catégorie, le principal concurrent de MAESA est la société Intercos Spa., fondée en Italie en 1972, qui dispose de ses propres sites de production et propose une offre « full service ». A moindre échelle, apparaissent également Interparfums Inc., au titre de sa division américaine dédiée aux marques distributeurs et aux enseignes spécialisées, et la société américaine Batallure, créée en 2006. Ces deux dernières sociétés sont *fabless*, tout comme MAESA.

Dans le domaine de l’emballage, et accessoirement du « full service », MAESA a pour concurrent la division « Beauty » de Li & Fung, groupe international d’origine chinoise. Ce dernier est de plus présent dans l’objet promotionnel et dispose d’un outil de production en Asie dans le domaine de l’emballage. La Société relève également parmi les concurrents de sa division emballage aux Etats-Unis, la société HCT, créée en 1997. Enfin, des industriels présents dans les emballages de produits de soins et de cosmétiques sont également concurrents de la Société. Par ailleurs, dans le domaine de l’objet promotionnel, lequel n’est pas un axe de développement majeur pour l’entreprise et où les barrières à l’entrée sont moins fortes que dans les branches « beauty » et « packaging », il existe de nombreux intervenants de petite taille disposant d’un savoir-faire en matière d’achat et, éventuellement, de design et de développement.

En raison des savoir-faire requis dans le domaine des produits de beauté et des contraintes réglementaires en matière de santé, MAESA doit faire face à un nombre restreint de concurrents qui, s’ils s’affrontent sur les prix, se distinguent d’abord par leur créativité. Les barrières à l’entrée sont en revanche moins importantes dans le secteur « packaging » ou de l’objet promotionnel. Toutefois, le management estime nécessaire le développement conjoint d’une branche « beauty » et d’une branche « packaging » afin de pouvoir répondre à tous les appels d’offre, et d’obtenir de meilleures conditions d’achat auprès des fournisseurs d’emballages et de conditionnements. On notera toutefois que son axe de développement prioritaire repose sur les produits de senteur et de beauté, mieux margés que les ventes d’emballages seules.

3.3 Performances financières historiques de la Société

Comme indiqué dans le tableau suivant, depuis son introduction en bourse, la Société a connu des performances contrastées marquées par un ralentissement de la croissance en 2007, suivi par un recul du chiffre d'affaires, hors effets de périmètre, au cours des exercices 2008 et 2009 de respectivement 19% et 17%. Parallèlement à ce recul de la croissance endogène, le taux de marge opérationnelle a été divisé par 5, passant de 19,7% en 2006 à 4% en 2009 sur la base de comptes pro-forma¹⁸. En 2010, si la Société renoue avec la croissance (+31%), elle ne retrouve en définitive que son niveau de chiffre d'affaires potentiel de fin 2008¹⁹ et un taux de marge opérationnelle 6,3% représentant le tiers seulement de celui atteint en moyenne au cours de la période 2005 – 2007.

En M€ Date de clôture	2005 Pro-forma ⁽¹⁾ septembre	2006 septembre	2007 Pro-forma ⁽²⁾ septembre	2008 Pro-forma ⁽³⁾ septembre	2009 Pro-forma ⁽⁴⁾ décembre	2010 décembre
Chiffre d'affaires	13,05	20,36	25,99	38,68	56,10	73,52
Variation à périmètre constant	40%	56%	18%	(19)%	(17)%	31%
Consommation de march., mat.1ères et autres	(7,10)	(10,73)	(14,06)	(22,74)	(36,18)	(49,97)
Marge brute	5,95	9,64	11,93	15,94	19,92	23,55
En % du CA	45,6%	47,3%	45,9%	41,2%	35,5%	32,0%
Autres achats et charges externes	(1,55)	(2,07)	(2,54)	(3,86)	(7,08)	(7,08)
Impôts et taxes	(0,08)	(0,24)	(0,27)	(0,25)	(0,26)	(0,36)
Charges de personnel	(2,48)	(3,34)	(4,47)	(6,23)	(9,81)	(11,16)
Autres produits et charges	0,06	0,09	0,07	(0,01)	0,15	0,34
EBE	1,90	4,08	4,72	5,59	2,93	5,29
En % du CA	14,5%	20,0%	18,1%	14,4%	5,2%	7,2%
Dotations aux amortissements et aux provisions	(0,20)	(0,11)	(0,19)	(0,20)	(0,70)	(0,68)
Reprises de provisions	0,19	0,05	0,11	0,20	(0,00)	-
Résultat d'exploitation	1,88	4,01	4,64	5,58	2,23	4,61
En % du CA	14,4%	19,7%	17,9%	14,4%	4,0%	6,3%

⁽¹⁾ Sociétés Adelys et Parfum d'Image Ltd consolidées sur 12 mois ; ⁽²⁾ Société Essens consolidée sur 12 mois ;

⁽³⁾ Société Maesa Home (ex-Latitudes) sur 12 mois ; ⁽⁴⁾ Intégration de Zorbit sur 12 mois;

Ces contreperformances illustrent les difficultés liées à l'intégration des filiales américaines, le quasi-quadruplement du périmètre d'activité engendré par leur acquisition intervenant dans un contexte économique difficile qui a affecté également les ventes en Europe. C'est ainsi que l'exercice 2008 coïncide avec une baisse de 19% des ventes hors Etats-Unis. Outre-Atlantique, les ventes de MAESA Home enregistraient quant à elles une baisse de 34% en 2009 et de 21% pour MAESA LLC²⁰.

L'exercice 2010 coïncide avec un net rétablissement de la situation dans un contexte économique plus favorable, se traduisant par une progression de 31% du chiffre d'affaires consolidé (à périmètre constant). Sur le plan interne, cette phase de transition s'est accompagnée, notamment :

- du départ de l'ancien PDG de Zorbit LLC,
- du rapatriement en France des équipes britanniques,
- de la nomination en Chine d'un directeur général, d'une directrice du développement produits et d'un directeur de l'ingénierie packaging,
- du regroupement des bureaux d'achat de Shanghai et de Hong Kong à Dongguan,

¹⁸ Comptes consolidés 2009 intégrant Zorbit LLC sur 12 mois.

¹⁹ Soit le chiffre d'affaires pro-forma de 2008 majoré de celui de Zorbit LLC en 2008.

²⁰ Exprimé en Euros après appréciation de 6% du taux de change moyen entre 2007 et 2008.

- de la montée au capital de MAESA SA et leur nomination au conseil d'administration de Jill Belasco, directrice fondatrice de MAESA Home, ainsi que de Sean Brosmith et Scott Oshry, figurant parmi les fondateurs de Zorbit LLC.

Sur le plan commercial, l'exercice 2010 a été marqué par la signature de contrats majeurs avec les groupes Zara, Payless et Target.

Depuis 3 ans, l'activité et les marges de la société ont ainsi été marquées par une forte volatilité s'expliquant en partie par le changement de dimension du groupe à la suite de l'intégration de Latitudes et de Zorbit. Toutefois, l'exposition à la conjoncture économique apparaît aussi comme un second facteur explicatif, indépendamment des effets de périmètre, comme le montre l'évolution des ventes en Europe. En dépit de la taille atteinte par la Société, sa rentabilité demeure encore tributaire d'un nombre réduit de grands clients, ce qui peut se traduire, d'une année sur l'autre, par des variations significatives de l'activité et des marges, s'agissant en particulier du sous-secteur « Home ». En dépit des performances commerciales atteintes en 2010, le niveau de marge demeure sensiblement inférieur à celui observé avant la crise de 2008-2009. On notera le recul sensible du taux de marge brute, lequel est passé d'une moyenne de 46,3% en 2005-2007 à 32% en 2010. Ce phénomène résulte de l'érosion de la rentabilité des ventes de la branche Europe et du poids croissant des ventes réalisées aux Etats-Unis qui dégagent en moyenne des taux de marge brute plus faibles mais avec des tailles unitaires de projets plus importantes.

Comme indiqué dans le tableau suivant, à la baisse de la rentabilité opérationnelle est venue s'ajouter une augmentation des frais financiers, résultant notamment des emprunts contractés pour financer la croissance externe. Par ailleurs, compte tenu de l'amortissement des écarts d'acquisition relatifs à Latitude et à Zorbit LLC, le résultat net consolidé ressort en perte au cours des deux derniers exercices²¹. On notera enfin la survenance en 2008 d'une charge exceptionnelle de 747 K€ consécutive à l'attribution de 27 000 actions gratuites à deux salariés dans le cadre d'un plan d'attribution arrivé à échéance en mai 2008. Par ailleurs, le résultat exceptionnel 2010 ressort en perte de 761 K€, essentiellement du fait de la comptabilisation de charges sur exercices antérieurs relatives à l'intégration de Latitudes et de Zorbit (dépréciations de stocks, de créances clients et indemnités de licenciement).

En M€ Date de clôture	2005 Pro-forma ⁽¹⁾ septembre	2006 septembre	2007 Pro-forma ⁽²⁾ septembre	2008 Pro-forma ⁽³⁾ septembre	2009 Pro-forma ⁽⁴⁾ décembre	2010 décembre
Chiffre d'affaires	13,05	20,36	25,99	38,68	56,10	73,52
Variation à périmètre constant	40%	56%	18%	(19)%	(17)%	31%
Résultat d'exploitation	1,88	4,01	4,64	5,58	2,23	4,61
En % du CA	14,4%	19,7%	17,9%	14,4%	4,0%	6,3%
Résultat financier	(0,13)	(0,15)	(0,23)	(0,53)	(2,50)	(2,53)
Résultat exceptionnel	(0,03)	0,00	(0,02)	(0,75)	(0,01)	(0,76)
Impôt sur les sociétés	(0,51)	(1,31)	(1,17)	(1,45)	1,29	0,36
Résultat net avant amortissement des goodwill	1,21	2,55	3,23	2,86	1,02	1,68
Amortissement des goodwill	(0,15)	(0,16)	(0,19)	(0,84)	(2,25)	(2,35)
Résultat net consolidé	1,06	2,39	3,04	2,02	(1,23)	(0,67)

⁽¹⁾ Sociétés Adelys et Parfum d'Image Ltd consolidées sur 12 mois ; ⁽²⁾ Société Essens consolidée sur 12 mois ;

⁽³⁾ Société Maesa Home (ex-Latitudes) sur 12 mois ; ⁽⁴⁾ Intégration de Zorbit sur 12 mois ;

²¹ Les comptes de la société sont soumis au référentiel R 99-02 du CRC qui requiert l'amortissement des écarts d'acquisition (ou goodwill). La Société a opté pour une durée d'amortissement de 15 ans.

Fin 2010, selon nos calculs, l'endettement net de la Société s'établit à 25,7 M€, compte tenu d'un endettement financier de 32,3 M€ et d'actifs de trésorerie (OPCVM et disponibilités) de 6,6 M€, s'analysant comme suit :

- d'une part, les acquisitions réalisées par la Société ont été financées en partie par endettement. Il a d'abord été emprunté 9 M€ pour l'acquisition des sociétés Adelys et Latitudes. Par ailleurs, il a été contracté une dette de 8,6 M€ (libellée en dollar) pour l'acquisition de la société Zorbit LLC et émis un emprunt obligataire convertible de 3 M€. A fin 2010, ces encours s'établissent à 14,1 M€ en dette senior, et 3 M€²² en emprunt obligataire convertible ;
- d'autre part, la Société finance son besoin en fonds de roulement (BFR) au moyen d'avances en compte courant de la part de ses actionnaires dirigeants qui s'établissent à 0,9 M€ à fin 2010 et en recourant à l'affacturage pour 6,9 M€ à cette même date ;
- enfin, un emprunt de 400 K€ auprès d'OSEO a été contracté en janvier 2010 et des prêts de 0,9 M€ (crédit-bail et prêt) ont été obtenus pour financer le transfert, en janvier 2009, du siège social de la Société à son adresse actuelle.

Le calcul de l'endettement net des deux derniers exercices est détaillé dans le tableau ci-après :

En dettement net en M€	2009	2010
Emprunt obligataire convertible	3,00	3,00
<i>Dette senior en €</i>	<i>7,71</i>	<i>6,43</i>
<i>Dette senior en \$</i>	<i>8,55</i>	<i>7,68</i>
<i>Emprunt / aménagement du siège</i>	<i>0,63</i>	<i>0,50</i>
<i>Crédit-bail / aménagement du siège</i>	<i>0,29</i>	<i>0,23</i>
<i>Emprunt OSEO</i>	<i>-</i>	<i>0,40</i>
<i>Autres emprunts</i>	<i>0,03</i>	<i>0,07</i>
Emprunts bancaires et établissements financiers	17,21	15,31
Dette d'affacturage	1,68	6,88
Concours bancaires courants	5,43	6,01
Intérêts courus non échus	0,17	0,15
Prêts anciens actionnaires Zorbit	1,91	0,05
Prêts actionnaires dirigeants	1,10	0,90
A] Endettement financier	30,50	32,29
Titres d'autocontrôle	0,03	0,03
Comptes courants d'affacturage	0,50	3,53
Disponible	1,66	3,00
B] Trésorerie	2,19	6,56
C = A - B Endettement net	28,31	25,73

²² Montant auquel il convient d'ajouter une prime de remboursement de 1,9 M€ compte tenu du caractère improbable de la conversion (à raison de 1 pour 1) des obligations dont le nominal est de 22 € et la valeur de remboursement de 36 €. Pour mémoire, elles servent un intérêt nominal de 10% ce qui équivaut à un taux actuariel de 15,6% à l'émission.

Compte tenu de ses marges actuelles, la société présente donc une situation financière tendue, ce qui s'est traduit en 2009 et en 2010 par le non-respect des ratios financiers contractuels attachés aux dettes senior (14,1 M€ à fin 2010)²³. Les 16 avril 2010 et 28 avril 2011, les banques créancières ont renoncé à deux reprises à la mise en œuvre des clauses résolutoires attachées à ces ratios. En contrepartie, la Société s'est notamment engagée à procéder à une augmentation de capital de 4,5 MUSD en 2010. Dans ces circonstances, il a été procédé en mai 2010 à deux augmentations de capital d'un montant cumulé (prime et nominal) de 3,4 M€, la première se traduisant par l'émission de 365 094 actions au profit des principaux managers américains et des deux dirigeants de la Société, la seconde par l'émission de 12 415 actions au profit du fonds Pluvaca France Small Cap.

Comme indiqué dans le tableau ci-après, le bilan fonctionnel de MAESA est constitué essentiellement par des écarts d'acquisition résultant des acquisitions de Latitudes et de Zorbit LLC et d'un besoin en fonds de roulement (BFR). A fin 2010, cet actif d'exploitation était financé à 55% par endettement financier, comme indiqué dans le tableau ci-après :

En M€ Clôture	2005 septembre	2006 septembre	2007 septembre	2008 septembre	2009 décembre	2010 décembre
Ecart d'acquisition	2,29	2,21	2,53	12,45	29,02	25,60
Immobilisations d'exploitation	0,41	0,99	0,81	1,07	3,82	4,41
BFR	1,31	1,66	5,96	10,46	15,10	16,41
En % du CA	10,1%	8,2%	22,9%	27,0%	26,9%	22,3%
Excédent de trésorerie	-	2,42	0,35	-	-	-
Actif d'exploitation	4,02	7,29	9,66	23,98	47,95	46,41
Capitaux propres avant répartition	1,31	6,52	9,07	12,47	14,07	18,32
Provisions pour R&C	0,03	0,03	0,05	0,03	0,61	0,57
Provision pour Impôt différé	-	-	-	-	0,35	0,35
Dettes / immobilisations et compléments de prix	1,10	0,73	0,54	5,70	4,60	1,44
Endettement financier net de trésorerie ⁽¹⁾	1,57	-	-	5,79	28,31	25,73
En % de l'actif d'exploitation	39%	-	-	24%	59%	55%
Capitaux engagés	4,02	7,29	9,66	23,98	47,95	46,41
En % du CA	30,8%	35,8%	37,2%	62,0%	85,5%	63,1%

⁽¹⁾ 2009 et 2010 retraités de l'affecturage

Compte tenu de ce qui précède, la rentabilité de l'actif d'exploitation ou ROCE²⁴ s'est fortement érodée en 5 ans, passant de près de 33% en moyenne de 2005 à 2007 à 6% en 2010, après un plus bas de 3% en 2009, comme indiqué dans le tableau ci-après. On notera que le rendement de 6% est inférieur à la rentabilité exigible par les investisseurs, laquelle peut être estimée à plus de 11% (cf. infra). Par ailleurs, elle est égale, selon nos calculs, au coût moyen pondéré actuel de la dette de la Société, avant prise en compte de la déductibilité fiscale des intérêts.

²³ L'endettement net ne doit pas excéder 2,5 fois l'EBITDA et 100% des fonds propres, tandis que le service de la dette ne doit pas excéder le cash-flow net.

²⁴ Pour « return on capital employed », ou résultat d'exploitation après impôt rapporté à l'actif d'exploitation.

En M€ Clôture	2005 Pro-forma (1) septembre	2006 septembre	2007 Pro-forma (2) septembre	2008 Pro-forma (3) septembre	2009 Pro-forma (4) décembre	2010 décembre
Ecart d'acquisition	2,29	2,21	2,53	12,45	29,02	25,60
Immobilisations d'exploitation	0,41	0,99	0,81	1,07	3,82	4,41
BFR	1,31	1,66	5,96	10,46	15,10	16,41
En % du CA	10,1%	8,2%	22,9%	27,0%	26,9%	22,3%
Excédent de trésorerie	-	2,42	0,35	-	-	-
Actif d'exploitation	4,02	7,29	9,66	23,98	47,95	46,41
Résultat d'exploitation Pro-forma	1,88	4,01	4,64	5,58	2,23	4,61
IS normatif	(0,65)	(1,38)	(1,60)	(2,18)	(0,82)	(1,80)
Taux d'IS normatif	(34,4)%	(34,4)%	(34,4)%	(39,0)%	(36,5)%	(38,9)%
Résultat net à dette nulle	1,23	2,63	3,04	3,41	1,42	2,82
ROCE hors goodwill	71,6%	51,8%	42,7%	29,6%	7,5%	13,5%
ROCE yc goodwill	30,7%	36,1%	31,5%	14,2%	3,0%	6,1%

Après avoir connu une croissance fortement rentable jusqu'en 2007, la Société est ainsi entrée depuis 3 ans dans une phase de transition marquée par une rentabilité insuffisante. A ce stade, elle se trouve dans une situation de retournement et n'a pas encore fait la démonstration de sa capacité à créer de la valeur dans son nouveau périmètre d'activité en l'absence de franche reprise économique. Compte tenu de sa vulnérabilité passée à l'environnement économique et de son niveau d'endettement actuel, la dégradation anticipée de la conjoncture, tant en Europe qu'aux Etats-Unis, confère au titre MAESA un profil de risque élevé.

3.4 Plans d'affaires prévisionnels 2011 - 2015

Nous avons reçu le 29 juillet 2011 le plan d'affaires à 5 ans établi par la Société et couvrant la période 2011 – 2015. Le 17 août 2011, le budget de ce plan pour l'exercice 2011 a été mis à jour au vu des réalisations du premier semestre et de l'évolution du carnet de commandes. A cette occasion, les prévisions relatives à l'Europe ont été revues à la baisse, à l'inverse de celles concernant les Etats-Unis. Au total, ces ajustements n'ont pas modifié sensiblement les prévisions de chiffre d'affaires ni de marge opérationnelle consolidées pour l'exercice 2011, celles relatives aux exercices suivants demeurant inchangées.

S'agissant du budget 2011, la Société n'anticipe pas d'aléa majeur et considère sa prévision de chiffre d'affaires comme acquise à 95%, compte tenu du carnet de commandes actuel. Comme elle l'a indiqué lors de la présentation des résultats 2010²⁵, la direction prévoit un chiffre d'affaires relativement stable comparé à 2010, et une augmentation de 200 points de base du taux moyen de marge brute, notamment grâce à une amélioration du mix-produit au profit de la branche Produits de beauté.

Le 13 septembre 2011, il nous a été remis un second plan d'affaires établi par le management qui tient compte d'un environnement économique dégradé durant le mois d'août 2011 et de révisions en baisse des prévisions macroéconomiques pour les années futures. Dans ce second plan d'affaires, qui modifie les prévisions 2012 à 2015, le management se montre plus prudent concernant les ventes en Europe, s'agissant notamment des produits pour la maison et des emballages (pour les Etats-Unis, les révisions à la baisse portent sur les produits pour la maison). Après discussion avec le management, nous comprenons que ces révisions ne remettent pas fondamentalement en cause ses objectifs financiers initialement prévus pour 2015 qui, du fait d'un environnement moins favorable, se trouveraient décalés de 2 ans, à 2017.

²⁵ Résultat 2010 – Perspectives 2011, présentation du 5 avril 2011.

a) Description du plan d'affaires initial

Le plan d'affaires initial, amendé le 17 août 2011, anticipe entre 2010 et 2015 une augmentation de près de 50% du chiffre d'affaires. Sans effet de périmètre, cette croissance équivaut à un taux moyen de variation annuelle (TMVA) de 8,4%. Les 2/3 de cette croissance proviendraient des filiales américaines et des ventes de produits de beauté. Compte tenu de l'évolution du mix-produit, la marge brute progresserait encore de 130 points de base, comparée à 2011.

La progression des ventes étant axée sur le développement de grands comptes, elle n'engendrerait qu'une croissance modérée des frais d'exploitation hors marge brute, lesquels sont considérés comme majoritairement fixes. Il s'ensuivrait un fort effet de levier opérationnel, la marge d'exploitation faisant plus que doubler, passant de 6,3% en 2010 à plus de 13% en 2015.

Compte tenu de ces éléments, et en supposant relativement stables les ratios bilanciers observés en 2009 et 2010 en termes de délais de règlement des clients et fournisseurs, il ressortirait, selon nos calculs, un rendement moyen de l'actif d'exploitation (ROCE) de 15% sur la période 2011-2015 et de près de 19% en fin de période.

Ce premier scénario semble ambitieux et optimiste. Il suppose une nette accélération de la croissance à partir de 2012 qui viendrait trancher avec la phase de transition et de consolidation constatée depuis 2008, soit depuis 4 ans, en incluant 2011, exercice qui devrait afficher un très faible taux de croissance, contre +31% en 2010. Par ailleurs, en dehors de l'effet mix-produits, il est aussi attendu une amélioration globale des taux de marge brute, hypothèse qui semble optimiste dans la mesure où les ventes s'orienteraient plus vers des grands comptes et correspondraient à des commandes unitaires plus importantes. A ce titre, la progression de la marge brute est tributaire d'un nombre limité de grands comptes, si bien que la perte d'un seul d'entre-eux aurait un impact significatif sur la marge opérationnelle attendue.

b) Description du plan d'affaires révisé

Bien que moins ambitieux, ce second plan d'affaires demeure volontariste, avec un accroissement attendu du chiffre d'affaires de 45% entre 2010 et 2015, ce qui équivaut à un TMVA de 7,7%. La croissance du taux de marge brute serait limitée à 110 points de base comparé à 2011, contre 130 points de base dans le plan d'affaires initial. Compte tenu de la forte composante fixe des frais d'exploitation, l'écart de marge brute entre les deux plans d'affaires se traduirait par un retrait d'un montant quasi-équivalent en termes de résultat d'exploitation. En conséquence, le taux de marge opérationnelle s'établirait à horizon 2015 à 100 points de base en dessous de celui attendu dans le plan d'affaires initial. Selon nos calculs, la rentabilité de l'actif d'exploitation (ROCE) s'établirait en moyenne à 13,6% sur la période 2011-2015 et à 17% en fin de période de prévision.

In fine, qu'il s'agisse du plan d'affaires initial ou de celui établi après que ne s'exacerbe au mois d'août la crise des marchés financiers, les prévisions du management demeurent optimistes et s'inscrivent en rupture avec les performances récentes de la Société. On notera que ces dernières ont mis en évidence une certaine dépendance aux cycles économiques et que les prévisions de conjoncture sont actuellement revues en baisse tant pour l'Europe que pour les Etats-Unis. En définitive, le plan d'affaires dégradé équivaut à un retard de 24 mois dans la réalisation du plan d'affaires initial. Il ne prévoit pas d'éventuel effet de cycle qui se traduirait par un recul du chiffre d'affaires et une dégradation des marges en 2012, scénario qui nous semble être envisageable en cas de récession économique aux Etats-Unis et en Europe.

On notera enfin que les deux plans sont établis avec une parité Euro contre Dollar américain de 1,4. Compte tenu du fait que les 2/3 de l'activité sont réalisés aux Etats-Unis et que le groupe est faiblement endetté en Dollar, toute hausse de cette devise aurait pour effet d'accroître les résultats exprimés en Euro. Dans la mesure où il est tenu compte dans le plan d'affaires dégradé de prévisions révisées en baisse essentiellement en Europe, il aurait pu également être fait l'hypothèse d'une dépréciation de l'Euro, coïncidant avec un scénario macroéconomique de découplage plus marqué entre les économies de part et d'autre de l'Atlantique. Cette éventualité relativise en conséquence, de notre point de vue, l'ampleur des écarts de marges attendus entre le plan d'affaires dégradé et le plan initial, lesquels sont exprimés en Euro.

4/ TRAVAUX D'EVALUATION

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. Ainsi que précédemment exposé, cette dernière a notamment été réalisée sur la base des plans d'affaires prévisionnels 2011-2015 établis par la direction de la Société.

4.1 Critères et méthodes écartés

Actif net comptable et actif net réévalué (ANR)

L'actif net comptable (ANC) est la différence entre le montant des actifs et l'endettement total figurant au bilan de la Société. L'actif de MAESA est constitué essentiellement des actifs circulants et des écarts d'acquisition ces derniers étant indissociables de la combinaison des différents facteurs de production. Leur appréciation repose sur des projections de création de valeur, ce qu'appréhende la méthode d'évaluation par les DCF (cf. infra).

L'actif net comptable n'a donc pas été retenu dans la mesure où il ne permet pas de tenir compte des performances futures de la Société. D'autre part, l'approche de l'ANR, dans le cas de l'évaluation de MAESA 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.

A titre d'information, au 31 décembre 2010, l'actif net comptable consolidé s'établit à 6 € par action.

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 qui serait établie à partir des dividendes anticipés.

D'autre part, la Société n'a pas distribué de dividende récemment, le dernier versement correspondant au bénéfice de l'exercice clos au 30 septembre 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.

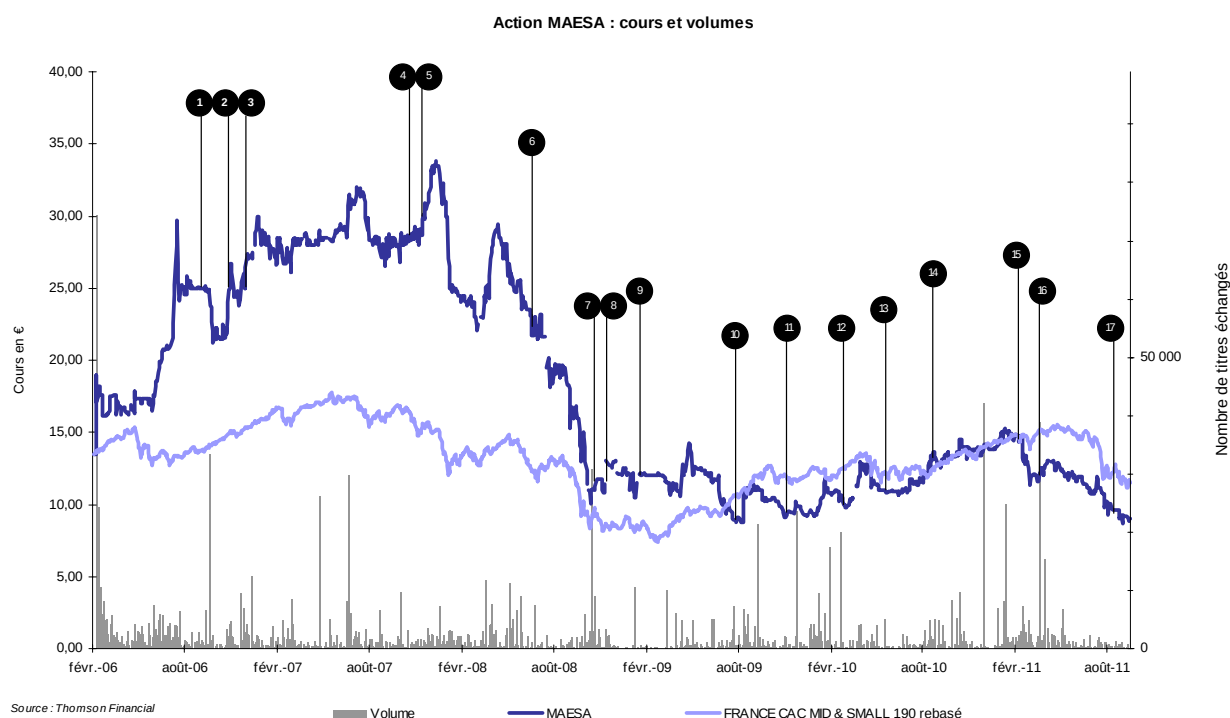
Transactions comparables

Nos investigations ne nous pas permis d'identifier de transactions récentes, suffisamment documentées et fiables, relative à des entreprises concurrentes de MAESA. Pour cette raison, nous n'avons pu mettre en œuvre cette approche.

4.2 Critères et méthodes retenus

Cours de bourse

L'action MAESA a été introduite sur le marché Alternext le 17 février 2006, dans le haut de la fourchette de l'offre à prix ouvert, soit à 13,50 €. Le titre entre dans la composition de l'indice Alternext Allshare (avec un poids 0,5%), ainsi que de l'indice Oseo Innovation (1,2%). L'évolution du cours depuis l'introduction en bourse est retracée par le graphique suivant :



Renvois	Dates	Evènements
1	25-sept.-06	Ouverture d'une filiale aux USA
2	14-nov.-06	Chiffre d'affaires 2005-2006
3	12-déc.-06	Présentation des résultats annuels, objectif de 100M€ de CA en 2010
4	13-nov.-07	Chiffre d'affaires 2006-2007
5	26-nov.-07	Acquisition de Latitude
6	31-juil.-08	Révision en baisse des objectifs 2007-2008, objectif CA 2010 100 M€ confirmé
7	11-nov.-08	Chiffre d'affaires 2007-2008
8	27-nov.-08	Résultats annuels, acquisition de Zorbit, Objectif de CA 2010 de 100M€ confirmé
9	2-févr.-09	Mise en place d'un programme de rachat d'actions
10	10-août-09	Modification de la date de clôture
11	23-nov.-09	Prévisions de résultats annuels, renonciation à l'objectif de CA de 100 M€ en 2010
12	9-mars-10	Chiffre d'affaires 2009
13	3-juin-10	Augmentation de capital de 3,4 m€
14	7-sept.-10	CA S1 2010 et prévisions de CA 2010 à +20%
15	28-févr.-11	Chiffre d'affaires 2010
16	5-avr.-11	Doublement du résultat d'exploitation en 2010
17	5-sept.-11	Chiffre d'affaires S1 2011 et prévisions 2011

Après son introduction, l'action a vu son cours rapidement augmenter pour atteindre, le 2 août 2006, un premier point haut de 29,69 €. Par la suite, en dépit d'une certaine volatilité, le cours a poursuivi sa tendance haussière, dans le sillage de la présentation des comptes 2005-2006, de

l'acquisition de Latitudes et de l'annonce par le management de son ambition d'atteindre, par croissance interne et externe, un chiffre d'affaire de 100 M€ à l'horizon 2010²⁶. Ainsi, un plus haut historique de 33,79 € est atteint le 27 décembre 2007.

Comme indiqué dans le graphique précédent, après décembre 2007, l'action a amplifié la baisse de l'indice de marché des sociétés de petite taille, le CAC Small 190, les performances financières de la Société étant en deçà des objectifs énoncés avant que ne survienne la crise des marchés au deuxième semestre 2008. Ainsi, le 31 juillet 2008, le management révisé en baisse les perspectives de chiffre d'affaires de l'exercice 2007-2008, les chiffres définitifs publiés en novembre 2008 étant inférieurs aux attentes. Par la suite, l'annonce de l'acquisition de Zorbit LLC n'a pas permis d'infléchir l'évolution relative de l'action comparée à l'indice, le recul des performances financières en 2009 conduisant le management à renoncer le 23 novembre 2009 à son objectif initial d'atteindre un chiffre d'affaires de 100 M€ à l'horizon 2010.

En dépit de l'annonce faite le 7 septembre 2010 du redressement de l'activité au 1^{er} semestre de cet exercice, accompagnée de prévisions de chiffre d'affaires annuel finalement dépassées, la performance relative du cours de l'action demeure décevante, cette tendance n'ayant pas été infléchie par la publication des comptes 2010 définitifs ni du chiffre d'affaires réalisé au 1^{er} semestre 2011. Ainsi, depuis le 7 septembre 2010, le cours de l'action a évolué dans une fourchette comprise entre 8,7 € (cours de clôture du 15 septembre 2011) et 15,3 € (25 janvier 2011).

Fin juillet 2011, avant que les marchés-actions n'entament leur chute (-19% pour le Small CAC 190 de fin juillet à fin septembre), l'action MAESA cotait 11,15€.

Au 11 octobre 2011, dernière séance de cotation avant annonce de l'Offre, les moyennes du cours de l'action MAESA et les volumes échangés sont résumés dans le tableau ci-après :

Prix et volumes quotidiens	Haut	Bas	Cours moyen pondéré*	Volume échangé	Moyenne quotidienne	% capital échangé	% capital échangé (flottant)	Jours de cotation
24 mois	15,49	8,48	12,21	611 713	1 172	19,9%	89,8%	100,0%
12 mois	15,49	8,48	13,13	352 270	1 350	11,4%	51,7%	100,0%
6 mois	13,20	8,48	11,76	99 171	757	3,2%	14,6%	100,0%
3 mois	11,90	8,48	10,04	26 013	394	0,8%	3,8%	100,0%
20 jours de bourse	9,25	8,49	8,97	6 593	330	0,2%	1,0%	100,0%
Spot	9,03	9,02	9,03	978	978	0,0%	0,1%	

* cours de clôtures moyens pondérés par les volumes quotidiens

Comme indiqué dans le tableau ci-dessus, sur un an, le volume de titres échangé représente seulement 11,4% du capital ou 52% du flottant. Le cours de l'action MAESA a reposé durant les 12 derniers mois sur des volumes d'échanges modestes, 1 350 titres en moyenne par jour, qui ont eu tendance à s'éroder au cours de la période récente pour tomber au final à 330 actions échangées en moyenne quotidienne au cours des vingt derniers jours de cotation.

A notre connaissance, le titre n'est suivi que par le seul bureau d'analyse ; Aurel BGC. Le 6 septembre 2011, ce dernier a révisé en baisse à 12,5 € son objectif de cours contre un précédent objectif à 14 € présenté le 2 mars 2011. Cette révision s'est accompagnée d'une dégradation des anticipations de chiffre d'affaires et de marges de la part d'Aurel BGC et a été motivée par la détérioration de la conjoncture économique, en dépit de la publication d'un chiffre d'affaires jugé satisfaisant au premier semestre 2011. On notera que les prévisions du bureau de recherche sont inférieures à celles du management.

²⁶ Cf. le 12 décembre 2006, la présentation des résultats annuels au titre de l'exercice 2005-2006, clos au 30 septembre.

Conclusion :

Depuis décembre 2007, le cours de l'action MAESA a sous-performé l'indice des sociétés françaises de petite capitalisation, les performances financières de la Société ayant été décevantes.

En privilégiant les moyennes de cours sur 3 mois et 20 jours de bourse, arrêtées au 11 octobre 2011, le critère du cours de bourse conduit à un intervalle de valeurs comprises entre 8,48 € et 11,90 € avec une moyenne à 3 mois de 10,04 €.

Toutefois, l'action MAESA est peu liquide du fait de l'étroitesse de son flottant et fait l'objet d'un suivi limité à un seul bureau d'analyse. Ces caractéristiques relativisent la pertinence de la référence au cours de bourse, d'autant que la période récente s'est traduite par une érosion des volumes d'échanges. En conséquence, le critère du cours de bourse est retenu à titre secondaire.

Actualisation des flux futurs de trésorerie ou DCF

Méthodologie

L'évaluation par actualisation des flux futurs de trésorerie ou DCF²⁷ se fonde sur les plans d'affaires établis par le management de MAESA pour la période 2011-2015. Dans le cas du plan d'affaires révisé (cf. supra), ces prévisions ont été prolongées de deux ans afin d'atteindre en 2017 les objectifs attendus dans le plan initial.

Au-delà de 2015 dans le premier cas, et de 2017 pour le plan révisé, il est calculé une valeur résiduelle se fondant sur un calcul de rente à l'infini à partir d'un flux normatif. Pour ce faire, il est retenu un taux de croissance de 1,5% conforme à ²⁸ la pratique de place actuelle qui se veut prudente par rapport aux taux de croissance tendanciels des économies matures. D'autre part, nous avons retenu un taux de marge brute normatif qui correspond à la moyenne des taux de marge prévisionnels et de ceux observés en 2009 et en 2010. Les prévisions du management ne décrivant pas à proprement parler un effet de cycle économique, cette approche permet ainsi, selon nous, d'intégrer une année défavorable en termes de marge brute, soit 2010 avec 32%, sur un total de 7 années ou de 9 années dans le cas du plan révisé. Que ce calcul repose sur le plan révisé ou sur le plan initial, il ressort dans les deux cas un taux de marge brute normatif proche de 34,7%, soit un niveau sensiblement supérieur à celui constaté en 2010.

Taux d'actualisation

Les flux prévisionnels de trésorerie sur lesquels repose l'évaluation sont issus de l'exploitation (ou cash-flows d'exploitation) et sont calculés après impôt normatif, variation de BFR et investissements. Ces flux rémunérant à la fois les actionnaires et les créanciers sont actualisés au coût moyen pondéré du capital (CMPC) qui se compose du rendement exigé par les investisseurs en fonds propres, ou coût des fonds propres, et de celui exigé par les créanciers ou coût de la dette, en tenant compte de l'économie d'impôt qui résulte de la déductibilité des charges d'intérêt. La moyenne entre ces deux taux est pondérée en fonction du poids relatif assigné aux fonds propres et aux dettes dans la valeur de l'entreprise (VE).

²⁷ DCF pour discounted cash flow.

²⁸ Egal à la médiane des taux relevés dans les notes d'offres visées par l'Autorité des marchés financiers (AMF) au cours de 24 derniers mois.

Comme évoqué précédemment, le niveau actuel de l'endettement financier n'est pas pérenne. Par ailleurs, compte tenu de la croissance attendue des marges et de la génération de trésorerie qui en résulterait, la Société, selon son plan d'affaires, serait en mesure de se désendetter largement. En cohérence avec ces prévisions, nous avons retenu un levier d'endettement cible proche de 16%²⁹, soit le niveau anticipé à la fin de l'horizon explicite de prévisions. Selon cette hypothèse de désendettement, le coût de la dette retenu serait ramené de son niveau actuel de 6% (dont près de 6,9% sur la dette à long terme), à 5,2%, soit un « spread » de 200 points de base par rapport au rendement des OAT 10 ans observé en moyenne au cours des 24 derniers mois et des 3 derniers mois (cf. infra).

Ainsi que déjà exposé, nous avons eu recours aux services du cabinet Associés en Finance pour le calcul du coût des fonds propres. Selon son analyse, ce dernier s'établit au 19 septembre 2011 dans une fourchette comprise entre 13,17% et 12,80% selon que l'on retient des paramètres de marché moyens sur 3 mois ou sur 2 ans. Ces données nous semblent refléter un niveau d'aversion au risque durablement élevé de la part des investisseurs, ce mouvement ayant été amorcé en 2001 et exacerbé depuis la faillite de Lehman Brothers en 2008. Pour mémoire, la prise en compte de données « spot » reflétant la situation actuelle des marchés conduirait à un taux plus proche de 14,4%.

Sur ces bases, nous retenons une moyenne de 13%. Comme indiqué dans le tableau ci-après, selon le modèle d'Associés en Finance, ce taux de 13% correspond à un coefficient de risque de 1,28 et un coefficient de taille de 2,18. Ramenés dans un modèle classique d'équilibre des actifs financiers (MEDAF), ces paramètres sont équivalents à un bêta implicite de 1,26 et à une prime de taille de 1,12%.

Calculs au 19 septembre 2011 :	3 mois	2 ans	Moyenne
Prime de risque AEF ^(*)	7,36%	5,62%	6,49%
Coefficient de risque	1,28	1,28	1,28
Prime de taille AEF	0,68%	1,22%	0,95%
Lambda	2,18	2,18	2,18
Constante AEF	2,28%	2,95%	2,62%
Coût des FP selon AEF	13,2%	12,8%	13,0%
OAT 10 ans	3,07%	3,27%	3,17%
Prime MEDAF implicite	7,24%	6,52%	6,88%
Prime d'illiquidité implicite MEDAF	0,80%	1,44%	1,12%
Bêta MEDAF implicite	1,28	1,24	1,26

* AEF pour Associés en Finance

A titre de recoupement, il convient de noter que le bêta moyen des sociétés de notre échantillon boursier est de 1,38³⁰ soit un niveau sensiblement plus élevé. Ces sociétés ayant présenté une sensibilité à la conjoncture moins forte que MAESA au cours des 5 dernières années (cf. infra), le niveau de bêta implicite de 1,26 retenu nous semble constituer un élément favorable aux actionnaires minoritaires. Par ailleurs, si l'on observe les primes de risque publiées dans les notes d'offre visées par l'AMF au cours des 3 derniers mois et des 2 dernières années, soit en moyenne 6,51%, le taux de 13% équivaut, selon nos calculs, à une prime de taille de moins de 1 %, soit un taux sensiblement inférieur à celui retenu en moyenne par les évaluateurs et les experts pour évaluer des sociétés de petites capitalisation et qui se situe à 2%.

²⁹ Dette nette / VE.

³⁰ A levier d'endettement comparable.

En conséquence, le taux de 13% retenu pour le coût des fonds propres nous semble équitable dans le cadre d'un retrait obligatoire. Il permet de s'affranchir de conditions de marché à court terme et ainsi, de faire bénéficier à des investisseurs à long terme d'un niveau de valorisation potentiellement atteignable en cas de levée des incertitudes affectant actuellement les marchés.

Compte tenu du levier d'endettement cible de 16% retenu par nos soins, et d'un taux d'impôt normatif de 36,4% résultant de la répartition de l'endettement en Euro et en Dollar, il ressort selon nos calculs, un taux d'actualisation correspondant au coût moyen pondéré du capital égal à 11,5%.

Valeur d'entreprise et valeur des fonds propres

a) Plan d'affaires initial

Sur la base du plan d'affaires initial (cf. supra), l'actualisation des cash-flows d'exploitation conduit à une valeur d'entreprise (VE) de près de 65 M€. Environ 77% de cette dernière provient de la valeur résiduelle à 5 ans, ce qui souligne le poids de la rentabilité normative dans le modèle.

La valeur d'entreprise est issue des flux d'exploitation rémunérant actionnaires et créanciers. Pour obtenir la valeur des fonds propres, il convient de retrancher l'endettement net. Ce dernier comprend un emprunt obligataire d'un montant nominal de 3 M€ et, en cas de non conversion, d'une prime de remboursement (déductible) de 1,9 M€. Compte tenu de la valeur de remboursement de 36€ de ces obligations, nous privilégions le scénario le plus probable, à savoir le paiement in fine de la prime de non-conversion. D'autre part, en cohérence avec le calcul du coût moyen pondéré du capital, lequel tient compte de la déductibilité des frais financiers, et dans la mesure où il est retenu un levier d'endettement cible inférieur à son niveau actuel, la valeur des fonds propres est majorée des économies d'impôts générées par ce surcroît d'endettement temporaire. Enfin, selon notre analyse, l'endettement de fin d'année étant légèrement inférieur à son montant moyen du fait de la saisonnalité de l'activité, il convient de l'ajuster.

Nous retranchons également les provisions pour compléments de prix figurant dans les comptes à fin 2010 (1,4 M€). Ce montant est ajusté pour tenir compte de négociations en cours relatives à l'acquisition de Latitudes qui se traduiront, selon le management, par une majoration de 140 K€ du complément de prix. Inversement, il est tenu compte de l'augmentation de capital réalisée le 6 juillet 2011 au bénéfice des anciens actionnaires de Zorbit LLC par compensation partielle avec le complément de prix qui leur est dû.

La valeur d'entreprise est calculée sur la base d'un taux d'impôt de droit commun estimé à 39% au niveau consolidé. Ce taux est estimé en fonction de la répartition géographique des bénéfices attendus dans le plan d'affaires. Toutefois, le groupe bénéficie aux Etats-Unis d'avantages fiscaux temporaires résultant de l'amortissement fiscal des goodwill reconnus lors des acquisitions de Zorbit LLC et de Latitudes et de déficits reportables. En conséquence, la valeur actualisée des économies d'impôt qui en résulteront est ajoutée à la valeur d'entreprise.

Enfin, il est retranché de la trésorerie de fin décembre 2010 un montant de 200 K€ au titre d'actions d'autocontrôle acquises en 2011 en vue du service des actions gratuites qui seront attribuées au management (cf. infra).

Le passage de la Valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres est détaillé dans le tableau ci-après :

Passage de la VE à la valeur des fonds propres	En M€
Valeur des flux à 5 ans	15,25
Valeur de rente décembre 2015	49,74
Valeur d'entreprise (VE)	64,99
<i>Dette financière au 31/12/2010</i>	<i>(32,29)</i>
<i>Prime de remboursement / OC</i>	<i>(1,91)</i>
<i>Crédit d'impôt / prime remboursement des OC</i>	<i>0,66</i>
<i>Trésorerie nette yc titres d'autocontrôle</i>	<i>6,56</i>
Endettement net au 31/12/2010	(26,99)
Economie d'IS sur frais financier vs levier cible	0,39
Saisonnalité de l'endettement	(0,48)
Valeur des reports déficitaires	1,61
Valeur des goodwills déductibles aux USA	5,21
Provisions pour R&C nettes d'impôt	-
<i>Provisions pour compléments de prix au 31/12/2010</i>	<i>(1,44)</i>
<i>Ajustement du complément de prix / Latitudes</i>	<i>(0,14)</i>
Provisions pour compléments de prix	(1,58)
VNC des titres d'autocontrôle	(0,20)
Augmentation de capital au profit de Zorbit Resource Inc	0,36
Valeur des fonds propres	43,32

Comme indiqué dans le tableau ci-dessus, la valeur des fonds propres s'établit à 43,3 M€. Pour en déduire la valeur d'une action, le nombre de titres retenu intègre l'augmentation de capital réalisée en juillet 2011. Il est en outre calculé sur une base diluée des actions gratuites à attribuer³¹, nette des titres d'autocontrôle destinés au service de ces dernières. Selon nos calculs, il ressort ainsi un nombre dilué de 3 322 033 actions, détaillé dans le tableau ci-après.

Calcul du nombre d'actions dilué	
Nombre d'actions non dilué au 31/12/2010	3 063 906
Actions issues de l'augmentation de capital du 6/7/ 2011	13 687
Actions gratuites (AG)	260 640
Actions d'autocontrôle destinées au services des AG	(16 200)
Nombre d'actions dilué	3 322 033

Sur la base du nombre d'actions dilué et du plan d'affaires initial, la valeur de l'action MAESA obtenue par la méthode des DCF ressort à 13 €.

La sensibilité de cette évaluation aux variations du taux d'actualisation et de croissance à l'infini est selon nous conforme aux amplitudes usuellement observées, comme indiqué dans le tableau ci-après, au sein duquel nous privilégions une fourchette de 11 € à 15,5 € :

³¹ Elles seront attribuées à 4 managers américains entre mai 2012 et mai 2015 sous condition de présence dans le groupe.

		CMPC		
		12,5%	11,5%	10,5%
Croissance	1,0%	10,58	12,51	14,85
	1,5%	10,99	13,04	15,55
	2,0%	11,44	13,63	16,34

Ecart-type / valeur cible : 15%

En complément, nous avons calculé la sensibilité de notre modèle au taux de marge brute normatif ainsi qu'au taux de change. Comme indiqué dans le tableau ci-après, la rentabilité de la société est fortement dépendante du taux de marge brute, les charges d'exploitation hors approvisionnements étant majoritairement fixes. De ce point de vue, l'hypothèse selon laquelle la Société pourrait améliorer ce taux de 3% par rapport à son niveau de 2010 est donc particulièrement structurante pour la valeur.

D'autre part, la devise fonctionnelle retenue par la Société est l'Euro alors que les deux tiers de l'activité sont réalisés par les filiales américaines et que seul ¼ de l'endettement financier est contracté en dollar américain. Par solde, l'appréciation du Dollar a pour effet d'accroître les résultats et la valeur de l'action qui en découle en Euro. On notera cependant qu'une appréciation trop importante du dollar aurait un effet potentiellement dépressif sur les marges réalisées en Europe par MAESA, qui facture en Euro et achète en partie en Dollar. Cet effet n'a cependant pas pu être modélisé faute de données. Enfin, une nette dépréciation de l'Euro face au Dollar pourrait être la conséquence d'un fort découplage des conjonctures économique entre les Etats-Unis et l'Europe, ce qui n'est pas l'hypothèse retenue dans le plan d'affaires, le chiffre d'affaires et les marges étant supposés s'accroître de part et d'autre de l'Atlantique.

Taux de change €/ \$	Taux de marge brute		
	34,2%	34,7%	35,2%
1,31	13,77	14,28	14,79
1,41	12,58	13,04	13,50
1,51	11,67	12,10	12,53

Ecart-type / valeur cible : 7%

En conclusion, sur la base du plan d'affaires initial, il ressort par l'approche DCF une valeur centrale de 13 € dans une fourchette comprise entre 11 € et 15,5 €.

b) Plan d'affaires révisé

Sur la base des prévisions du plan d'affaires révisé, la valeur de l'action MAESA s'établit à 12,2 €, dans une fourchette comprise entre 10,2 € et 14,6 €.

Comme mentionné précédemment, ce scénario repose sur un décalage plus marqué entre la branche américaine et la branche européenne. Dans la mesure où il pourrait correspondre à un découplage sur le plan macroéconomique, il pourrait s'accompagner, éventuellement, d'une appréciation du Dollar. Dans cette optique, le remplacement du taux de change retenu dans le plan d'affaires révisé, soit 1,41 USD pour 1 €, par le taux de change constaté en moyenne à fin septembre 2011 au cours des 15 derniers jours, soit 1,36 USD pour 1 €, conduirait selon nos calculs à une valeur centrale de 12,7 € par action.

c) Conclusion

Nos travaux conduisent à une fourchette de valeurs comprises entre 10,2 € et 15,5 €, avec des valeurs centrales étagées entre 12,2 € (scénario révisé), 12,7 € (scénario révisé avec compensation partielle du fait de l'appréciation du dollar) et 13 € (scénario initial).

Les deux plans d'affaires remis par le management reposent sur des hypothèses relativement optimistes faisant ressortir un niveau de marge brute consolidée qui n'a pas été atteint par

MAESA dans son périmètre d'activité actuel depuis 2008. Par ailleurs, cette amélioration de la marge serait compatible avec l'augmentation du poids des clients grands comptes dans le chiffre d'affaires consolidé. Compte tenu de la granularité de ce dernier, les marges futures pourraient diverger des prévisions en fonction des commandes effectives d'un nombre restreint de grands clients. Enfin, il convient de rappeler que la situation financière de la Société est relativement tendue et que la conjoncture économique n'est pas favorablement orientée dans les deux régions où elle opère principalement.

En conséquence, le titre MAESA présente un profil de risque élevé, ce qui justifie le taux d'actualisation retenu par nos soins. Ce dernier est toutefois calculé dans une optique d'investissement à long terme, ce qui explique, selon toute vraisemblance, une grande partie de l'écart entre les valeurs centrales auxquelles nous parvenons et le cours de bourse actuel.

Comparaisons boursières

Il n'existe pas, à notre connaissance de société cotée concurrente de MAESA sur tous ses marchés et présentant un modèle de développement identique, c'est-à-dire de sous-traitant ensemblier sans outil de production en propre. A défaut, nous avons constitué deux échantillons. Le premier échantillon qualifié de restreint, est composé des deux sous-traitants français ; U10 et PSB Industries. Le second échantillon qualifié d'élargi, intègre en plus des deux sociétés précédentes, le groupe franco-américain Inter Parfums Inc. et la société américaine Elizabeth Arden Inc.

- La société U10 a été sélectionnée par nos soins en raison de la proximité de son business model avec celui de MAESA. En effet, cette société, développe pour le compte de ses clients, distributeurs ou importateurs, des gammes complètes d'articles pour la maison, qu'elle fait produire principalement par des industriels asiatiques. Cette société s'apparente donc au département « Home » de MAESA.
- PSB Industries est pour sa part un industriel français spécialisé dans la production d'emballages pour les sociétés présentes dans les produits de cosmétique et de parfumerie, ainsi que dans la fabrication d'emballages thermoformés pour les produits de grande consommation. Ces deux activités représentent respectivement 64% et 19% de son chiffre d'affaires en 2010. Le solde de son chiffre d'affaires, soit 17%, correspond à une activité de chimie de spécialité dans le domaine des poudres et des formulations liquides à base d'alumine. A la différence d'U10, elle s'adresse à des clients de dimension généralement internationale, notamment dans le domaine du luxe. Parmi ceux-ci : Armani, Dior, Chanel Clarins, Estée Lauder, Maybelyne, Guerlain, Nivea, Bonduelle, Philips... Le cœur d'activité de PSB s'apparente donc au département « packaging » de MAESA de par la typologie de sa clientèle et ses produits, à la différence près que cette société possède un outil industriel.

Ces deux sociétés présentent ainsi la particularité d'être les sous-traitants de leurs clients respectifs et de ne pas porter le risque commercial attaché à une marque ou à la commercialisation de stocks de produits finis, à l'instar de MAESA qui ne passe ses commandes à ses fournisseurs qu'après avoir elle-même reçu les commandes de ses clients.

Les deux autres sociétés composant l'échantillon élargi sont toutes deux spécialisées dans le domaine des parfums et des produits de beauté, soit sous marque propre, soit sous licence. Elles disposent toutes deux d'un savoir-faire poussé dans les domaines du marketing et du développement.

- Inter Parfums Inc. est une société américaine cotée au Nasdaq qui contrôle Interparfums S.A. elle-même cotée par Nyse Euronext. Le groupe est principalement spécialisé dans le développement de parfums sous licences de marques du luxe, avec en premier lieu Burberry (53% du chiffre d'affaires en 2010). Elle compte également dans son portefeuille d'autres licences de grandes marques telles Lanvin, Van Cleef & Arpels, Paul Smith, S.T. Dupont,

Christian Lacroix, Quicksilver et Rox, pour les parfums, et Nickel, pour les produits cosmétiques pour hommes. Enfin, comme MAESA, elle possède aux Etats-Unis un département axé sur la vente en « full service » de produits de beauté pour marques tiers. Ce dernier est orienté vers le mass-market, avec GAP, Banana Republic, Nine West, Brooks Brothers, etc.. On notera qu'Inter Parfums Inc. sous-traite la fabrication de ses produits et de leurs emballages tout comme MAESA. Le groupe réalise 46% de son chiffre d'affaires en Europe, 20% aux Etats-Unis, et le solde notamment en Asie.

- Elizabeth Arden comme Inter Parfums Inc. est principalement orientée vers la vente de parfums et en sous-traite la fabrication et l'emballage/conditionnement. Elle réalise 61% de son chiffre d'affaires aux Etats-Unis soit un niveau relativement proche de MAESA dans son périmètre d'activité actuel. A la différence d'Inter Parfums Inc., elle dispose aussi de ses propres marques en plus d'un large portefeuille de licences, et elle est également agent importatrice de marques tiers aux Etats-Unis. Parmi ses principales licences, on compte les marques Britney Spears Fragrances, Elizabeth Taylor Fragrances, Mariah Carey Fragrances, Usher Fragrances, etc.. De par son positionnement dans la chaîne de valeur ajoutée et du fait de la possession de marques en propre, Elizabeth Arden est donc la société la plus éloignée de MAESA, même si les produits qu'elle commercialise et la localisation géographique de leurs débouchés sont relativement proches de ceux de la branche « beauty » de la Société.

La Société nous semble par conséquent plus proche de la catégorie des sous-traitants que de celui de commerçants exerçant sous marques propres ou sous licences. Elle présente une plus grande volatilité de ses ventes et de ses marges que chacune des quatre sociétés de notre échantillon, cette volatilité la rapprochant d'avantage des deux sous-traitants U10 et PSB Industries, comme l'illustrent les tableaux suivants.

Variation du chiffre d'affaires à périmètre constant	2007	2008	2009	2010	Ecart-type
Moyenne échantillon restreint	13%	-6%	-10%	16%	11,5%
Moyenne échantillon large	16%	1%	-9%	15%	10,5%
MAESA	18%	-19%	-17%	31%	22%

Marge d'exploitation	2007	2008	2009	2010	Ecart-type
Moyenne échantillon restreint	10%	5%	6%	8%	1,8%
Moyenne échantillon	11%	7%	8%	10%	1,3%
MAESA (comptes pro-forma)	18%	14%	4%	6%	5,7%

Compte tenu de la présence chez PSB Industries d'un outil industriel, nous avons privilégié les multiples calculés après dotation aux amortissements. Par ailleurs, en cohérence avec l'approche retenue pour le calcul du taux d'actualisation qui implique un effet favorable du levier d'endettement sur la valeur d'entreprise, et compte tenu de l'effet inverse induit sur les multiples de résultat net, nous avons privilégié les multiples moyens de résultat d'exploitation (VE/REX) et de résultat net (P/E). Les multiples retenus pour chacun des deux échantillons sont les suivants :

Multiples moyens retenus*	Echantillon restreint	Echantillon large
VE/REX 2011	7,60x	10,11x
VE/REX 2012	6,15x	7,93x
VE/REX 2013	5,40x	6,43x
P/E 2011	8,49x	14,68x
P/E 2012	7,13x	11,83x
P/E 2013	6,59x	10,24x

**Calculés sur les cours moyens 3 mois au 16 septembre 2011*

Si les parts flottantes des capitalisations boursières d'U10 et de PSB sont proches de la capitalisation de MAESA³², en revanche, l'échantillon large présente un flottant d'une valeur en moyenne 4 fois supérieure. Cet écart de taille justifierait pour MAESA, selon les données établies par Associées en Finance, un coût du capital plus élevé d'au moins 100 points de base, abstraction faite du profil de risque plus élevé de la Société. Toutes choses égales par ailleurs, ce différentiel justifie, selon nos calculs, l'application d'une décote de près de 9% aux résultats issus des multiples de l'échantillon large.

a) Plan d'affaires initial

L'application des multiples de chacun des deux échantillons, après décote de taille s'agissant de l'échantillon large, conduit à une fourchette de valeurs comprises entre 10,2 € et 16,2 € par action MAESA, avec une valeur centrale de 13 €.

En €/action	Minimum	Cible	Maximum
Echantillon restreint	10,2	11,1	11,9
Echantillon large	10,2	14,9	20,4
Moyenne	10,2	13,0	16,2

b) Plan d'affaires révisé

La même approche appliquée au plan d'affaires révisé conduit à un intervalle de valeurs comprises entre 9,5 € et 15,1 €, avec une valeur centrale de 12,1 €.

	Minimum	Cible	Maximum
Echantillon restreint	9,5	10,3	11,1
Echantillon large	9,5	13,9	19,1
Moyenne	9,5	12,1	15,1

La mise en œuvre de l'approche analogique conduit ainsi à des fourchettes de valeurs qui confirment l'approche par les DCF. Compte tenu toutefois du caractère imparfait de l'échantillon, cette méthode est retenue à titre de recoupement.

Transactions récentes en sein du groupe MAESA

Au cours des deux derniers exercices, la Société a procédé à des augmentations de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription (DPS).

Comme mentionné précédemment, une augmentation de capital s'inscrivait dans l'engagement pris par MAESA envers ses créanciers de renforcer ses fonds propres est intervenue en 2010. Cette opération comportait une tranche réservée aux managers des filiales américaines ainsi qu'à Grégory Mager et Julien Saada et une tranche souscrite par le fonds Pluvaca France Small Cap (délégations accordées au conseil d'administration par les assemblées générales extraordinaires du 4 mai 2010 et du 19 décembre 2008). Elles ont été réalisées sur la base de la moyenne des 20 derniers cours de bourse relevée au 4 mai 2010, soit 12,29 €³³. Ces deux augmentations de capital

³² Dans cette approche, il n'est pas tenu compte de la faiblesse du flottant de la capitalisation boursière de MAESA.

³³ Avec 5% de décote soit 11,68 € pour le fonds Pluvaca, conformément à la délégation accordée par l'assemblée du 19 décembre 2008.

ont représenté un accroissement de 10% du nombre de titres, ce qui est quasiment autant que les volumes échangés en bourse au cours des 12 derniers mois, soit un peu plus de 11% (cf. supra).

Le 6 juillet 2011, la société a procédé à une augmentation de capital de 359 K€ par émission de 13 687 actions au prix de 26,26 € par titre. Celle-ci a été souscrite par la société Zorbit Resources Inc., vendeur de Zorbit LLC à MAESA en janvier 2009. Le prix de 26,26 € correspond à la conversion en Euro d'un prix de souscription de 38,08 USD fixé conformément aux termes du protocole d'acquisition de Zorbit LLC qui prévoyait le paiement de 40% des compléments de prix en titres MAESA. Le prix de souscription de 26,26 € ne constitue donc pas une référence dans l'absolu mais renvoie à l'acquisition de Zorbit LLC dont il n'est qu'une conséquence annexe. Sur la base des informations qui nous ont été transmises par le management, et selon nos calculs, cette acquisition a été réalisée sur la base de multiples d'Excédent brut d'exploitation résumés dans le tableau ci-après, en fonction des exercices de référence retenus pour leur calcul (2008 ou 2009) :

	2 008	2009E
VE/EBE sur prix de revient initial yc earn out	7,61x	6,14x
VE/EBE sur prix de revient initial yc earn out et bonus	8,13x	6,57x

Les bonus envisagés dans le protocole avaient un caractère hautement incertain. Ils ne seront en définitive pas versés, cette information étant connue dès la publication des comptes semestriels arrêtés le 31 mars 2009³⁴. Pour cette raison, afin de donner une image plus réaliste du prix envisagé par les parties à l'époque de la transaction, nos calculs ne se fondent pas uniquement sur des multiples y compris bonus mais sur la moyenne des valeurs découlant de l'application des multiples avec et sans bonus.

a) Plan d'affaires initial

L'application de ces multiples aux agrégats 2011 et 2012 consolidés de MAESA conduit à un intervalle de valeurs comprises entre 11,5 € et 14,7 €, avec une valeur centrale de 13,1 €.

b) Plan d'affaires révisé

En tenant compte de prévisions dégradées en 2012, il ressort une fourchette de valeurs comprises entre 11,5 € et 13,6 €, avec une moyenne à 12,5 €.

Les transactions intervenues au sein du groupe MAESA font ainsi ressortir des valeurs centrales de 12,3 €, 12,5 € et 13,1 €. S'agissant de l'acquisition de Zorbit LLC, cette référence nous semble pertinente dans la mesure où cette société représente 45% du chiffre d'affaires consolidé de MAESA en 2010, et où la conjoncture qui prévalait au début de 2009 lors de son acquisition, n'était pas fondamentalement différente de la situation de crise actuelle. Il convient toutefois de noter que cette référence intègre une prime de contrôle implicite ce qui apparaît favorable aux actionnaires minoritaires de MAESA. En effet, à notre connaissance, le contrôle du capital de la Société ne fait pas l'objet de négociation et le cours de l'action ne présente pas non plus un caractère spéculatif.

³⁴ Cf. rapport semestriel au 31 mars 2009.

Autres éléments d'appréciation du prix

Nous avons pris connaissance de l'accord d'investissement conclu le 11 octobre 2011 entre les dirigeants fondateurs de MAESA et les fonds gérés par EdRIP. Les conditions de cet accord n'appellent pas de remarques de notre part et nous relevons qu'elles n'introduisent pas de rupture d'égalité entre les actionnaires susceptibles d'apporter leur titres à la présente Offre et ceux qui sont parties prenantes de cet accord ou des engagements qui lui sont liés.

5/ ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'EVALUATEUR

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse du rapport d'évaluation réalisé par l'établissement présentateur, CM-CIC Securities (ci-après CM-CIC S ou l'établissement présentateur).

a) Choix des méthodes et des critères d'évaluation

Dans le choix des méthodes et des références d'évaluation, CM-CIC S a exclu les opérations récentes intervenues au sein du groupe MAESA. Rappelons que ces opérations concernent deux augmentations de capital avec suppression du DPS intervenues en mai 2010 ainsi que l'acquisition de Zorbit LLC en janvier 2009. Dans la mesure où les augmentations de capital ont été souscrites par les dirigeants et par les principaux managers américains et qu'elles ont représenté une augmentation de 10% du capital, soit l'équivalent des titres échangés au cours des 12 derniers mois, il nous a semblé légitime de les retenir comme références d'évaluation. De même, l'acquisition de Zorbit LLC, nous a semblé constituer une référence pertinente dans la mesure où elle est intervenue dans un contexte économique et boursier relativement proche de celui qui prévaut actuellement et où Zorbit LLC réalise plus de 45% du chiffre d'affaires du Groupe.

Pour mémoire (cf. supra) :

- les augmentations de capital de mai 2010 ont été réalisées au prix moyen de 12,26 € par action ;
- l'application des multiples d'acquisition de Zorbit LLC. conduit à une valeur centrale de 13,1 €.

b) Modalités de mise en œuvre des méthodes

Cours de bourse

La référence au cours de bourse conduit à des résultats quasi-similaires. CM-CIC S retient des cours moyens pondérés par les capitaux échangés. Pour notre part, nous avons privilégié la moyenne des cours de clôture sur 3 mois pondérée par le nombre de titres échangés. Cette différence méthodologique introduit des écarts minimes.

Méthode des DCF

CM-CIC S a privilégié le plan d'affaires remis par le management le 12 septembre 2011 qui se base sur des hypothèses dégradées comparées à celles du plan d'affaires reçu le 29 juillet 2011. Pour notre part nous avons fait reposer nos travaux sur les deux plans, dans la mesure où le plan révisé ne repose que sur des anticipations de conjoncture à plus de 6 mois et qu'à ce jour, elles ne se sont pas encore traduites par des décalages de projets ou de commandes de la part des clients de la Société. Dans le cas du scénario dégradé, nous avons, par ailleurs retenu une hypothèse de taux de change plus favorable qui réduit l'effet d'un découplage accru entre les économies américaines et européennes.

A plan d'affaires identique, et hormis l'ajustement du taux de change par nos soins, les principales différences sont les suivantes :

- L'établissement présentateur retient pour le calcul de la valeur résiduelle un taux de marge d'EBE de 12,5% en se basant sur les taux de marge attendus dans le plan d'affaires pour les exercices 2013 à 2015. Pour notre part, nous avons voulu tenir compte de performances passées pour refléter un effet de cycle dans le calcul de la marge brute normative. Ce dernier intègre ainsi, en plus des prévisions du plan d'affaires, les données issues des comptes pro-forma 2009 et 2010. Par ailleurs, nous avons prolongé le plan d'affaires de 2 ans pour atteindre en 2017 les objectifs prévus en 2015 dans le plan initial. Au final, nous tablons sur un taux d'EBE de 12,8%.
- Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 1,5% contre 1% pour le CM-CIC S. Comme indiqué précédemment, le taux de 1,5% correspond à un taux généralement retenu actuellement, comme en témoignent les notes d'offre visées par l'AMF. Par ailleurs, nous considérons que tant l'appartenance de MAESA au secteur des produits de beauté/parfumerie de masse que l'externalisation de l'achat de ce type de produits par les distributeurs spécialisés justifient de retenir un taux applicable à la moyenne des sociétés cotées.
- Inversement, CM-CIC S, bien qu'il retienne un bêta de l'action plus élevé (1,5 contre 1,26 en référentiel MEDAF)³⁵, obtient un taux d'actualisation plus faible du fait de la prise en compte d'une prime de risque 5,8% contre une prime de risque (MEDAF) de 6,9% dans nos travaux, qui intègrent par ailleurs une prime de taille.

Compte tenu de ces éléments, l'établissement présentateur parvient à une valeur centrale de 12,8 € par action MAESA. Pour notre part, sur la base du scénario dégradé, nous obtenons une valeur centrale de 12,2 € avec un taux de change de 1,41 USD et de 12,7 € avec un taux de change cible de 1,36 USD, soit, 12,45 € en faisant la moyenne entre ces deux résultats. Par ailleurs, sur la base du plan d'affaires initial, nous parvenons à une valeur centrale de 13 €. En moyenne, la mise en œuvre des deux scénarios conduit ainsi, selon nos calculs à une valeur centrale de 12,7 €.

Comparaisons boursières

La première différence tient à la composition de l'échantillon retenu. Mis à part les trois sociétés communes à nos travaux, U10, PSB Industries et Inter Parfums Inc., CM-CIC S a inclus la société Interparfums SA dans son échantillon. Pour notre part nous avons retenu Elizabeth Arden. Comme mentionné précédemment, Interparfums SA, grâce aux licences qu'elle exploite, est le principal actif d'Inter Parfum Inc. qui développe par ailleurs aux Etats-Unis, une activité similaire à celle de MAESA. Pour cette raison, nous avons estimé cette société américaine plus comparable à MAESA que sa filiale française. Par ailleurs, nous avons retenu Elizabeth Arden en dépit de l'éloignement de son business model comparé à celui de MAESA en raison de la nature de ses produits et la prévalence des Etats-Unis dans la répartition géographique de ses ventes.

CM-CIC S a retenu les multiples d'EBITDA³⁶. Pour notre part, nous relevons que notre échantillon présente une intensité capitalistique supérieure à celle de MAESA. En conséquence, nous n'avons pas retenu les multiples calculés avant dotations aux amortissements. La prise en compte du multiple d'EBE ou de CAF conduirait à diminuer les valeurs obtenues.

³⁵ Pour mémoire, CM-CIC S retient un bêta historique sectoriel calculé sur 3 ans qu'il ajuste de coefficients de risques. Le bêta calculé à notre demande par Associés en Finance est un bêta prospectif, basé sur les caractéristiques intrinsèques de la société et son secteur.

³⁶ Pour "earnings before interest, taxes, depreciation and amortization". Il s'agit d'un résultat d'exploitation avant dotations aux amortissements, soit l'EBE après dotations aux provisions.

Enfin, l'établissement présentateur applique ses multiples aux agrégats 2011 et 2012, alors que nous retenons également l'exercice 2013. Compte tenu du redressement attendu des marges en 2012 et 2013, il adopte ainsi une approche qui accorde moins de poids aux prévisions à moyen terme du management, ce qui génère un écart avec les résultats du DCF. D'autre part, pour l'échantillon large, nous appliquons une décote de taille. Compte tenu de son échantillon, CM-CIC S n'a pas mis en œuvre un tel ajustement, ce qui nous semble justifié.

Compte tenu de ce qui précède, les travaux de CM-CIC S conduisent à des valeurs centrales comprises entre 9,7 € et 12,8 €. Nos travaux conduisent quant à eux à des valeurs centrales comprises entre 10,0 € et 13,0 €.

En conclusion, nos travaux comme ceux de l'établissement présentateur, en dépit de différences méthodologiques, conduisent à des valeurs centrales proches de 13 € ou inférieures.

Le tableau suivant résume nos résultats :

En € par action	CMCIC Révisé	BM&A		
		Initial	Révisé	Moyenne
Augmentations de capital de mai 2010	na	12,3	12,3	12,3
Acquisition de Zorbit LLC	na	13,1	12,5	12,8
Moyenne des transactions internes à la Société	na	12,7	12,4	12,5
Méthode des DCF	12,8	13,0	12,5	12,7
Méthode des comparables	10,3	13,0	12,1	12,6
Cours de bourse moyen 3 mois	9,7	10,0	10,0	10,0

6/ CONCLUSION

Le tableau ci-après synthétise les fourchettes de valeurs de l'action MAESA auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes que le prix de 13 € par action proposé dans le cadre de l'Offre fait ressortir par rapport à ces valeurs.

Valeur de marché	Valeur par action			Primes et (décotes)		
	minimum	centrale	maximum	minimum	centrale	maximum
Cours moyen pondéré au 11 octobre 2011						
1 an	8,5 €	13,1 €	15,5 €	53%	(1)%	(16)%
6 mois	8,5 €	11,8 €	13,2 €	53%	10%	(2)%
3 mois *	8,5 €	10,0 €	11,9 €	53%	30%	9%
20 jours	8,5 €	9,0 €	9,3 €	53%	45%	41%
Cours au 11 octobre 2011	9,0 €	9,0 €	9,0 €	44%	44%	44%
Comparables boursiers						
Sur la base des multiples boursiers *	9,5 €	12,6 €	16,2 €	37%	3%	(20)%
Approche intrinsèque						
DCF **	10,2 €	12,8 €	15,6 €	28%	2%	(16)%
Transactions internes au groupe MAESA						
Valeur cible **	11,5 €	12,5 €	14,7 €	13%	4%	(11)%
Moyenne des critères secondaires	9,0 €	11,3 €	14,0 €	45%	15%	(7)%
Moyenne des critères retenus à titre principal	10,9 €	12,6 €	15,1 €	20%	3%	(14)%

Légende : * retenu à titre secondaire, ** retenu à titre principal

Le prix de 13 € offert par action MAESA fait ainsi ressortir des primes comprises entre 2% et 30% par rapport aux valeurs centrales des différents critères et méthodes retenus par nos soins. Sur la base des approches retenues à titre secondaire (cours de bourse, comparables boursiers), la prime offerte est en moyenne de 15%, contre 3% sur la base de celles retenues à titre principal (DCF et transactions internes au groupe MAESA).

Selon nos calculs, le prix de 13 € offert correspond à la valeur centrale intrinsèque résultant de l'évaluation par les DCF, en se basant sur le plan d'affaires initial de la Société dont nous estimons qu'il repose sur des objectifs ambitieux à long terme et des hypothèses optimistes sur la conjoncture à court terme. Il n'est pas sensiblement différent de la valeur résultant des multiples d'acquisition de Zorbit LLC, principale entité du groupe MAESA, dont il convient de rappeler qu'ils intègrent une prime de contrôle.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 13 € par action MAESA proposé dans le cadre de la présente Offre est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

A l'issue de l'Offre, s'il détient 95 % ou plus du capital et des droits de vote de MAESA, l'Initiateur se réserve la faculté de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire.

Dans l'hypothèse où cette opération interviendrait dans un délai de trois mois au terme de l'Offre et au regard des informations dont nous disposons à la date du présent rapport, notre opinion est que le prix de 13 € par action MAESA, qui serait proposé dans le cadre de ce retrait obligatoire serait équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de Maesa s'est réuni le 13 octobre 2011, afin notamment d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Six des six membres du Conseil d'administration (à savoir Julien Saada, Grégory Mager, Robert Mager, Jill Belasco, Scott Oshry et Scott Kestenbaum) étaient présents ou représentés.

Les membres du Conseil d'administration ont pris connaissance des documents suivants :

- (i) le projet de note d'information établi par l'Initiateur, tel qu'il envisage de le déposer à l'AMF le 14 octobre 2011, contenant notamment (a) les motifs et intentions de ce dernier et (b) la synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre préparée par le CM-CIC, banque présentatrice de l'Offre ;
- (ii) le rapport établi par le cabinet Bellot Mullenbach & Associés, représenté par Monsieur Pierre Béal, agissant en qualité d'expert indépendant (**l'Expert Indépendant**) ;
- (iii) le projet de note en réponse de la Société prévu par l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF.

Après examen des documents, les administrateurs ont procédé à un échange de vues sur l'ensemble de ces éléments et ont constaté que :

- F&B Group entend soutenir le développement stratégique de la Société tel que cette dernière le définit et poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société afin de renforcer sa position de leader mondial de la beauté sur mesure ;
- F&B Group n'a pas l'intention de modifier de manière significative le périmètre des activités de Maesa dans les douze mois à venir ;
- F&B Group n'envisage pas la réalisation d'une fusion avec Maesa ;
- F&B Group s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivi par Maesa en matière d'emploi. Elle n'anticipe donc pas de changement au sein des effectifs de la Société ou dans le cadre de la politique d'emploi ou de ressources humaines de Maesa ;
- F&B Group entend s'inscrire dans la continuité de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines de Maesa ;
- F&B Group n'entend pas procéder à une modification de la composition du conseil d'administration de la Société ni de la direction ;
- F&B Group n'envisage pas à court terme de modifier la politique de distribution de dividendes de Maesa, étant précisé que depuis son admission sur le marché Alternext de NYSE Euronext Paris, Maesa n'a procédé à aucune distribution de dividendes à ses actionnaires, à l'exception d'un dividende de 420.747,62 euros (représentant un dividende de 0,17 euro par Action Maesa) distribué au titre de l'exercice clos le 30 septembre 2006 ;
- le Prix de l'Offre est de 13 euros par action ;

- le Prix de l'Offre se compare favorablement à certains des critères de valorisation présentés dans le rapport de l'Expert Indépendant ;
- les conclusions de l'Expert Indépendant précisent que « *sur la base de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix proposé dans le cadre de la présente Offre de 13 euros par action MAESA est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société* » ; et
- le Prix de l'Offre représente une opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires de la Société qui apporteront leurs titres à l'Offre sur l'intégralité de leur participation au même prix par Action Maesa que celui retenu pour valoriser l'apport du Bloc de Contrôle à l'Initiateur.

Le Conseil d'administration prend acte que, conformément aux dispositions d'une part de l'article 235-4 et d'autre part de l'article 237-14 du Règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai maximum de trois (3) mois à l'issue de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire par transfert des Actions Maesa qui ne lui appartiennent pas et qui n'auraient pas été présentées à l'Offre, à condition qu'elles ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société.

Le Conseil d'administration connaissance prise (i) des termes de l'Offre, (ii) des motifs et des intentions de l'Initiateur, et (iii) des éléments de valorisation indiqués dans la synthèse préparée par le CM-CIC et dans le rapport de l'Expert Indépendant, après en avoir délibéré, estime à l'unanimité que l'Offre est réalisée dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, et qu'elle constitue une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate.

Par ailleurs, le Conseil décide de ne pas apporter à l'Offre les (i) 16.200 Actions Maesa auto-détenues dans le cadre du Programme d'Attribution Gratuite d'Actions et (ii) 2.010 Actions Maesa auto-détenues dans le cadre du Contrat de Liquidité.

5. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Lors de la réunion du Conseil d'administration en date du 13 octobre 2011, les membres du Conseil d'administration présents ont rappelé qu'ils avaient apporté l'intégralité des Actions Maesa dans le cadre de l'apport du Bloc de Contrôle à F&B Group, moyennant une valeur d'apport par Action Maesa égale au Prix de l'Offre, soit 13 euros par Action Maesa.

6. INFORMATIONS CONCERNANT MAESA

En application de l'article 231-19, 2° du Règlement général de l'AMF, la présente section contient les éléments mentionnés à l'article L. 225-100-3 du code de commerce.

6.1 Structure du capital social et des droits de vote de Maesa

6.1.1 Tableau de répartition du capital et des droits de vote de Maesa avant l'acquisition du Bloc de Contrôle

Avant l'acquisition du Bloc de Contrôle, le capital social de Maesa s'élevait à 307.759,30 euros, réparti en 3.077.593 Actions Maesa d'une valeur nominale de dix centimes d'euros (0,10 €).

A la connaissance de l'Initiateur, les actionnaires se répartissaient comme suit au 11 octobre 2011 :

	Répartition des Actions Maesa		Répartition des droits de vote Maesa ⁽³⁷⁾	
	Nombre	%	Nombre	%
Julien Saada	957.693	31,12	1.895.044	37,78
Grégory Mager	978.547	31,80	1.931.669	38,51
Robert Mager	6.490	0,21	6.500	0,13
Lisa Saada	21508	0,70	42.276	0,84
Martine Mager	9.968	0,32	9.978	0,20
Tom Butkiewicz	36.615	1,19	36.615	0,73
Howard Sherman	36.615	1,19	36.615	0,73
Paul Houlby	10.985	0,36	21.970	0,44
Sean Brosmith	108.345	3,52	108.345	2,16
Scott Oshry	108.345	3,52	108.345	2,16
Scott Kestenbaum	25.492	0,83	25.492	0,51
Jill Belasco	71.730	2,33	71.730	1,43

37

Droits de vote déterminés conformément à l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF, c'est-à-dire sur la base de l'ensemble des Actions Maesa auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les 18.210 Actions Maesa auto-détenues privées de droit de vote.

	Répartition des Actions Maesa		Répartition des droits de vote Maesa ⁽³⁷⁾	
Actions Maesa auto détenues ⁽³⁸⁾	18.210	0,60	18.210	0,36
Public	687.050	22,32	703.447	14,02
TOTAL	3.077.593	100	5.016.236	100

6.1.2 Tableau de répartition du capital et des droits de vote de Maesa après l'acquisition du Bloc de Contrôle et à la date du dépôt du projet d'Offre

A la connaissance de l'Initiateur, le capital social et les droits de vote de Maesa à la suite de l'acquisition du Bloc de Contrôle et à la date du dépôt du projet d'Offre, se répartissent comme suit (après suppression des droits de vote double attachés aux Actions Maesa apportées) :

	Répartition des Actions Maesa		Répartition des droits de vote Maesa ⁽³⁹⁾	
	Nombre	%	Nombre	%
F&B Group	2.372.333	77,08	2.372.333	76,68
Actions Maesa auto détenues ⁽⁴⁰⁾	18.210	0,60	18.210	0,58
Public	687.050	22,32	703.447	22,74
TOTAL	3.077.593	100	3.093.990	100

6.1.3 Titres donnant accès au capital

Obligations Convertibles Maesa non cotées, d'une valeur nominale unitaire de 22 euros, portant intérêts à 10% annuellement, conférant le droit à leur titulaire de souscrire en principe un nombre total de 136.364 Actions Maesa nouvelles, convertibles à tout moment à l'initiative de leur titulaire jusqu'au 28 décembre 2015, et qui n'ont toujours pas été converties à ce jour.

Ces Obligations Convertibles Maesa, qui sont intégralement détenues par les fonds communs de placement à risques UFF Innovation 6 et CAP Innovation 2007, ont fait l'objet de la part de leurs titulaires le 11 octobre 2011 d'un engagement irrévocable (i) de conservation et de non-conversion jusqu'à l'expiration de l'Offre et de l'éventuelle procédure de retrait obligatoire et

³⁸ Les 18.210 droits de vote attachés aux Actions Maesa auto-détenues par la Société sont théoriques, dans la mesure où ces Actions Maesa auto-détenues sont privées de droit de vote.

³⁹ Droits de vote déterminés conformément à l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF, c'est-à-dire sur la base de l'ensemble des Actions Maesa auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les 18.210 Actions Maesa auto-détenues privées de droit de vote.

⁴⁰ Les 18.210 droits de vote attachés aux Actions Maesa auto-détenues par la Société sont théoriques, dans la mesure où ces Actions Maesa auto-détenues sont privées de droit de vote.

(ii) de non-apport à l'Offre et à l'éventuelle procédure de retrait obligatoire. Les 136.364 Obligations Convertibles Maesa, ainsi que les 136.364 Actions Susceptibles de Résulter de la Conversion des Obligations Convertibles Maesa, sont en conséquence non visées par l'Offre.

A l'exception des Obligations Convertibles Maesa, la Société n'a émis aucun droit, titre de capital ou instrument financier donnant accès immédiatement ou à terme à son capital ou à ses droits de vote.

6.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions Maesa - Clauses portées à la connaissance de la Société

Aucune disposition des statuts de la Société ne limite la libre négociabilité des Actions Maesa.

Il est précisé que l'article 13.C des statuts prévoit une obligation de déclaration de tout franchissement à la hausse des seuils de 5% du capital social ou des droits de vote de la Société, ou de tout multiple de 5% du capital social ou des droits de vote et ce, jusqu'à 50% du capital social ou des droits de vote inclus et, au-delà de 50%, une fraction correspondant aux seuils supérieurs prévus par l'article L. 233-7 du Code de commerce ainsi qu'au seuil de 95% prévu par les règles du marché Alternext.

6.3 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du code de commerce

Conformément aux dispositions de l'article 233-7 du Code de commerce, l'Initiateur a déclaré par courrier en date du 14 octobre 2011, à l'AMF, avoir franchi en hausse le seuil légal de 50% du capital et des droits de vote de Maesa, dans le cadre de l'apport du Bloc de Contrôle à l'Initiateur. Cette déclaration fera l'objet d'un avis publié par l'AMF.

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

L'article 13.B des statuts de Maesa prévoit l'octroi d'un droit de vote double aux titulaires d'Actions Maesa nominatives entièrement libérées lorsque ces Actions Maesa sont inscrites depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire. Il est également conféré, dès leur émission, aux Actions Maesa nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles ce dernier bénéficiait déjà de ce droit.

Le droit de vote double cesse de plein droit pour toute Action Maesa ayant fait l'objet d'une conversion au porteur ou d'un transfert de propriété, sous réserve des exceptions légales ou réglementaires.

6.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel (quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par le personnel)

Néant.

6.6 Accords entre actionnaires dont Maesa a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

La Société n'a connaissance d'aucun accord qui pourrait entraîner des restrictions au transfert et à l'exercice des droits de vote.

6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et de la Direction générale de la Société

6.7.1 Membres du Conseil d'administration

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues dans par la loi en matière de nomination et de remplacement des membres du conseil d'administration, à l'exception du fait que, par dérogation aux dispositions de l'article L.225-19 du Code de commerce, le nombre des membres du Conseil d'administration ayant dépassé l'âge de 75 ans ne peut être supérieur au tiers des membres dudit Conseil en fonction dans la Société, faute de quoi le plus âgé d'entre eux est réputé démissionnaire.

6.7.2 Direction Générale

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues dans par la loi en matière de nomination et de remplacement du directeur général ou des directeurs généraux délégués, à l'exception du fait que, par dérogation aux dispositions de l'article L.225-54 du Code de commerce, l'âge limite du directeur général ou des directeurs généraux délégués nommés par le Conseil d'administration est fixé à 75 ans âge limite au-delà duquel ils sont réputés démissionnaires.

Le directeur général est révocable à tout moment par le Conseil d'administration. Il en est de même, sur proposition du directeur général, des directeurs généraux délégués.

6.8 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

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

6.9 Pouvoirs du Conseil d'administration en matière d'émission ou de rachat d'actions

Aux termes d'une assemblée générale mixte des actionnaires de la Société en date du 28 juin 2011, cette dernière a procédé aux délégations de compétence suivantes :

Autorisation	AG N° de résolution	Durée Date d'expiration	Montant maximum autorisé
Délégation de compétences au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires ou des valeurs mobilières composées, donnant droit à l'attribution de titres de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de d'investisseurs qualifiés	04/05/2010 (7)	18 mois 04/11/2011	100.000 €
Délégation de compétences au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires ou des valeurs mobilières composées, donnant droit à l'attribution de titres de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de vendeurs	04/05/2010 (9)	18 mois 04/11/2011	30.000 € (Solde utilisable : 28 631,30 €)

Autorisation	AG N° de résolution	Durée Date d'expiration	Montant maximum autorisé
d'une cible			
Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet d'opérer sur les Actions Maesa (avec faculté de subdélégation au directeur général)	28 juin 2011 (6)	18 mois 28/12/2012	- Part maximale du capital social pouvant être rachetée : 10% - Montant maximal des fonds destinés à la réalisation du programme de rachat : 9.191.700 €
Délégation de compétences au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires ou des valeurs mobilières composées, donnant droit à l'attribution de titres de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de personnes assumant des fonctions de responsabilité au sein des filiales américaines	28 juin 2011 (7)	18 mois 28/12 /2012	100.000€
Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet de consentir des options de souscription d'actions aux salariés	28 juin 2011 (9)	36 mois 28/06/13	300.000 actions

6.10 Accords, contrats, protocoles entre la Société, les administrateurs ou les dirigeants

6.10.1 Actions et autres valeurs mobilières détenues par les administrateurs et les dirigeants

A la date de la présente note en réponse, l'ensemble des administrateurs et dirigeants ont apporté l'intégralité des valeurs mobilières qu'ils détenaient dans la Société dans le cadre de l'Apport du Bloc de Contrôle à l'Initiateur.

Toutefois, aux termes d'un prêt de consommation conclu en date du 11 octobre 2011 entre l'Initiateur et chacun des administrateurs, à savoir Julien Saada, Gregory Mager, Robert Mager, Jill Belasco, Scott Oshry et Sean Brosmith, ces derniers détiennent chacun une Action Maesa.

6.10.2 Rémunération et avantages des dirigeants et administrateurs

Au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2010, le montant global des rémunérations brutes perçues, au niveau de la Société et de ses filiales, pour l'ensemble de leurs fonctions exercées

au sein de ces sociétés, par les membres du Conseil d'administration et par les dirigeants de la Société s'est élevé à 204.400 euros et 1.133.789 US dollars, répartis de la façon suivante :

- Administrateurs : 813.943 US Dollars⁴¹ ;
- Président Directeur Général : 158.000 euros ; et
- Directeur Général Délégué : 319.846 US Dollars et 46.400 euros.

6.11 Accords conclus par Maesa qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Maesa, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts

A la connaissance de la Société, l'Offre n'entraîne pas de modifications d'accords conclus par Maesa pouvant porter significativement atteinte aux intérêts de la Société.

6.12 Accords prévoyant des indemnités pour les membres de la direction générale 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.

⁴¹ A savoir : (i) Jill Belasco à hauteur 525.943 US Dollars, (ii) Scott Oshry à hauteur de 144.000 US Dollars, et (iii) Sean Brosmith à hauteur de 144.000 US Dollars.

7. NOMBRE D' ACTIONS DETENUES DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT PAR MAESA ET NOMBRE D' ACTIONS QU'ELLE PEUT DETENIR A SA PROPRE INITIATIVE

A la date du présent projet de note en réponse, la Société détient 18.210 Actions Maesa, ce qui représente 0,59 % de son capital social. Parmi ces 18.210 Actions Maesa, 16.200 sont destinées à satisfaire les Programme d' Attribution Gratuite d' Actions et 2.010 sont détenues au titre du Contrat de Liquidité.

L'Assemblée générale des actionnaires de Maesa en date du 28 juin 2011 a, dans sa sixième résolution, autorisé le Conseil d'administration à acheter un nombre d'actions représentant jusqu'à 10% du capital de la Société, soit un maximum de 306.390 actions.

8. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS MENTIONNEES A L'ARTICLE 231-28 DU REGLEMENT GENERAL DE L'AMF

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, comptables et financières, de la Société requises par l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF feront l'objet d'un dépôt auprès de l'AMF et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

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

9. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Julien SAADA
Président Directeur Général
Maesa