

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

**PROJET DE
NOTE D'INFORMATION**

établi par



conseillée par



EN RÉPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT INITIÉE PAR



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 4 octobre 2012. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTE SOUMIS A L'EXAMEN DE L'AMF.

Le rapport du cabinet Ricol Lasteyrie, agissant en qualité d'expert indépendant en application de l'article 261-3 du règlement général de l'AMF, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org), sur le site Internet de CFAO (www.cfaogroup.com) et est mis gratuitement à disposition du public au siège de CFAO 18, rue de Troyon, 92316 Sèvres, France et de Société Générale, CORI / COR/ FRA, 75886 Paris Cedex 18, France.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de CFAO, seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public selon les mêmes modalités au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat.

TABLE DES MATIÈRES

1	PRESENTATION DE L'OFFRE	1
1.1	Description de l'Offre	1
1.2	Nombres et nature des titres visés par l'Offre.....	1
1.3	Rappel des principaux termes de l'Offre	2
1.4	Condition de l'Offre.....	2
1.5	Contexte de l'Offre	3
1.6	Procédure de salle d'information (data room).....	4
1.7	Existence de liens entre la Société et l'Initiateur.....	5
2	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	6
3	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	10
4	CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE.....	11
5	FACTEURS DE RISQUES.....	12
5.1	Le marché des actions de la Société pourrait devenir moins liquide.....	12
5.2	TTC détiendra le contrôle de la Société.....	12
5.3	Le changement de contrôle de la Société pourrait avoir un impact sur l'activité de la Société	12
5.4	Le financement de la Société pourrait créer une dépendance à l'égard de TTC	13
6	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ.....	14
6.1	Structure et répartition du capital social	14
6.2	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres	15
6.3	Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions	16
6.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	16
6.5	Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	16

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

6.6	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	16
6.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	17
6.8	Pouvoirs du Directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	18
6.9	Composition du Directoire	20
6.10	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	21
7	INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE	22
8	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE.....	22
	ANNEXE 1 – RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	23

1 PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1 Description de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Toyota Tsusho Corporation, société de droit japonais dont le siège social est situé 9-8, Meieki, 4-chome, Nakamura-Ku, Nagoya 450-8575, Japon, immatriculée sous le numéro 1800-01-031731 au registre de Nagoya (l'« **Initiateur** » ou « **TTC** ») dont les actions sont admises aux négociations sur les bourses de Tokyo et Nagoya (*Tokyo Stock Exchange* et *Nagoya Stock Exchange*), a déposé auprès de l'AMF le 14 septembre 2012 un projet d'offre publique d'achat aux termes duquel il s'est engagé irrévocablement à offrir aux actionnaires de la société CFAO, société anonyme à Directoire et Conseil de surveillance de droit français au capital de 10.254.310 euros divisé en 61.525.860 actions, dont le siège social est situé 18, rue Troyon, 92316, Sèvres, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre, sous le numéro 552 056 152 (« **CFAO** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris (compartiment A) de NYSE Euronext sous le code ISIN FR0000060501, mnémonique « CFAO », d'acquérir la totalité de leurs actions CFAO, au prix de 37,50 euros par action (l'« **Offre** »).

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 I du règlement général de l'AMF, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank (« **Crédit Agricole CIB** ») et Rothschild & Cie Banque, en tant qu'établissements présentateurs de l'Offre, ont déposé le projet d'Offre (dont le projet de note d'information) auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur le 14 septembre 2012 étant précisé que Crédit Agricole CIB garantit seul la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.2 Nombres et nature des titres visés par l'Offre

Il est rappelé que l'Initiateur détient à ce jour 18.334.706 actions CFAO représentant 29,80 % du capital et 29,80 % des droits de vote théoriques sur la base d'un nombre total de 61.525.860 actions représentant autant de droits de vote (en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF).

L'Offre vise l'ensemble des actions CFAO existantes et non détenues, directement ou indirectement, à ce jour, par l'Initiateur, soit à la connaissance de la Société et au 3 octobre 2012, un nombre maximum de 43.191.154 actions CFAO (les « **Actions** »).

Il est précisé que:

- L'Offre ne porte pas sur les actions sous-jacentes aux 963 875 options de souscription d'actions attribuées par la Société (les « **Options** ») dans la mesure où ces dernières ne seront pas exerçables d'ici la clôture de l'Offre ou de l'Offre Ré-ouverte (tel que ce terme est défini à la section 1.3 du présent projet de note en réponse), et
- 429.104 actions ont été attribuées gratuitement (les « **Actions Gratuites** ») au 3 octobre 2012 et sont à cette date en période d'acquisition et n'ont donc pas été livrées à leurs bénéficiaires. Parmi ces actions, 87.500 seront livrées à leurs bénéficiaires par CFAO le 3 décembre 2012, par prélèvement sur les actions auto-détenues de CFAO (lesquelles sont visées par l'Offre), et demeureront en période de conservation (et seront donc indisponibles) pendant une période de deux ans en vertu de leurs conditions d'attribution. Les actions attribuées gratuitement, ne pourront être apportées à l'Offre ou à l'Offre Ré-ouverte.

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

En outre, la Société s'est engagée vis-à-vis de l'Initiateur à ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues (dont le nombre s'élève à 119.600 au 3 octobre 2012).

Il n'existe aucun droit, titre de capital, ou autre instrument financier pouvant donner accès immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions, les Options et les Actions Gratuites en période d'acquisition mentionnées ci-dessus.

1.3 Rappel des principaux termes de l'Offre

Dans le cadre de l'Offre qui sera réalisée selon la procédure normale conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir les Actions, au prix unitaire de 37,50 euros (le « **Prix d'Offre** »).

Le Prix d'Offre sera diminué du montant par action de toute distribution de la Société dont la date de référence à laquelle les actions doivent être inscrites en compte pour avoir droit à ladite distribution serait antérieure à la date de règlement-livraison de l'Offre. Tout ajustement du Prix d'Offre sera soumis à l'accord préalable de l'AMF et fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et NYSE Euronext publieront un avis d'ouverture de l'Offre. L'Offre sera ouverte pendant une période d'au moins vingt-cinq (25) jours de négociation étant précisé que la date de clôture sera arrêtée par l'AMF conformément à son règlement général. Elle sera centralisée par NYSE Euronext.

Conformément à l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, l'Offre sera ré-ouverte dans les dix jours de négociation suivant la publication des résultats si elle connaît une suite positive.

L'Offre ne sera toutefois pas ré-ouverte si l'Initiateur dépose une demande de mise en œuvre d'un retrait obligatoire en application des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF dans les dix jours de négociation suivant la publication des résultats de l'Offre.

En cas de réouverture de l'Offre, les termes de l'offre ré-ouverte (l'« **Offre Ré-ouverte** ») seront identiques à ceux de l'Offre. L'AMF publiera le calendrier de l'Offre Ré-ouverte qui durera au moins dix jours de bourse.

La procédure d'apport ainsi que le calendrier indicatif de l'Offre sont décrits respectivement aux sections 2.3 et 2.7 de la Note d'Information (tel que ce terme est défini à la section 1.5 du présent projet de note en réponse) de l'Initiateur.

La participation à l'Offre et la diffusion du présent document peuvent faire l'objet de restrictions légales hors de France. Ces restrictions sont décrites de manière plus détaillée à la section 2.10 de la Note d'Information.

1.4 Condition de l'Offre

L'Offre est soumise à la seule condition suspensive de l'obtention de l'autorisation de l'opération par la Commission Européenne en application de l'article 6(1)(b) du Règlement CE No.139/2004 (l'« **Approbation par l'Autorité de la Concurrence - Phase I** »).

Si l'Initiateur ne parvient pas à obtenir l'Approbation par l'Autorité de la Concurrence – Phase I, l'Offre sera automatiquement caduque, conformément aux dispositions de l'article 231-11 du règlement général de l'AMF.

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

L'initiateur a précisé que certaines autorisations réglementaires, requises dans certains pays d'Afrique, feront l'objet de notifications mais ne constituent pas des conditions auxquelles l'Offre est subordonnée. Il est prévu que TTC, et le cas échéant CFAO, notifie l'opération au Kenya, au Malawi, en Tanzanie, en Zambie et à l'île Maurice aux fins d'autorisation de l'Offre par les autorités en charge de la concurrence dans les pays précités.

En vertu de la réglementation applicable, certaines de ces autorisations ont un caractère suspensif et devraient être obtenues avant le règlement-livraison de l'Offre. Si ces autorisations n'étaient pas obtenues avant le règlement-livraison de l'Offre, l'Initiateur a indiqué à la Société avoir l'intention de proposer aux autorités compétentes des engagements permettant de gérer la période transitoire entre le règlement-livraison de l'Offre et l'obtention desdites autorisations. Ces engagements pourraient avoir un effet défavorable significatif sur les activités des entités du Groupe dans les pays concernés.

En outre, l'obtention de ces autorisations pourrait être soumise à certaines conditions ou à certains engagements qui pourraient avoir un effet défavorable significatif sur les activités, les résultats, la situation financière et les perspectives du Groupe dans les pays concernés.

Par ailleurs, l'Offre n'est pas soumise à la condition de l'apport à l'Offre d'un nombre d'Actions représentant un pourcentage minimum du capital ou des droits de vote de la Société.

1.5 Contexte de l'Offre

PPR et ses filiales Discodis, Sapardis et Prodistri (ensemble, le « **Groupe PPR** »), TTC et CFAO ont signé un contrat de cession d'actions le 25 juillet 2012 aux termes duquel TTC a acquis le 2 août 2012 auprès du Groupe PPR, 18.334.706 actions (le « **Bloc Initial** ») représentant à cette date 29,80% du capital de CFAO, au prix de 37,50 euros par action (le « **Contrat de Cession** »).

Conformément aux termes du Contrat de Cession et à ce qui a été indiqué dans les communiqués de presse diffusés le 26 juillet 2012 par PPR et TTC, TTC a eu la possibilité de conduire après la réalisation de la cession une due diligence sur les activités non-automobiles du groupe CFAO afin de confirmer son intention de déposer une offre publique volontaire sur les Actions de CFAO au plus tard le 15 septembre 2012.

La diffusion de ces communiqués a entraîné la publication par l'AMF, le 26 juillet 2012, d'un avis ouvrant la période de préoffre (avis AMF n°212C0966).

En application des dispositions des articles 223-11 et suivants du règlement général de l'AMF et des articles L. 233-7 et suivants du code de commerce, l'Initiateur a déclaré, par courriers en date du 31 juillet 2012 à l'AMF et à CFAO, avoir franchi à la hausse le 25 juillet 2012 les seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 % et 25 % du capital et des droits de vote de la Société au titre de la signature du Contrat de Cession, ces actions étant assimilées à des actions détenues en propre en vertu de l'article L. 233-9 I 4 du code de commerce. De surcroît, l'Initiateur a procédé, par courriers en date du 3 août 2012 à l'AMF et à CFAO, à une seconde déclaration, en tant que de besoin suite à la réalisation de l'opération et de l'acquisition effective du Bloc Initial intervenue le 2 août 2012.

Ces déclarations ont fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 3 août 2012 (avis AMF n°212C1006).

L'Initiateur a à cette occasion déclaré à la Société, en sus des franchissements de seuils légaux susvisés, le franchissement du seuil statutaire de 3 % ainsi que tous les seuils multiples de 0,5 % jusqu'à 29,5 %.

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Par courrier reçu par l'AMF le 3 août 2012, PPR a déclaré avoir franchi indirectement à la baisse, le 2 août 2012, les seuils de 1/3, 30%, 25%, 20% et 15% du capital et des droits de vote de la Société et détenir 7.499.176 actions CFAO représentant autant de droits de vote, soit 12,19% du capital et des droits de vote de la Société (avis AMF n°212C1008).

PPR a à cette occasion déclaré à la Société, en sus des franchissements de seuils légaux susvisés, le franchissement à la baisse des seuils multiples de 0,5 % jusqu'à 12,5 %.

Par communiqué de presse en date du 28 août 2012, TTC a confirmé son intention de déposer une offre publique volontaire sur les Actions de CFAO au plus tard le 15 septembre 2012.

Le Conseil de surveillance de CFAO a, lors de sa réunion du 4 septembre 2012, pris acte de la confirmation par TTC de son intention de déposer une offre publique d'achat volontaire sur le capital de CFAO à un prix de 37,50 euros par action et a, conformément aux dispositions de l'article 261-3 du règlement général de l'AMF, désigné le cabinet Ricol Lasteyrie, représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard, en qualité d'expert indépendant.

Le 14 septembre 2012, Rothschild et Crédit Agricole CIB agissant en qualité d'établissements présentateurs pour le compte de l'Initiateur, ont déposé un projet d'offre publique d'achat visant les Actions, au prix de 37,50 euros par Action.

Un avis de dépôt a été publié par l'AMF le 14 septembre 2012, sous la référence n°212C1181 et le projet de note d'information de l'Initiateur (la « **Note d'Information** ») a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de l'Initiateur (www.toyota-tsusho.com).

Dans le cadre de son projet d'Offre, l'initiateur a indiqué qu'il est important de maintenir l'autonomie et l'esprit entrepreneurial de CFAO et, en conséquence, qu'il maintiendra et préservera, sous réserve du paragraphe ci-dessous, la cotation de la Société sur Euronext Paris.

Dans le cas où, à la clôture de la présente Offre ou de l'Offre Ré-ouverte, le nombre d'actions non présentées à l'Offre ou à l'Offre Ré-ouverte par les actionnaires minoritaires représenterait moins de 5 % du capital et des droits de vote de CFAO, l'Initiateur a déclaré se réserver la faculté de demander à l'AMF, dans les trois mois suivant la clôture de l'Offre le cas échéant ré-ouverte, de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, conduisant ainsi à la radiation des actions de CFAO d'Euronext Paris.

L'Initiateur a précisé qu'il n'envisage pas de remettre en cause l'autonomie de CFAO et, donc, n'envisage pas de fusionner avec CFAO au cours des douze prochains mois.

L'Initiateur a fait savoir qu'il se réserve la possibilité de demander, à l'issue de l'Offre, la nomination de nouveaux représentants au Conseil de surveillance de CFAO pour refléter le nouvel actionnariat de CFAO, dans le respect des bonnes pratiques applicables en matière de gouvernance, en ligne avec les recommandations AFEP-MEDEF.

Les intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir sont décrites dans leur intégralité à la section 1.2 de la Note d'Information.

1.6 Procédure de salle d'information (data room)

L'Initiateur a eu accès à une data room contenant certaines informations relatives à CFAO.

La Société estime qu'elle n'a pas fourni à l'Initiateur d'informations relatives, directement ou indirectement, à CFAO qui nécessiteraient d'être divulguées dans le présent projet de note en réponse aux termes de la position-recommandation AMF n°2003-01.

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

1.7 Existence de liens entre la Société et l'Initiateur

A l'exception du Contrat de Cession décrit au paragraphe 4 du présent projet de note en réponse, la Société n'est partie à aucun accord avec l'Initiateur.

Monsieur Yasuhiko Yokoi et Monsieur Takashi Hattori, qui sont liés à l'Initiateur, ont été cooptés en qualité de membres du Conseil de surveillance de CFAO au cours de la séance du 25 juillet 2012. Ces cooptations sont effectives depuis le 2 août 2012.

2 AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil de Surveillance de la Société se sont réunis le 3 octobre 2012.

Lors de cette réunion tous les membres étaient présents ou représentés, étant précisé que Messieurs Yasuhiko Yokoi et Takashi Hattori, représentants du groupe TTC (Toyota Tsusho Corporation), ont fait état d'un conflit d'intérêts et ont indiqué qu'ils s'abstiendraient de participer aux délibérations et de voter sur toute délibération du Conseil de Surveillance dont l'objet serait de prendre position sur le projet d'offre publique d'acquisition de TTC portant sur les titres de capital de la Société.

Le Conseil de Surveillance rappelle que par un contrat conclu le 25 juillet 2012, TTC a acquis le 2 août 2012 auprès de sociétés du groupe PPR une participation représentant 29,80% du capital de la Société à un prix de 37,50 euros par action. TTC avait indiqué dans ce contrat envisager la possibilité de lancer une offre publique d'achat volontaire sur le solde du capital de la Société, à un prix par action identique à celui de l'acquisition du bloc de 29,80 %, soit 37,50 euros par action. Il était prévu que TTC conduise une due diligence complémentaire sur les activités non-automobiles du groupe CFAO, à la suite de laquelle le conseil d'administration de TTC devait confirmer son intention de déposer l'offre au plus tard le 15 septembre 2012, ce qui a été fait par le conseil d'administration de TTC du 28 août 2012. Aux termes de ce contrat, PPR et les sociétés de son groupe détenant des actions de la Société se sont engagés à apporter à l'offre leur participation restante de 12,19 %. Cet engagement est toutefois révocable en cas de dépôt d'une offre concurrente.

Le Conseil de Surveillance a pris note des termes de l'Offre déposée le 14 septembre 2012 par TTC auprès de l'Autorité des marchés financiers dans le contexte rappelé ci-dessus et des intentions et engagements pris par TTC dans la note d'information transmises par TTC à la Société à cette date.

Société Générale, en tant que conseil financier de la Société et du Conseil de Surveillance, a présenté les conclusions de son analyse des termes de l'Offre.

Le Cabinet Ricol-Lasteyrie, représenté par Mme Sonia Bonnet-Bernard, désigné par le Conseil de Surveillance lors de sa séance du 4 septembre 2012 en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre proposée aux actionnaires de la Société (l'« **Expert Indépendant** »), a exposé aux membres du Conseil de Surveillance les conclusions de ses travaux.

Le Président du Directoire a présenté le projet de note en réponse au Conseil de Surveillance.

Après avoir entendu les conclusions des travaux de Société Générale et du rapport de l'Expert Indépendant et pris connaissance et revu le projet de note en réponse préparé par le Directoire et après avoir débattu de l'ensemble de ces éléments, le Conseil de Surveillance a constaté que :

i. sur le plan financier

- le prix de l'Offre est égal au prix payé par TTC à PPR pour l'acquisition du bloc de 29,8% du capital de la Société réalisée le 2 août 2012 et auquel PPR s'est engagé à apporter les 12,19% du capital de la Société qu'il détient encore, directement ou indirectement, à l'issue d'un processus compétitif ;

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- le rapport de l'Expert Indépendant :
 - o rappelle que le prix de l'Offre présente des primes respectives de 5,2%, 14,6% et 22,9% par rapport à la moyenne des cours de l'action CFAO pendant les 3 mois, 6 mois et 12 mois précédant le 25 juillet 2012 (date d'annonce de l'acquisition de l'accord entre PPR et TTC) ;
 - o présente une analyse de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs reposant sur diverses sensibilités et faisant ressortir une fourchette de prix comprise entre 34,3 euros et 40,2 euros, avec une valeur centrale à 37,1 euros par action CFAO ;
 - o comprend, à titre d'information, une référence à l'analyse des multiples observés sur des sociétés comparables qui fait ressortir des valorisations significativement inférieures au prix de l'Offre ; et
 - o conclut, dans le contexte de l'Offre qui reste facultative pour les actionnaires minoritaires de la Société, au caractère équitable du prix de 37,50 euros par action CFAO d'un point de vue financier ;
- l'Offre permet une liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires à un prix par action égal à celui payé à PPR, tout en permettant aux actionnaires qui le souhaitent de conserver leur participation ;

ii. sur le plan industriel

- l'Offre a un caractère amical, TTC ayant affirmé son intention d'apporter son soutien à la stratégie de développement des activités principales de la Société en Afrique et dans les Collectivités et Territoires d'Outre-mer ainsi qu'au Vietnam avec l'objectif de poursuivre la consolidation des positions de la Société sur ses principaux marchés ;
- TTC a notamment fait part de son intention :
 - o Pour CFAO Automotive, de renforcer et développer la présence de la Société dans les pays dans lesquels elle est présente et de soutenir son extension géographique sur ses marchés en s'appuyant sur une stratégie de distribution multimarques ;
 - o de s'assurer, si nécessaire, que des procédures de gestion et de gouvernance internes adaptées préservent les conditions requises à la poursuite et au développement de cette stratégie multimarques afin de conserver les relations avec les constructeurs automobiles ;
 - o pour l'activité Eurapharma, de soutenir la croissance organique et la stratégie de développement de la Société en Afrique et dans les Collectivités et Territoires d'Outre-mer ;
 - o pour l'activité Industrie, Equipement et Services, de soutenir le développement des nouvelles activités de la Société telles que les récentes activités de CFAO Equipement et Loxéa ;

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- les deux groupes sont complémentaires au regard notamment de leurs positionnements géographiques et de leurs stratégies respectives en matière de croissance ; la Société pourrait ainsi bénéficier des possibles complémentarités qui pourraient résulter de la coopération future avec le groupe TTC ;
- dans le cadre de l'évolution de la gouvernance à l'issue de l'Offre, TTC s'est engagé à respecter les bonnes pratiques applicables en ligne avec les recommandations AFEP-MEDEF ;
- TTC a fait part de sa volonté de maintenir l'autonomie et l'esprit entrepreneurial de la Société et, en conséquence, de maintenir et préserver la cotation de la Société sur Euronext Paris, pour autant qu'il n'y ait pas moins de 5% de flottant à l'issue de l'Offre ;

iii. sur le plan organisationnel et des ressources humaines

- TTC a fait part dans la note d'information des intentions suivantes :
 - o préserver et de développer les talents et le capital intellectuel de la Société ;
 - o ne pas modifier la stratégie actuelle de la Société en termes d'emploi ;
 - o maintenir les centres de décision et les centres opérationnels existants de la Société en France ;
 - o compte tenu de la cohérence des activités de la Société sur les marchés sur lesquels le groupe est présent et de sa complémentarité avec les activités de TTC, ne pas envisager de procéder à des changements significatifs dans la façon dont la Société exploite ses activités ; et dans l'hypothèse où de nouveaux éléments justifieraient une révision du portefeuille d'activités de la Société dans l'intérêt de cette dernière, en discuter l'opportunité avec le management de la Société ;
 - o discuter avec le management de la Société l'opportunité de mettre en place un mécanisme de liquidité au bénéfice des porteurs d'actions gratuites et d'options de souscription d'actions, à raison des actions correspondantes qui n'auraient pas été ou n'auront pu être apportées à l'Offre, en application des stipulations des plans ou de dispositions réglementaires, fiscales et/ou sociales ;
- TTC n'anticipe aucune réduction d'effectif du fait du rapprochement de la Société avec TTC et indique que les statuts individuels et collectifs respectifs des salariés de la Société et de ses filiales ne seront pas affectés par la réalisation de l'Offre ;

A la lumière des éléments qui précèdent, prenant acte des éléments figurant dans le projet de note en réponse préparé par le Directoire, des conclusions de l'Expert Indépendant ainsi que de l'analyse des termes de l'Offre présentée par Société Générale, le Conseil de Surveillance, après en avoir délibéré, a estimé que le projet d'Offre correspond à l'intérêt de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires, et décidé d'approuver, à l'unanimité des membres votants, le projet d'Offre décrit dans le projet de note d'information de TTC, et de recommander aux actionnaires qui le souhaitent d'apporter leurs actions à l'Offre.

Le Conseil de Surveillance a approuvé, à l'unanimité des membres votants, le projet de note en réponse de la Société.

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Messieurs Jean-Charles Pauze et Pierre Guénant et Mesdames Nathalie Delapalme et Sylvie Rucar, ont fait part de leur intention de conserver les 250 actions qu'ils possèdent chacun et qu'ils doivent détenir aux termes des statuts du Conseil de surveillance au titre de leurs fonctions de membre du Conseil de Surveillance.

La Société détenant directement ou indirectement, au 3 octobre 2012, 119.600 actions propres représentant 0.20% de son capital ; le Conseil de Surveillance a approuvé, à l'unanimité des membres votants, la décision de ne pas apporter ces actions à l'Offre.

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

3 RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

En application de l'article 261-3 du règlement général de l'AMF, le cabinet Ricol Lasteyrie, pris en la personne de Madame Sonia Bonnet-Bernard, a été désigné le 4 septembre 2012 par le Conseil de surveillance de CFAO en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport est reproduit en Annexe 1 du présent projet de note en réponse.

4 CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

A l'exception du Contrat de Cession décrit ci-dessous, la Société n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

Les principales stipulations du Contrat de Cession sont résumées ci-après:

PPR s'est engagé à apporter à l'Offre sa participation restante de 12,19 %. Cet engagement est toutefois révocable en cas de dépôt d'une offre concurrente. Pour mémoire, l'Initiateur s'était engagé à verser à PPR une indemnité d'immobilisation de 50 millions d'euros dans l'hypothèse où l'Initiateur ne déposerait pas d'offre publique volontaire sur CFAO d'ici au 15 septembre 2012 (il est à cet égard rappelé que l'Offre a été déposée le 14 septembre 2012).

Par ailleurs, l'Initiateur s'est engagé, aux termes du Contrat de Cession, à verser à PPR un complément de prix dans l'hypothèse où l'Initiateur déposerait, d'ici le 2 février 2013, une offre publique sur les actions de CFAO à un prix par action supérieur à 37,50 euros (en ce compris en cas de surenchère à la présente Offre), de sorte que le prix par action perçu par PPR au titre de la cession initiale de 18.334.706 actions et de sa participation restante soit égal au prix le plus élevé payé par l'Initiateur au titre d'une telle offre.

En outre, en cas de revente par l'Initiateur d'actions CFAO d'ici au 2 mai 2013 à un prix supérieur au prix payé à PPR, l'Initiateur s'est engagé, aux termes du Contrat de Cession, à reverser à PPR la plus-value nette ainsi réalisée à titre de complément de prix.

L'Initiateur a indiqué à la Société qu'il ne lancera pas, à l'issue de l'Offre ou de l'Offre Ré-ouverte et d'ici au 2 février 2013, une nouvelle offre publique à un prix supérieur à 37,5 € par action et qu'il ne cèdera pas, d'ici au 2 mai 2013 et en dehors de l'hypothèse d'une offre concurrente à l'Offre, ses actions CFAO dans des conditions telles qu'un complément de prix serait dû à PPR.

La Société s'est engagée, pendant quatre mois à compter de la réalisation de la cession du Bloc Initial, à ne pas solliciter, encourager ou assister de tiers, sans l'accord préalable de l'Initiateur, en vue de l'acquisition d'un nombre significatif d'actions ou d'actifs importants de la Société, si ce n'est, en cas d'offre en surenchère, en conformité avec la position-recommandation AMF n°2003-01.

5 FACTEURS DE RISQUES

Les facteurs de risques relatifs à l'activité du Groupe sont décrits en détails au chapitre 4 du Document de Référence 2011 de CFAO enregistré auprès de l'AMF le 6 avril 2012 sous le numéro R. 12-009, et disponible sur le site internet de CFAO ou sur le site de l'AMF. Ils ont été mis à jour dans le rapport semestriel de CFAO publié le 25 juillet 2012 et disponible sur le site internet de CFAO. Cette analyse des risques reste valable pour l'appréciation des principaux risques et incertitudes auxquels le Groupe pourrait être confronté au second semestre 2012, sous réserve de ce qui est précisé dans le présent paragraphe, de ce qui figurera dans les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, requis par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, qui seront déposées par la Société auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre et de ce qui pourrait être précisé par CFAO ponctuellement.

5.1 Le marché des actions de la Société pourrait devenir moins liquide

En fonction du résultat de l'Offre, le flottant de la Société pourrait être réduit de manière significative, pouvant entraîner une réduction corrélative de la liquidité de l'actions de la Société sur le marché d'Euronext Paris.

5.2 TTC détiendra le contrôle de la Société

TTC détient actuellement 29.80% du capital et des droits de vote théoriques de la Société et PPR et les sociétés de son groupe détenant des actions de la Société se sont engagés, aux termes du Contrat de Cession, à apporter à l'Offre leur participation restante de 12,20 %. Ainsi, quelque soit le résultat de l'Offre, TTC détiendra au minimum 42% du capital et des droits de vote lui donnant le contrôle de la Société et une influence sur la stratégie de la Société. Les actions apportées à l'Offre renforceront ce contrôle.

En fonction du résultat de l'Offre et du taux de présence aux assemblées générales des actionnaires, TTC pourra être en mesure d'imposer ses positions au sein des assemblées générales ordinaires, voire extraordinaires, de nommer et révoquer les membres des organes de surveillance et de direction de la Société et d'imposer ses vues sur la stratégie et les opérations de la Société.

5.3 Le changement de contrôle de la Société pourrait avoir un impact sur l'activité de la Société

Comme indiqué au chapitre 4 du Document de Référence 2011 de CFAO une grande partie des opérations du Groupe dépend de sa capacité à négocier et à maintenir des contrats et des relations d'affaires avec ses partenaires constructeurs automobiles, laboratoires pharmaceutiques, fabricants de matériel d'équipement, etc. Bien que le Groupe maintienne depuis longtemps des relations avec la plupart de ses partenaires, les accords du Groupe avec ces derniers sont généralement conclus pour des durées déterminées et, en conséquence, font l'objet de renouvellement et de renégociation périodiques. L'entrée d'un nouvel actionnaire, qui pourrait être considéré par le partenaire concerné comme un concurrent, peut rendre plus difficile le renouvellement de certains contrats dont certains arrivent à échéance prochainement.

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

En outre, certains des accords conclus avec les partenaires contiennent des clauses relatives au changement de contrôle de la Société, et il ne peut être exclu que certains partenaires invoquent ces clauses du fait du résultat de l'Offre et du changement de contrôle de CFAO ou du fait de la détention d'un certain pourcentage du capital ou des droits de vote de la Société par un actionnaire qui serait considéré par le partenaire concerné comme un concurrent (les principaux contrats concernés figurent à la section 6.6 du présent projet de note en réponse). Compte tenu de ce changement de contrôle, il serait également possible que de nouveaux contrats ou de nouveaux développements soient plus difficiles à négocier.

A la date du présent projet de note en réponse, la Société n'a pas été informée de la volonté de ses partenaires de mettre un terme à ces accords. Toutefois, certains constructeurs automobiles ont fait valoir auprès de la Société l'importance que représente la mise en place ou le renforcement d'une organisation et d'une gouvernance interne qui permettent de poursuivre une distribution multimarques. Afin d'atteindre cet objectif, la Société s'assurera, avec le soutien actif de TTC, que de telles procédures de gestion, renforcées si nécessaires, présentent les garanties requises à la poursuite et au développement de la stratégie multimarques.

Enfin, il ne peut être exclu que l'obtention des autorisations des autorités en charge de la concurrence dans certains pays (tel qu'expliqué plus en détail à la section 1.4 du présent projet de note en réponse) soit soumise à des conditions ou à des engagements qui pourraient avoir un effet défavorable significatif sur les activités, les résultats, la situation financière et les perspectives du Groupe dans les pays concernés.

5.4 Le financement de la Société pourrait créer une dépendance à l'égard de TTC

Certaines banques pourraient souhaiter ne pas maintenir les lignes de crédit ou de découvert accordées à la Société, ce qui pourrait l'obliger à se financer auprès de son actionnaire de contrôle ou ne les maintenir qu'en considération de la présence de TTC au capital de la Société. Une telle situation pourrait créer une situation de dépendance de la Société à l'égard de TTC.

6 INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ

6.1 Structure et répartition du capital social

Au 3 octobre 2012, le capital social de la Société s'élève à 10.254.310 euros, divisé en 61.525.860 actions, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Le nombre de droits de vote théoriques établi en application de l'article 223-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF est de 61.525.860 au 3 octobre 2012 (dont 119.600 au titre des actions autodétenues temporairement privées de droit de vote).

Au 3 octobre 2012, le capital social de la Société était réparti comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	En pourcentage du capital	Nombre de droits de vote théoriques ⁽¹⁾	En pourcentage de droits de vote exerçables
TTC	18 334 706	29,80%	18 334 706	29,86%
Groupe PPR	7 499 176	12,19%	7 499 176	12,21%
<i>Discodis SAS ⁽²⁾</i>	7 494 292	12,18%	7 494 292	12,20%
<i>Sapardis SA ⁽²⁾</i>	2 442	0,004%	2 442	0,004%
<i>Prodistri SA ⁽²⁾</i>	2 442	0,004%	2 442	0,004%
Mandataires sociaux ⁽³⁾	1 700	0,003%	1 700	0,003%
Lazard AM	3 389 463	5,51%	3 389 463	5,52%
Oppenheimer Fund Inc.	3 141 475	5,11%	3 141 475	5,12%
Standard Life Investments	2 960 179	4,81%	2 960 179	4,82%
M&G Investment	2 212 554	3,60%	2 212 554	3,60%
Baillie Gifford	2 120 713	3,45%	2 120 713	3,45%
Autres actionnaires	21 746 294	35,34%	21 746 294	35,41%
Auto-détention ⁽⁴⁾	119 600	0,19%	119 600	-
Total	61 525 860	100,00%	61 525 860	100,00%

(1) Sur la base du nombre de droits de vote correspondant à l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.

(2) Sociétés détenues à 100% par PPR.

(3) Membres du Directoire et du Conseil de surveillance

(4) L'auto-détention correspond au nombre d'actions détenues dans le cadre du contrat de liquidité de CFAO et au nombre d'actions détenues après rachat par CFAO dans le cadre de son programme de rachat.

6.2 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la connaissance de la Société, au 3 octobre 2012, le capital social de la Société était réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 6.1 ci-dessus. Hormis les actionnaires mentionnés au paragraphe précédent, aucun actionnaire détenant plus du seuil statutaire de 3 % du capital et des droits de vote de la Société ne s'est fait connaître auprès de la Société, et aucune modification n'a eu lieu depuis cette date dans le capital social de la Société dont cette dernière aurait eu connaissance (voir section 6.3.1 du présent projet de note en réponse).

Par courrier reçu par l'AMF le 16 mai 2012, complété notamment par un courrier reçu le 24 mai 2012, la société de droit écossais Standard Life Investments Limited agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré, avoir franchi en hausse, le 15 mai 2012, les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la Société et détenir, pour le compte desdits fonds, 3.081.433 actions CFAO représentant autant de droits de vote, soit 5,01% du capital et des droits de vote (avis AMF n°212C0654).

Par courrier reçu par l'AMF le 28 juin 2012, Standard Life Investments Limited agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi en baisse, le 27 juin 2012, les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la société CFAO et détenir, pour le compte desdits fonds, 3.058.501 actions CFAO (avis AMF n° 212C0844).

Par courrier reçu par l'AMF le 3 août 2012, PPR a déclaré avoir franchi indirectement en baisse, le 2 août 2012, les seuils de 1/3, 30%, 25%, 20% et 15% du capital et des droits de vote de la Société et détenir 7.499.176 actions CFAO représentant autant de droits de vote, soit 12,19% du capital et des droits de vote (avis AMF n°212C1008).

Par courriers reçus par l'AMF les 31 juillet et 3 août 2012, TTC a déclaré avoir franchi en hausse, le 2 août 2012, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20% et 25% du capital et des droits de vote de la Société et détenir 18.334.706 actions CFAO représentant autant de droits de vote, soit 29,80% du capital et des droits de vote (avis AMF n°212C1006).

Par courrier en date du 21 septembre 2012 adressé à CFAO, la société Baillie Gifford & Co a déclaré détenir en son nom et pour le compte de ses filiales ainsi que pour le compte de ses clients (dans le cadre de son activité de gestion de portefeuille) 2.120.713 actions CFAO au 19 septembre 2012 et ainsi avoir franchi à la baisse le seuil statutaire de 3,50% du capital et des droits de vote de la Société.

Au cours de la période de préoffre, la société OppenheimerFunds, Inc. agissant en qualité de « investment adviser » pour le compte de fonds et de clients a déclaré avoir procédé à plusieurs opérations sur les titres de CFAO. Dans le cadre de sa dernière déclaration datée du 27 septembre 2012 OppenheimerFunds, Inc. a indiqué posséder 3.141.475 actions et droits de vote (avis AMF n°212C1254).

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

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

Il est rappelé que les statuts de la Société prévoient que tout actionnaire venant à posséder, directement ou indirectement, un nombre d'actions ou de droits de vote représentant 3 % du capital ou des droits de vote, puis toute tranche supplémentaire de 0,5 % y compris au-delà des seuils de déclaration légaux, doit en informer la Société, dans les quatre jours du franchissement de seuil. L'obligation d'information de la Société s'applique également lorsque le franchissement de seuil est à la baisse. Une plus ample description du mécanisme des dispositions statutaires relatives aux déclarations de franchissement de seuils figure à la section 21.2.7 (Franchissements de seuils et identification des actionnaires) du Document de Référence 2011 de CFAO.

Aucune restriction statutaire, autre que les dispositions relatives aux déclarations de franchissement de seuils susvisées, n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.

6.3.2 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote

Conformément à ce qui est indiqué au paragraphe 4 du présent projet de note en réponse, le Groupe PPR s'est engagé dans le cadre du Contrat de Cession à apporter ses actions à l'Offre. Cet engagement n'est révocable qu'en cas d'offre concurrente.

A la date du présent projet de note en réponse, il n'existe pas, à la connaissance de la Société, d'autres accords entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote de la Société.

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

A la date du présent projet de note en réponse, il n'existe pas, à la connaissance de la Société, de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société, autre que celles incluses dans le Contrat de Cession, et notamment l'engagement d'apport du Groupe PPR, dont une description détaillée figure au paragraphe 4 du présent projet de note en réponse.

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

Néant.

6.5 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

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

Comme indiqué au chapitre 22 du Document de Référence 2011 de CFAO, à la connaissance de la Société, les principaux accords conclus par la Société (ou le Groupe) qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société sont :

- Les principaux accords conclus par le Groupe avec des constructeurs automobiles et qui sont susceptibles de prendre fin à l'initiative du cocontractant sont : (i) le contrat conclu le

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

6 décembre 2010 par le Groupe avec Toyota concernant l'importation et la distribution de ses véhicules dans certains pays africains ; (ii) les contrats conclus par le Groupe à différentes dates avec Nissan pour chaque territoire où le Groupe assure la distribution de ses véhicules ; et (iii) le contrat conclu le 1er janvier 2006 par le Groupe avec General Motors concernant l'importation et la distribution de ses véhicules en Algérie. Les contrats ci-dessus sont mentionnés dans la mesure où ils représentent un volume d'affaires important, les marques Toyota, General Motors (incluant les marques Chevrolet et Opel) et Nissan, ont représenté ensemble en 2011 environ 29,9 % du chiffre d'affaires consolidé du Groupe. A la date du présent projet de note en réponse, les différents partenaires du Groupe ont été informés de l'Offre et n'ont pas manifesté leur volonté d'exercer leur option.

- L'accord entre le Groupe CFAO et le groupe Heineken portant sur Brasseries du Congo. Le Groupe CFAO et le groupe Heineken bénéficient chacun d'une option d'achat de la participation de l'autre partie dans Brasseries du Congo en cas de changement significatif de l'actionnariat d'une des parties dans l'hypothèse où le contrôle de l'une des parties est transféré à un tiers dont l'autre partie peut démontrer (i) soit que ce tiers est un de ses concurrents, (ii) soit que sa logique industrielle ou commerciale s'en trouve modifiée à court ou à moyen terme. Cet accord est plus amplement décrit à la section 7.2.3.4 (Filiales de distribution) du Document de Référence 2011 de CFAO. A la date du présent projet de note en réponse, CFAO estime, compte tenu des intentions exprimées par l'Initiateur dans sa Note d'Information, que les conditions d'application de cette clause ne sont pas réunies.
- La convention d'ouverture de crédit syndiqué multidevises réutilisable d'un montant de 300 millions d'euros conclu par CFAO en date du 7 décembre 2009 (ci-dessous le « **Contrat de Crédit** »). Le Contrat de Crédit prévoit la possibilité pour chacun des prêteurs d'exiger le remboursement anticipé des sommes qui lui sont dues et d'annuler ses ouvertures de crédit dans le cas où une personne, agissant seule ou de concert (au sens des dispositions de l'article L. 233-10 du Code de commerce), viendrait à acquérir directement ou indirectement plus de 33,33 % du capital ou des droits de vote de la Société. Ce Contrat de Crédit est plus amplement décrit à la section 10.2.2.1 (Dette Financière au 31 décembre 2011) du Document de Référence 2011 de CFAO. Un certain nombre d'autres conventions financières ont des clauses de changement de contrôle.
- Le règlement du plan d'attribution gratuite d'actions en date du 6 juillet 2012 prévoit qu'en cas d'offre publique, l'ensemble de ses stipulations continueront à s'appliquer, et notamment les périodes d'acquisition et de conservation des actions qui continueront à s'appliquer pour les délais restant à courir à la date de l'opération. Toutefois, le Directoire peut décider, avant la date effective de la clôture de l'offre publique, que l'attribution définitive des actions, qui ne pourra en aucun cas intervenir avant la fin de la période d'acquisition, ne sera plus conditionnée qu'à la réalisation de la condition de présence ou ne sera plus soumise à aucune condition. A la date du présent projet de note en réponse, le Directoire n'a pas fait usage de cette possibilité.

6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

6.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire

Le Directoire, est composé de deux membres au moins et de sept membres au plus nommés par le Conseil de surveillance, qui confère à l'un d'eux la qualité de Président.

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Nul ne peut être nommé membre du Directoire s'il est âgé de plus de 70 ans. Tout membre du Directoire en fonction venant à dépasser cet âge est réputé démissionnaire d'office, sauf accord du Conseil de surveillance pour mener son mandat à terme. Pendant la durée de son mandat, tout membre du Directoire doit être propriétaire d'au moins 150 actions nominatives de la Société au plus tard à l'issue d'une période de trois (3) mois suivant sa nomination.

Le Directoire est nommé pour une durée de 3 ans. En cas de vacance par décès, démission ou révocation, le Conseil de surveillance peut procéder au remplacement du poste vacant dans les conditions prévues par la loi.

Les membres du Directoire peuvent être révoqués par l'assemblée générale ainsi que par le Conseil de surveillance.

6.7.2 Règles applicables aux modifications des statuts

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en matière de modification des statuts.

6.8 Pouvoirs du Directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Sans préjudices des limitations statutaires, le Directoire est investi des pouvoirs les plus étendus à l'égard des tiers pour agir en toutes circonstances au nom de la Société dans la limite de l'objet social et sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires. L'article 11, III des statuts de CFAO prévoient que sont soumises à l'autorisation préalable du Conseil de surveillance les décisions du Directoire relatives :

- Aux opérations susceptibles d'affecter de façon substantielle la stratégie du Groupe, sa structure financière ou son périmètre d'activité,
- Aux émissions de valeurs mobilières, quelle qu'en soit la nature, susceptibles d'entraîner une modification du capital social de la Société,
- Aux opérations suivantes dans la mesure où elles dépassent chacune un montant fixé par le Conseil de surveillance :
 - o Toute prise de participations dans toutes sociétés créées ou à créer, toute participation à la création de toutes sociétés, groupements ou organismes, toute souscription à toutes émissions d'actions, de parts sociales ou d'obligations,
 - o Tous échanges, avec ou sans soultes, portant sur des biens, titres ou valeurs, toutes acquisitions d'immeubles ou de biens assimilés, toute acquisition ou cession, par tous modes, de toutes créances.

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le Directoire dispose des délégations suivantes qui lui ont été conférées par l'assemblée générale des actionnaires de la Société réunie le 25 mai 2012 :

Nature des autorisations	Montant nominal maximal autorisé	Durée
Rachat d'actions (8 ^{ème} résolution)	10 % du capital. Prix maximum d'achat : 42 euros par action. Montant global affecté au programme : 230 millions d'euros.	18 mois
Réduction du capital social par annulation des actions auto-détenues (9 ^{ème} résolution)	10% des actions composant le capital de la Société par période de 24 mois.	26 mois
Augmentation du capital social, par émission – avec maintien du droit préférentiel de souscription – d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et/ou l'émission de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance (10 ^{ème} résolution)	4 millions d'euros. Son utilisation s'imputera sur le plafond global de 5 millions d'euros.	26 mois
Augmentation du capital social par émission - sans droit préférentiel de souscription (DPS) - d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et/ou l'émission de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance (11 ^{ème} résolution)	1 million d'euros. Son utilisation s'imputera sur le plafond global de 5 millions d'euros.	26 mois
Augmentation du capital social par émission sans droit préférentiel de souscription d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et/ou l'émission de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance par une offre visée à l'article L. 411-2, II du Code monétaire et financier auprès notamment d'investisseurs qualifiés ou d'un cercle restreint d'investisseurs (12 ^{ème} résolution)	1 million d'euros. Son utilisation s'imputera sur le plafond de 1 million d'euros des augmentations de capital sans DPS autorisées par la 11 ^{ème} résolution et sur le plafond global de 5 millions d'euros.	26 mois
Augmentation du capital social par émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital sans droit préférentiel de souscription en rémunération d'apports en nature portant sur des titres de capital ou des valeurs mobilières donnant accès au capital (13 ^{ème} résolution)	10% du capital social. Son utilisation s'imputera sur le plafond de 1 million d'euros des augmentations de capital sans DPS autorisées par la 11 ^{ème} résolution et sur le plafond global de 5 millions d'euros.	26 mois
Augmentation du capital social par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres (15 ^{ème} résolution)	2 millions d'euros. Son utilisation s'imputera sur le plafond global de 5 millions d'euros.	26 mois

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Nature des autorisations	Montant nominal maximal autorisé	Durée
Augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription (option de sur-allocation) (16 ^{ème} résolution)	Dans les délais et limites prévus par la réglementation applicable au jour de l'émission (au jour de l'assemblée générale ayant accordé cette délégation : dans les 30 jours de la clôture de la souscription, dans la limite de 15% de l'émission initiale et au même prix que celle-ci). Son utilisation s'imputera sur le plafond applicable à l'émission initiale et sur le plafond global de 5 millions d'euros.	26 mois
Augmentation du capital social par émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital réservées aux adhérents de plans d'épargne avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de ces derniers (17 ^{ème} résolution)	3% du capital social au jour de la décision du Directoire. Son utilisation s'imputera sur le plafond global de 5 millions d'euros.	26 mois
Attributions gratuites d'actions existantes ou à émettre, au profit des membres du personnel salarié et des mandataires sociaux du groupe ou de certains d'entre eux (18 ^{ème} résolution)	0,5% du capital social au jour de la décision du Directoire. Son utilisation s'imputera sur le plafond global de 5 millions d'euros.	38 mois

Le Directoire a fait usage de la 18^{ème} résolution lors de sa réunion du 6 juillet 2012 en décidant de mettre en œuvre un nouveau plan d'attribution gratuite d'actions qui est plus amplement détaillé dans le document « Autres Informations » concernant les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la société CFAO qui sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

A la date du présent projet de note en réponse aucune autre délégation n'a été utilisée par le Directoire depuis l'assemblée générale des actionnaires de la Société réunie le 25 mai 2012.

6.9 Composition du Directoire

A la date du présent projet de note en réponse, la composition du Directoire de CFAO est la suivante :

Fonctions Nom	Date de la nomination	Date d'échéance du mandat	Nombre d'actions CFAO détenues
Président Alain Viry	5 septembre 2012	5 octobre 2015 ⁽¹⁾	250
Autres membres Olivier Marzloff	5 octobre 2009	5 octobre 2015 ⁽²⁾	150
Jean-Yves Mazon	5 octobre 2009	5 octobre 2012	150
Alain Pécheur	19 mars 2012	5 octobre 2015 ⁽²⁾	150

(1) Le Conseil de surveillance du 4 septembre 2012 a décidé de renouveler par anticipation le mandat d'Alain Viry qui arrivait à échéance le 5 octobre 2012 pour une période de trois ans.

(2) Le Conseil de surveillance du 3 octobre 2012 a décidé de renouveler les mandats d'Olivier Marzloff et d'Alain Pécheur qui arrivaient à échéance le 5 octobre 2012 pour une période de trois ans.

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

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

Lors de sa réunion du 4 septembre 2012, le Conseil de surveillance de CFAO a constaté, dans le cadre de la cessation des fonctions de Monsieur Richard Bielle en tant que Président du Directoire, que les trois critères de performance prévus conditionnant l'octroi de son indemnité de départ (détaillés à la section 15.1 (Rémunération des mandataires sociaux) du Document de Référence 2011 de CFAO, sous le tableau 10 (Contrats de travail et indemnités) ainsi que dans la communication faite par la Société en date du 3 septembre 2010 sur le sujet) étaient satisfaits et a autorisé l'application des termes de cette indemnité. Monsieur Bielle a ainsi pu percevoir 100% de son indemnité, soit le double de sa rémunération annuelle brute cible au titre de son mandat social de Président du Directoire à la date de son départ.

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

7 INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, requis par l'article 231–28 du règlement général de l'AMF, seront déposées par la Société auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Elles seront disponibles sur les sites Internet de CFAO (www.cfaogroup.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), et pourront être obtenues sans frais auprès au siège de CFAO 18, rue de Troyon, 92316 Sèvres.

8 PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

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

M. Alain Viry
Président du Directoire

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

ANNEXE 1 – RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Offre publique d'achat visant les actions de la Société
CFAO initiée par Toyota Tsusho Corporation

Rapport de l'expert indépendant

Sommaire

1. Présentation de l'opération	3
1.1 Sociétés concernées par l'opération	3
1.1.1 Présentation de la société initiatrice	3
1.1.2 Présentation de la Société objet de l'Offre	3
1.1.3 Analyse des performances de la Société	7
1.2 Contexte et termes de l'Offre	9
2. Déclaration d'indépendance	10
3. Diligences effectuées	10
4. Evaluation des actions de la société CFAO	11
4.1 Méthodes d'évaluation écartées	11
4.2 Méthodes d'évaluation retenues	12
4.2.1 Référence à l'acquisition du bloc d'actions CFAO par Toyota Tsusho Corporation	14
4.2.2 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels	15
4.2.3 Cours de bourse	19
4.3 Méthode présentée à titre d'information : multiples boursiers des sociétés comparables cotées	22
5. Analyse des éléments d'appréciation du prix mentionnés dans la note d'information	24
5.1 Présentation des méthodes écartées par les établissements présentateurs	25
5.2 Présentation des méthodes retenues par les établissements présentateurs	25
5.2.1 Données financières	25
5.2.2 Approche par les cours de bourse	25
5.2.3 Approche par les multiples de sociétés comparables cotées	26
5.2.4 Approche par l'actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs	26
6. Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable du prix offert	28
6.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation	28
6.2 Attestation sur le caractère équitable du prix offert	29
ANNEXES	30

Dans le cadre de l'offre publique d'achat (l'« Offre ») initiée par la société Toyota Tsusho Corporation (« TTC » ou l'« Initiateur ») sur les actions de la société CFAO (la « Société »), nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil de surveillance de cette dernière le 4 septembre 2012, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes par l'Initiateur aux actionnaires de la Société.

Notre désignation a été effectuée en application de l'article 261-3¹ du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF »).

Notre rapport définitif a été présenté au Conseil de surveillance du 3 octobre 2012.

Le prix proposé aux actionnaires de la société CFAO s'établit à **37,5 euros** par action.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010). Nos diligences sont décrites au point 3 et détaillées en annexe 5 ci-après.

Notre mission ne relève ni d'une mission d'audit, ni d'une mission d'examen limité. Elle n'a donc pour objectif, ni de nous permettre de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des vérifications spécifiques concernant le respect du droit des sociétés. Dans ce contexte, nous n'avons procédé à aucune diligence d'audit visant à vérifier la fiabilité des données historiques utilisées, nous appuyant à cet égard sur le rapport des commissaires aux comptes qui comporte une certification sans réserve pour les comptes au 31 décembre 2011, les comptes semestriels au 30 juin 2012 ayant fait l'objet d'un examen limité qui n'a donné lieu à aucune réserve.

Notre mission ne saurait être assimilée à une mission de « due diligence » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention.

D'une manière générale, conformément à notre lettre de mission, les documents qui nous ont été communiqués ont été considérés comme raisonnablement exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière.

¹ « Tout émetteur ou tout initiateur d'une offre publique d'acquisition peut désigner un expert indépendant qui applique les dispositions du présent titre ».

1. Présentation de l'opération

1.1 Sociétés concernées par l'opération

1.11 Présentation de la société initiatrice

Toyota Tsusho Corporation est une société cotée au Japon dont les deux principaux actionnaires sont Toyota Motor Corporation (21,6%) et Toyota Industries Corporation (11,1%).

L'Initiateur est un conglomérat japonais présent dans le secteur de la distribution automobile, l'énergie, la santé, la chimie, l'équipement et les biens de consommation.

Le groupe compte environ 31 000 collaborateurs à travers le monde et son chiffre d'affaires s'élève à 5 917 milliards de yens (soit environ 54,4 milliards d'euros) à la clôture de l'exercice 2011/2012.

1.12 Présentation de la Société objet de l'Offre

CFAO est une société anonyme à Conseil de surveillance et Directoire au capital de 10 254 310 euros divisé en 61 525 860 actions. Le titre CFAO est coté depuis le 2 décembre 2009 sur le compartiment A du marché Euronext Paris (code ISIN : FR0000060501) et fait partie de l'indice SBF 120 depuis le 22 mars 2010 et du nouvel indice CAC Mid 60 depuis le 21 mars 2011.

La Société opère principalement sur les secteurs de la distribution automobile et pharmaceutique en Afrique (hors Afrique du Sud) et dans les Collectivités et Territoires d'Outre-Mer. Le groupe dispose également d'activités dans la production et la distribution de biens de consommation, la distribution de matériels d'équipement, la location et l'intégration de produits et solutions informatiques. Les différentes activités sont organisées autour de trois grandes divisions : CFAO Automotive, Eurapharma et CFAO Industries, Equipement et Services.

Depuis son introduction en Bourse, le groupe a poursuivi sa stratégie de développement géographique et d'extension de son portefeuille d'activités. Aujourd'hui, il dispose d'une large présence en Afrique, continent sur lequel il compte des implantations dans trente-deux pays (plus de 70% du chiffre d'affaires), et dans sept collectivités territoriales françaises d'outre-mer (« CTOM ») ainsi qu'au Vietnam.

Le groupe bénéficie d'une position de leader sur ses principales activités et d'un business model fondé sur une intégration verticale lui permettant d'avoir une bonne maîtrise de la chaîne de valeur et ainsi de cumuler les marges à chaque étape, condition nécessaire pour opérer sur des marchés de taille unitaire réduite.

La croissance du groupe est soutenue par la croissance économique des principaux pays africains dans lesquels il intervient et par le développement, dans ces pays, d'une classe moyenne qui génère une forte demande en termes de consommation.

En 2011, CFAO a réalisé un chiffre d'affaires de 3,1 milliards d'euros et emploie 10 100 salariés.

1.121 CFAO Automotive

CFAO a démarré son activité de distribution automobile en 1913 en Afrique de l'Ouest. La Société achète, stocke, importe et distribue des véhicules neufs (VP, VL et deux-roues) fabriqués par une trentaine de constructeurs. En fonction des pays, ses points de vente sont soit dédiés à une marque, soit multimarques. Le groupe vend également des pièces de rechange et des pneumatiques et propose des services de réparation.

Les principales marques vendues par la Société sont Toyota en Afrique subsaharienne francophone, Nissan en Afrique subsaharienne anglophone et au Maroc et General Motors (Chevrolet et Opel) au Maghreb et au Nigeria. Ces trois constructeurs représentent ensemble en 2011 29,9 % du chiffre d'affaires du groupe. Malgré l'absence de clause d'exclusivité dans la plupart des contrats, le groupe est généralement le seul distributeur de la marque dans le pays.

La division a généré un chiffre d'affaires de 1,9 milliard d'euros en 2011 (+23,8% dont 11,2% de croissance organique), soit 60 % du chiffre d'affaires consolidé. Le nombre de véhicules vendu a progressé de 27% en 2011, avec une croissance particulièrement soutenue en Algérie et au Maroc où 41 000 véhicules ont été vendus, soit 50 % du total des ventes, et dans les CTOM où le groupe a bénéficié des acquisitions récemment réalisées. Le nombre de véhicules vendus est resté inférieur au record de l'année 2008, en revanche grâce à la hausse des prix moyens, le chiffre d'affaires a atteint son niveau historique le plus élevé.

La division dispose de plusieurs axes de croissance : la poursuite de l'accroissement du portefeuille de marques, le développement des ventes de poids-lourds (15% du chiffre d'affaires en 2011) et l'augmentation de la part dans le chiffre d'affaires de l'après-vente (12% en 2011). Les deux principaux risques sont liés à l'évolution des devises sur les achats (particulièrement du yen) qui peut peser sur la compétitivité prix des véhicules vendus, et à une concurrence accrue pouvant entraîner une érosion de la rentabilité et des parts de marché, voire des pertes de contrats.

Forces	Faiblesses
- Des partenariats de longue date avec les principaux constructeurs internationaux - Une présence géographique étendue à travers un réseau de distribution de qualité pour l'essentiel détenu en propre - Des parts de marché fortes en Afrique francophone et dans les CTOM - Des équipes expérimentées dotées d'une excellente connaissance des marchés - Une excellente maîtrise de la logistique	- Une présence faible sur les segments low cost et SUV - Une forte dépendance à trois principaux constructeurs
Opportunités	Menaces
- Un taux d'équipement encore très faible - L'émergence d'une classe moyenne, qui soutient la demande de voitures particulières - Le développement de l'activité dans des territoires existants ou nouveaux	- Une exposition aux aléas politiques et sécuritaires - Une forte sensibilité des coûts d'approvisionnement aux taux de change - La reprise en direct de la distribution par les constructeurs

1.122 Eurapharma

Principal importateur-distributeur en Afrique et dans les Territoires Français d'Outre-Mer, le groupe est présent dans 14 pays. En 2011, CFAO a intégré la production pharmaceutique en prenant une participation de 49 % dans la société algérienne Propharmal. L'activité de la division s'organise autour des trois métiers suivants :

- Importateur-grossiste/répartiteur : à partir d'une logistique amont basée à Rouen, le groupe livre au travers de ses filiales de répartition 5 000 pharmacies en s'approvisionnant auprès de 450 laboratoires. Cette activité a généré en 2011 un chiffre d'affaires de 678,0 millions d'euros, soit 78,6 % du chiffre d'affaires de la division. Pour sécuriser l'activité, le groupe fait entrer les pharmaciens au capital des filiales locales afin de s'assurer de leur fidélité.
- «Pre-wholesale» : le groupe offre à plus de 30 laboratoires d'externaliser leurs processus de prise de commande et de livraison de produits aux grossistes en Afrique francophone et en Algérie. Le chiffre d'affaires 2011 est de 139,2 millions d'euros, soit 16,2 % du chiffre d'affaires d'Eurapharma.
- Agent distributeur : CFAO propose aux laboratoires d'externaliser l'importation, la promotion et la distribution de leurs produits en Afrique anglophone et lusophone. Cette activité représente 5,2 % du chiffre d'affaires de la division.

En 2011, la croissance du chiffre d'affaires (865 millions d'euros) est venue essentiellement des activités en Afrique francophone (+15,9%), les ventes en Afrique anglophone ayant été pénalisées par les dévaluations au Kenya et au Ghana. L'activité dans les CTOM est en retrait pour des raisons similaires à celles connues en métropole (baisse des prix administrés, déremboursements et développement des génériques).

La branche bénéficie de plusieurs axes de croissance : la poursuite de l'expansion des métiers de pre-wholesale et d'agent avec de nouveaux laboratoires, le développement de métiers nouveaux (production en Algérie, vente aux ONG avec l'acquisition de Missionpharma) et le développement géographique (Nigeria en 2012). Le principal risque est d'ordre réglementaire, et porte sur l'évolution des prix et des marges dans les CTOM.

Forces	Faiblesses
- Une logistique amont et aval intégrée et centralisée - Des relations historiques et fortes avec les laboratoires et les pharmaciens - Une position de leader dans de nombreux pays	- Le poids des CTOM (38% du chiffre d'affaires), marché structurellement en déclin
Opportunités	Menaces
- Le développement attendu de l'activité de fabrication en Algérie - Le développement de nouveaux métiers (acquisition de MissionPharma) - L'ouverture de nouveaux territoires	- Une baisse des prix administrés dans les CTOM - L'arrivée de producteur/distributeurs de médicaments génériques - La vente directe par les laboratoires notamment chinois et indiens

1.123 CFAO Industries, Equipement et Services

Avec un chiffre d'affaires de 367 millions d'euros en 2011, la division Industries, Equipement et Services représente 12 % du chiffre d'affaires du groupe, à travers les activités suivantes :

Boissons

Le Groupe possède et exploite les deux seules brasseries de la République du Congo dans le cadre, depuis 1994, d'un partenariat avec Heineken (qui détient 50% de cette activité). CFAO fabrique et embouteille des bières de marques locales et internationales ainsi que des boissons non-alcoolisées notamment de la marque Coca-Cola à destination du marché local. En 2010, une seconde ligne d'embouteillage est entrée en service à l'usine de Pointe-Noire afin de faire face à l'augmentation de la demande. Avec un chiffre d'affaires 2011 de 187 millions d'euros, le groupe estime être de très loin le principal distributeur de boissons non-alcoolisées et notamment de la marque Coca-Cola dans le pays.

La Société bénéficie d'une part de marché très significative sur le marché de la bière qui est réglementé (les prix sont fixés par le gouvernement), et présente de bonnes perspectives de croissance, compte tenu de l'évolution démographique du pays et de l'amélioration du niveau de vie. La marge opérationnelle est élevée et le groupe bénéficie d'une exemption fiscale jusqu'en 2016, en contrepartie d'un engagement d'investissement.

Le principal axe de croissance est le développement dans les zones du pays les moins bien couvertes (dans le centre et au nord). Les risques sont l'entrée d'un nouveau concurrent (qui fait l'objet de rumeurs récurrentes) et les hausses éventuelles des prix des matières premières qui pèsent sur les marges.

CFAO Technologies

CFAO Technologies, qui a réalisé un chiffre d'affaires de 75 millions d'euros en 2011, est dédié à l'intégration de produits et solutions informatiques, de réseaux et télécommunications à haute valeur ajoutée, notamment l'infogérance des postes de travail et des automates bancaires et le métier d'opérateur en radiocommunications. L'infogérance et les radiocommunications sont de nouvelles activités lancées en 2012. La société souhaite aussi se développer dans le consulting en audit d'infrastructures et le software hors applications métiers.

La force de ce pôle d'activité réside dans son large portefeuille d'offres et sur la relation forte créée avec les principaux intervenants des secteurs bancaires et télécommunications. Un des principaux enjeux dans les années à venir est d'améliorer la part du chiffre d'affaires récurrent.

CFAO Equipement / Loxea

CFAO Equipement est un réseau BtoB dédié à la vente et la maintenance de matériels et biens d'équipement, complétée d'une offre de location (engins de travaux publics, de manutention, matériels agricoles, groupes électrogènes et ascenseurs). Dans l'activité engins de travaux publics et matériel agricole, plus récente, la Société considère disposer d'un fort potentiel de croissance grâce à ses partenariats avec des marques fortes.

LOXEA intervient sur le marché de la location courte et longue durée de véhicules. Le groupe gère un parc d'environ 3 000 véhicules loués au Gabon, au Cameroun, en Côte d'Ivoire, au Sénégal et au Congo. La croissance vient essentiellement de la location longue durée, activité qui est généralement exercée en partenariat avec des établissements financiers.

L'ensemble a réalisé un chiffre d'affaires de 67 millions d'euros en 2011.

Produits plastiques

CFAO fabrique et distribue les produits de la marque BIC (stylos et rasoirs) dans le cadre d'un partenariat avec la marque dans plus de seize pays. La Société fabrique et distribue également une gamme d'emballages pour les industries alimentaire et pétrolière. Dans cette activité, qui a réalisé un chiffre d'affaires de 38 millions d'euros en 2011, la croissance du groupe provient de l'élévation du niveau de vie et du taux de scolarisation. Des développements dans de nouveaux pays pourraient être envisagés.

1. 13 Analyse des performances de la Société

Evolution de la profitabilité

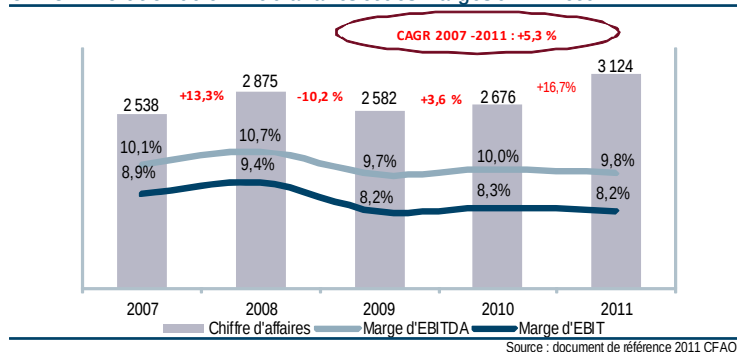
L'évolution du chiffre d'affaires au cours des cinq dernières années illustre à la fois la capacité du groupe à tirer profit du dynamisme des marchés africains tout en absorbant les aléas politiques et sécuritaires des pays dans lesquels il est présent.

La focalisation du groupe sur le continent africain et son développement sur plus d'une trentaine de pays lui permettent de tirer profit des opportunités de développement du continent tout en limitant les effets du risque pays.

La croissance de la Société a été réalisée à la fois par croissance organique et par croissance externe en élargissant son portefeuille d'activité et sa présence géographique, avec notamment de nouvelles implantations au Maroc, en Algérie ainsi qu'en Afrique anglophone et lusophone.

La capacité de la Société à maîtriser une partie importante de la chaîne de valeur sur chacun de ses métiers lui a permis de faire croître son activité de manière rentable avec le maintien d'un taux de marge d'EBITDA relativement stable à environ 10 % du chiffre d'affaires. Pour la branche Automotive, l'évolution défavorable des devises sur les coûts d'achat a pu être contenue. Le taux de marge d'EBIT, en revanche, est en baisse compte tenu des forts investissements récents.

CFAO - Evolution du chiffre d'affaires et des marges d'EBIT et d'EBITDA



Structure financière et gestion du BFR

La Société est endettée. Au 31 décembre 2011, la dette nette s'élevait à 192 millions d'euros, représentant 26 % des capitaux propres et moins d'une année d'EBITDA.

L'endettement de la Société présente la particularité d'être essentiellement porté localement par les filiales du groupe et par conséquent d'être libellé en monnaie locale. Ainsi, moins du tiers de la dette de la Société est libellé en euro.

Par ailleurs, compte tenu du coût élevé du financement à long terme dans les pays dans lesquels intervient CFAO, l'endettement est essentiellement composé de crédits non confirmés à court terme. Au 30 juin 2012, les découverts bancaires représentaient environ 80 % du total des emprunts et dettes financières.

Le besoin en fonds de roulement a atteint en moyenne 14,2 % du chiffre d'affaires au cours des cinq derniers exercices, avec un pic en 2008-2009 en période de baisse d'activité. Selon le management, le BFR devrait rester compris dans une fourchette de 13 à 17 % du chiffre d'affaires.

Résultats semestriels

Les comptes consolidés au 30 juin 2012 font ressortir les principaux éléments suivants :

- avec un chiffre d'affaires en progression de 17,3 % au premier semestre 2012 (11,9 % hors Côte d'Ivoire), le groupe dégage une marge sur résultat opérationnel courant de 8,3 % en amélioration par rapport au premier semestre 2011 (7,6 %) ;
- l'endettement financier net au 30 juin 2012 s'élève à 289,7 millions d'euros contre 192,0 millions d'euros au 31 décembre 2011 et 315,6 millions d'euros au 30 juin 2011 ;
- le besoin en fonds de roulement atteint 14,2 % du chiffre d'affaires en légère amélioration par rapport au 30 juin 2011 (15,7 %).

Résultats prévisionnels

Le groupe ne communique pas d'indication au marché sur ses prévisions de résultat. Lors de l'introduction en Bourse en 2009, les seules indications données concernaient l'objectif de croissance annuelle des ventes de l'ordre de 10 % sur la période 2010-2013 et de marge d'EBIT comprise à moyen terme dans une fourchette de 8,2 % à 9,8 %². Dans son document de référence 2011, le groupe a réitéré cet objectif, en précisant que son atteinte en termes de taux de marge d'EBIT « *dépendra fortement de celui de la division Automotive, lui-même très dépendant des parités de changes des devises d'achat.* »

Le groupe établit annuellement un Plan stratégique et financier à Moyen Terme (« PMT ») à trois ans. Le plan, préparé au niveau central sous la responsabilité du Directoire, est présenté au Conseil de surveillance pour examen au cours du dernier trimestre de chaque année.

² Cette fourchette correspond au niveau de marge observé sur la période 1996-2008, avant redevance payée au groupe PPR jusqu'à l'introduction en Bourse.

Le Plan stratégique et financier à Moyen Terme 2014 couvrant la période 2012-2014 a été arrêté par le Directoire lors de sa réunion du 21 octobre 2011 et examiné par le Conseil de surveillance le 27 octobre 2011.

Ce plan a été actualisé par le Directoire début septembre 2012 et revu par un comité ad hoc³ du Conseil de surveillance le 28 septembre 2012.

1.2 Contexte et termes de l'Offre

Le 26 juillet 2012, PPR et le groupe japonais TTC ont annoncé avoir signé un contrat de cession aux termes duquel TTC s'est porté acquéreur de 29,8 % du capital de CFAO (détenus par Discodis SAS, filiale à 100% de PPR) au prix de 37,5 euros par action (soit une valeur de 2,3 milliards d'euros pour 100% du capital). La cession effective du bloc d'actions est intervenue le 2 août 2012.

Sous réserve de due-diligences sur la partie non-automobile des activités de CFAO, TTC a annoncé son intention de lancer une offre publique volontaire sur le solde du capital de CFAO, au prix de 37,5 euros par action. PPR s'est engagé à apporter le solde de sa participation soit 12,2 %.

Le projet d'offre a été déposé le 14 septembre 2012. En application des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, TTC s'est engagé irrévocablement à offrir aux actionnaires de CFAO d'acquérir l'ensemble de leurs actions CFAO au prix de 37,5 euros par action.

L'Offre vise la totalité des actions émises par CFAO qui ne seront pas détenues par l'Initiateur, soit 43 191 154 actions (étant entendu que 119 600 actions auto-détenues ne seront pas apportées à l'Offre).

L'Offre ne porte pas sur les actions sous-jacentes aux 963 875 options de souscription d'actions (non exerçables d'ici la clôture de l'Offre) ni sur les 429 104 actions gratuites qui ne sont pas cessibles par leurs attributaires d'ici la clôture de l'Offre.

CFAO a décidé de faire intervenir un expert indépendant en application de l'article 261-3 du règlement général de l'AMF⁴.

Le Conseil de surveillance de CFAO a accepté le principe de l'Offre lancée par TTC sous réserve des conclusions du rapport de l'expert indépendant.

L'Initiateur, qui opère plusieurs activités en Afrique, dont la distribution automobile, a indiqué, dans la note d'information que l'acquisition de CFAO s'inscrivait dans sa stratégie d'expansion qui consiste à développer un portefeuille d'activités équilibré entre ses trois grandes activités *Mobility*, *Life & Community* et *Earth & Resources* au travers d'une présence internationale. Les trois principales activités de CFAO (Automotive, Europharma et Industries, Equipement et Services) s'inscrivent donc dans son portefeuille d'activités.

³ Le comité ad hoc est composé du Président et des membres indépendants du Conseil de surveillance.

⁴ « Tout émetteur ou tout initiateur d'une offre publique d'acquisition peut désigner un expert indépendant qui applique les dispositions du présent titre ».

2. Déclaration d'indépendance

Le cabinet Ricol Lasteyrie n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou leurs conseils et ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni aucune créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L.233-3 du code de commerce.

Ricol Lasteyrie ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts avec les sociétés concernées par l'Offre et leurs conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

La mission qui nous est confiée ne nous conduit pas à intervenir de façon répétée avec les établissements présentateurs de l'opération, au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF. La liste des expertises indépendantes réalisées par Ricol Lasteyrie au cours des deux dernières années figure en annexe 2, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées.

Ricol Lasteyrie atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par le projet d'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

3. Diligences effectuées

Nos diligences ont principalement consisté à :

- étudier les conditions de la cession par l'actionnaire de référence de titres représentant 29,8 % du capital de CFAO ;
- mettre en œuvre une approche multicritère de valorisation de CFAO ;
- analyser les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant dans la note d'information.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués...) publiées par la Société au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2011.

Nous avons également pris connaissance des comptes intermédiaires au 30 juin 2012 qui ont fait l'objet d'une revue limitée des Commissaires aux comptes, au terme de laquelle aucune réserve n'a été formulée.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec les dirigeants de la société cible et ses conseils juridiques et financiers ainsi qu'avec l'Initiateur et ses conseils tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent. Ces échanges ont principalement porté sur :

- le contexte de l'acquisition par TTC du bloc initial de 29,8 % ;
- l'activité de la Société, son évolution et ses perspectives de développement à moyen et long terme.

L'opération intervenant suite à une transaction significative conclue sur le capital de la Société, nous avons analysé le protocole d'accord (Share Purchase Agreement, ci-après « SPA ») du 25 juillet 2012 signé entre l'actionnaire de référence et l'Initiateur.

Nous nous sommes entretenus avec le directeur général délégué du groupe PPR afin de comprendre le processus ayant conduit à la cession de la participation dans CFAO.

Nous avons également échangé avec l'actuel Président et les membres indépendants du Conseil de surveillance de CFAO.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques et boursière, nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et transactions comparables à partir de nos bases de données.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux de Rothschild & Cie Banque et Crédit Agricole Corporate & Investment Bank, établissements présentateurs de l'Offre, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix offert et résumés dans le projet de note d'information de l'Initiateur. Nous avons dans ce cadre discuté avec les représentants des banques à plusieurs reprises.

Le détail de nos diligences est présenté en annexe 5 ci-après.

4. Evaluation des actions de la société CFAO

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation de la société. Il convient à ce titre de préciser que les travaux d'évaluation des établissements présentateurs résumés dans la note d'information nous ont été communiqués en cours de mission.

4.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

Actif net comptable consolidé

Cette méthode ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où la valeur des actifs incorporels du groupe n'est reflétée que partiellement au bilan consolidé de la société CFAO.

Pour mémoire, l'actif net comptable consolidé (part du groupe) s'établit à 558,8 millions d'euros au 30 juin 2012 pour 61,5 millions d'actions en circulation, soit une valeur par action égale à 9,08 euros.

Actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué consiste à valoriser les fonds propres d'une société à partir de la valeur de marché de ses actifs et de ses passifs.

Cette méthode nous paraît peu adaptée s'agissant d'une société de distribution, dont les actifs sont principalement le réseau de distribution, les contrats avec les fournisseurs et les stocks. Ce type d'actif est plus correctement valorisé par l'approche des flux futurs actualisés mise en œuvre par ailleurs.

Méthode du rendement

La société a régulièrement distribué des dividendes depuis son introduction en Bourse.

Toutefois, cette méthode est dépendante de la politique de distribution décidée par la direction et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement. Elle n'a en conséquence pas été retenue.

A titre d'information, le taux de capitalisation implicite ressortant du prix de l'Offre (par rapport au dernier dividende versé de 0,86 euro) s'établit à 2,29%, inférieur au taux de rendement observé à ce jour sur le SBF 120 et sur le CAC Mid 60. L'application du taux de rendement actuellement observé sur les marchés conduirait à une valeur théorique de 19 à 23 euros par action.

Méthode des transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachat d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. Cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète sur les sociétés cibles et les conditions des transactions.

Nous n'avons pas identifié de transaction intervenue récemment sur des sociétés présentant suffisamment de similitudes avec CFAO ou avec ses divisions et pour lesquelles nous disposions de l'information nécessaire.

Nous n'avons en conséquence pas retenu cette méthode.

4.2 Méthodes d'évaluation retenues

Pour évaluer la Société, nous avons mis en œuvre une approche multicritère qui comprend les méthodes d'évaluation et références suivantes :

A titre principal :

- la référence à l'acquisition du bloc d'actions CFAO par Toyota Tsusho Corporation ;
- une méthode intrinsèque par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels de chacune des divisions ;
- la référence au cours de bourse.

Nous avons également étudié à titre secondaire :

- une méthode analogique par référence aux multiples observés sur des sociétés comparables par division.

Méthodologie utilisée pour les méthodes intrinsèque et analogique

Les différentes divisions de CFAO présentent des différences significatives en termes de rythme de croissance, de marge, de niveau d'imposition, d'investissement et de BFR.

Par ailleurs, il n'existe pas de société directement comparable à CFAO dans son ensemble, mais seulement des sociétés comparables, au moins partiellement, à chacune de ses divisions.

Une valorisation globale de la société ne nous semble donc pas pertinente et nous avons retenu une méthodologie par somme des parties, consistant à valoriser indépendamment chaque division en fonction de ses caractéristiques propres.

Nombre de titres de référence

Nos travaux d'évaluation sont réalisés sur la base du nombre d'actions existant auquel nous avons ajouté les instruments dilutifs (stock-options et actions gratuites) et déduit les actions auto-détenues.

Le nombre d'actions retenu est ainsi de 62 799 239 actions.

Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres est calculé à partir des comptes semestriels au 30 juin 2012. Il correspond à une dette nette (y compris intérêts minoritaires) de 1 005,5 millions d'euros et intègre les éléments suivants :

- la dette nette consolidée de CFAO au 30 juin 2012, soit 289,7 millions d'euros ;
- la valeur de marché des intérêts minoritaires que nous avons estimée sur la base d'un multiple de résultat net, à l'exception des intérêts minoritaires de la division Boissons qui ont été valorisés sur la base des flux de trésorerie futurs actualisés, soit un total de 694,3 millions d'euros (correspondant à la valeur centrale du DCF pour la division Boissons) ;
- les dernières acquisitions de la Société (Assene et Missionpharma), finalisées en juillet 2012, pour un montant de 64,9 millions d'euros (pour 100% des actions) ;
- les provisions à caractère de dette (litiges) qui représentent 25,3 millions d'euros au 30 juin 2012 ;
- les autres passifs financiers (dividendes à verser à des minoritaires), soit 16,7 millions d'euros au 30 juin 2012 ;

et venant diminuer la dette :

- les actifs financiers non courants, hors dépôts et cautionnements, soit 39,0 millions d'euros ;
- la valeur de marché des sociétés mises en équivalence que nous avons estimée à 21,4 millions d'euros sur la base des multiples de résultat net estimé pour la période 2012 à 2014 de sociétés cotées comparables ;
- la trésorerie issue de l'exercice des stock-options, soit 25,1 millions d'euros.

4.21 Référence à l'acquisition du bloc d'actions CFAO par Toyota Tsusho Corporation

4.211 Processus de cession

La cession intervenue le 2 août 2012, selon les termes du « Share Purchase Agreement » signé en date du 25 juillet 2012, s'est inscrite dans le cadre d'un processus concurrentiel de mise en vente.

Dans son document de référence 2009, PPR indiquait : « *PPR n'entend pas rester durablement associé au développement de CFAO* » et « *la perspective à terme est une sortie complète du capital de CFAO* ».

Le processus de cession a été lancé dans le courant du deuxième semestre 2011, après que PPR eut reçu une marque d'intérêt d'un investisseur industriel, qui n'a pas eu de suite.

Nous nous sommes fait décrire le processus de cession par le représentant de PPR. Nous comprenons qu'en cours de processus, le Directoire de CFAO a mandaté une banque d'affaires. Le processus concurrentiel a abouti à l'obtention par PPR de lettres d'intention de trois investisseurs (dont nous avons eu connaissance) parmi lesquelles celle de l'Initiateur s'avérait la mieux disante, tant en termes de prix offert que de structuration de l'opération.

4.212 Les conditions financières de l'accord

Les termes du share purchase agreement (« SPA ») signé le 25 juillet 2012 prévoient que la société Discodis filiale à 100% du groupe PPR, cède à l'Initiateur un bloc de 18 334 706 actions représentant 29,8 % du capital non dilué de CFAO au prix de 37,5 euros par action, soit un montant total de 687 551 475 euros. La cession effective de ce bloc a été réalisée le 2 août 2012.

Discodis reste détenteur de 7 494 292 actions représentant 12,18 % du capital non dilué de CFAO. Les sociétés Sapardis et Prodistri, filiales à 100 % du groupe PPR, détiennent chacune 2 442 actions CFAO représentant 0,004 % du capital non dilué de CFAO.

Sous réserve de due-diligences sur les activités non automobiles de CFAO, l'Initiateur s'est engagé à déposer un projet d'offre publique d'achat volontaire portant sur la totalité du capital de CFAO au prix de 37,5 euros par action. Ce projet a été déposé le 14 septembre 2012.

Discodis, Sapardis et Prodistri se sont engagées à apporter leurs actions à cette offre. Elles seront cependant libérées de cet engagement si une offre concurrente était lancée par un tiers à un prix supérieur à 37,5 euros.

Selon le SPA, dans le cas où l'Initiateur lancerait, dans les six mois suivant la cession du bloc, une offre publique à un prix supérieur à 37,5 euros par action, les cédants percevront un montant complémentaire correspondant à la différence entre le prix de cette offre et 37,5 euros multiplié par le nombre d'actions cédées.

Si dans les 9 mois suivant la cession du bloc, l'Initiateur procède à la vente, de tout ou partie des actions CFAO qu'il détient, les cédants percevront un montant complémentaire correspondant à la différence entre le prix de vente de ces actions et 37,5 euros multiplié par le nombre d'actions cédées. De la différence seront éventuellement déduits les impôts payés par l'Initiateur sur la plus-value réalisée, et les montants perçus en cas d'offre à un prix supérieur à 37,5 euros (tel que décrit au paragraphe précédent).

La Société s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues (115 800 actions selon le SPA⁵).

L'Offre ne porte pas sur les actions potentielles découlant des options de souscription d'actions (963 875 actions) ni sur les actions gratuites (429 104 actions) qui ne sont pas cessibles d'ici la clôture de l'Offre. L'Initiateur a indiqué qu'il envisageait de discuter avec le management de la Société l'opportunité de mettre en place un mécanisme de liquidité pour les bénéficiaires des options de souscription d'actions et des actions gratuites. Aucune proposition n'a été faite à la date du présent rapport.

Nous avons obtenu confirmation de l'Initiateur qu'il n'avait pas l'intention de lancer d'offre subséquente à un prix supérieur à 37,5 euros dans les 6 mois et qu'il s'engageait à ne pas céder ses titres dans les 9 mois à compter de la date de réalisation (2 août 2012), sauf au cas où une offre concurrente à un prix plus élevé serait déposée avant la clôture de la présente Offre ; les deux clauses de complément de prix seront donc inopérantes. Dans ces conditions, le SPA ne comporte aucune clause de complément de prix ou disposition de nature à impacter le prix de 37,5 euros ressortant de la transaction.

4.22 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux financiers issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

4.221 Hypothèses retenues au titre du plan d'affaires

Nous avons conduit nos travaux sur la base du plan d'affaires qui nous a été fourni par le management. Ce plan couvre trois exercices, de 2012 à 2014. Il s'agit d'une actualisation du PMT 2014 réalisée au mois de septembre 2012 et revue par le comité ad hoc du Conseil de surveillance le 28 septembre 2012.

Ce plan intègre une mise à jour des hypothèses de croissance pour 2013 et 2014 prenant en compte les derniers développements de l'activité de chaque division et les évolutions de l'environnement macro-économique (notamment appréciation du yen) ou réglementaire, ainsi que les acquisitions qui n'avaient pas été budgétées. Il n'intègre pas les opportunités de création de nouveaux métiers spécialisés B to B et B to C évoquées dans le document « Informations relatives aux caractéristiques, notamment, juridiques, financières et comptables de CFAO », les discussions en cours avec des acteurs du secteur en vue de conclure des partenariats n'étant pas certaines d'aboutir.

⁵ Nous notons une légère différence entre le nombre d'actions auto-détenues indiqué dans le SPA et le nombre effectif au 24 septembre 2012 qui s'établit à 119 600

Nous n'avons pas retenu dans nos travaux l'impact des risques liés à l'entrée d'un nouvel actionnaire qui pourrait être considéré par certains partenaires constructeurs automobiles comme un concurrent. En effet, tel que cela est indiqué au paragraphe 5.3 du projet de note en réponse, la Société considère que cette situation « *peut rendre plus difficile le renouvellement de certains contrats dont certains arrivent à échéance prochainement* » et que « *compte tenu de ce changement de contrôle, il serait également possible que de nouveaux contrats ou de nouveaux développements soient plus difficiles à négocier* ».

Nous n'avons pas non plus pris en considération d'éventuelles synergies positives liées au regroupement en l'absence d'identification précise de telles synergies à ce stade.

Le PMT 2014 révisé, présente les prévisions financières du groupe détaillées par grandes divisions (Automotive, Eurapharma, Industries, Equipement et Services) et par sous-divisions (Boissons, Plastiques, Equipement, Location et Technologies). La croissance du chiffre d'affaires attendue dans ce plan est légèrement inférieure à 10% et la marge d'EBIT est comprise dans la fourchette indiquée lors de l'introduction en Bourse.

Il convient de noter que la Société n'a pas partagé ce plan d'affaires révisé avec l'Initiateur et ses conseils.

Nous avons retraité le budget 2012 de manière à prendre en compte l'intégration de Missionpharma et Assene sur les cinq derniers mois de l'année.

Compte tenu des fortes croissances enregistrées par la plupart des branches d'activité, généralement supérieures à la croissance économique des pays concernés, nous avons construit une période d'extrapolation qui se subdivise en deux phases :

- de 2015 à 2019, nous avons maintenu une croissance soutenue du chiffre d'affaires pour tenir compte des investissements réalisés et des projets de développement qui nous ont été présentés. Cette croissance s'établit en moyenne à 8,1 % par an, comprise dans une fourchette de 5,5 % à 15 % selon les branches d'activité ;
- de 2020 à 2024, nous avons fait tendre la croissance du chiffre d'affaires vers la croissance à l'infini. Elle s'établit ainsi en moyenne à 5,8 % par an, comprise dans une fourchette de 4,4 % à 6,3 % selon les branches d'activité.

Il convient de souligner que cette croissance n'intègre aucune opération de croissance externe, ce qui explique le différentiel avec le taux de 10 % cité par le groupe lors de son introduction en Bourse.

En ce qui concerne la marge d'EBIT, nous avons retenu un taux normatif dès 2015, à l'exception des branches sur lesquelles nous avons suffisamment d'éléments permettant d'envisager une montée en puissance de la rentabilité au-delà de 2015. Sur la période 2012-2024, la marge d'EBIT globale s'établit en moyenne à 8,8 %, passant de 8,2 % en 2011 à 8,9 % en 2024.

Nous avons modélisé des frais de holding en croissance de 3,7% par an sur la période d'extrapolation (en cohérence avec le taux de croissance à l'infini).

Le ratio amortissements et dépréciations sur chiffre d'affaires s'élève à environ 1,8% tout au long de la période d'extrapolation, cohérent avec les niveaux historiques.

Sur la base des informations recueillies et des niveaux historiques, nous avons retenu un niveau d'investissements équivalent à 1,8 % du chiffre d'affaires en moyenne sur la période d'extrapolation. Le ratio est supérieur à ce niveau sur les années 2013 et 2014 du fait d'investissements significatifs dans plusieurs branches, dont les brasseries (liés à l'exonération fiscale), la pharmacie (modernisation de certains entrepôts) et les technologies (développement des nouvelles activités de radiocommunications).

Le taux d'imposition a été calculé par division. Il s'établit sur la période d'extrapolation à 31,3 % en moyenne sur le groupe.

Dans le plan d'affaires, le BFR connaît, par rapport à son niveau au 30 juin 2012, une légère progression en pourcentage du chiffre d'affaires. Ceci est dû à l'évolution du mix d'activités. Compte tenu des indications recueillies, nous avons retenu sur la période d'extrapolation un ratio passant de 14,4 % à 14,8 % du chiffre d'affaires.

4.222 Travaux d'évaluation

Flux normatif

Le flux normatif a été construit à horizon 2024, sur la base d'une croissance du chiffre d'affaires de 3,7 % (comprise entre 3,4 % et 4,1 % selon les activités) et d'une marge d'EBIT moyenne de 8,9 % (comprise entre 8 % et 28,5 % selon les activités).

Le niveau de BFR de 14,8 % de chiffre d'affaires peut être considéré comme soutenable à long terme dans un contexte de poursuite des activités « stand alone ». Les investissements ont été modélisés à 1,8 % du chiffre d'affaires et la dotation aux amortissements a été alignée sur ce niveau en fin de plan.

Le taux d'imposition retenu est compris entre 28 % et 42 % selon les divisions et ressort à 32,3 % sur le groupe.

Croissance à l'infini

La croissance à l'infini a été estimée à partir des notes d'analystes suivant la Société (qui retiennent un taux de croissance à l'infini compris entre 2 et 3 %) et des données fournies dans la *World Economic Outlook Database* du FMI sur la période 2010 - 2017 (la croissance du PIB attendue en 2017 dans les différents pays d'Afrique dans lesquels le groupe est présent ressort en moyenne pondérée à 4,2 %).

Nous retenons ainsi une croissance à l'infini, à horizon 2024, d'environ 3,7 % en moyenne pour le groupe, qui s'analyse comme suit par division :

	CFAO Automotive	Eurapharma	Boissons	Technologies	Plastiques	Equip. et loc.	Global CFAO
Taux de croissance à LT retenu	3,7%	3,4%	3,6%	3,9%	4,1%	4,1%	3,7%

Taux d'actualisation

Un taux d'actualisation a été calculé pour chaque division du groupe.

Il a été déterminé sur la base des éléments suivants :

- un bêta désendetté compris entre 0,6 et 1,12, déterminé sur la base de la médiane des bêtas des échantillons de sociétés comparables par division ;
- d'une prime de risque Europe de 7,68 % (Associés en Finance, prime septembre 2012) ;
- d'un taux sans risque, calculé par différence entre le rendement espéré du marché⁶ (Associés en Finance septembre 2012) et la prime de risque ci-dessus, qui ressort à 2,74 % ;
- d'une prime de risque pays additionnelle calculée sur la base d'estimations établies par Damodaran par pays pondérées par le chiffre d'affaires de chacune des divisions de CFAO dans les pays à risque ;
- d'une structure financière cible correspondant pour chaque division à la médiane des sociétés comparables, et d'un coût de la dette après impôt de 4,33 %.

	B désendettés	Structure financière (D/C)	Prime pays	Wacc
CFAO Automotive	0,93	9,1%	2,8%	12,4%
Eurapharma	0,75	30,7%	2,3%	10,1%
Boissons	0,60	33,6%	5,0%	11,1%
Technologies	1,12	23,5%	3,8%	14,2%
Plastiques	0,76	14,2%	3,6%	11,7%
Equipements et locations	0,90	53,5%	4,1%	12,1%
Holding				11,7%
Global				11,7%

Le taux d'actualisation ressort en moyenne à 11,7 % (sur la base du poids de chaque division dans le chiffre d'affaires).

Les flux financiers ont été actualisés à mi-année, à compter du 1^{er} juillet 2012.

Calculs de valorisation

Sur ces bases, la valeur des fonds propres s'établit à 2 332 millions d'euros et la valeur par action à 37,1 euros.

⁶ E(Rm) selon les données Associés en Finance

Les sensibilités à une variation de :

- +/- 0,25 point de taux de croissance ou de taux d'actualisation,
- +/- 0,25 point de marge d'EBIT terminale ou de taux d'actualisation,

sont présentées ci-après. Les valeurs par action ainsi obtenues sont les suivantes (en euros) :

Tables de sensibilité - valeur par action

Taux de croissance à l'infini						
		Taux d'actualisation				
		11,20%	11,45%	11,70%	11,95%	12,20%
Taux de croissance à l'infini	3,20%	39,2	37,4	35,8	34,3	32,9
	3,45%	39,9	38,1	36,5	34,9	33,4
	3,70%	40,7	38,9	37,1	35,5	34,0
	3,95%	41,6	39,7	37,9	36,2	34,6
	4,20%	42,6	40,5	38,6	36,9	35,2

Marge d'EBIT						
		Taux d'actualisation				
		11,20%	11,45%	11,70%	11,95%	12,20%
Marge d'EBIT	8,40%	37,9	36,2	34,5	33,0	31,5
	8,65%	39,3	37,5	35,8	34,3	32,8
	8,90%	40,7	38,9	37,1	35,5	34,0
	9,15%	42,1	40,2	38,4	36,8	35,2
	9,40%	43,5	41,6	39,7	38,0	36,4

Selon cette méthode, la valeur par action de la société CFAO ressort dans une fourchette de 34,3 euros à 40,2 euros, avec une valeur centrale à 37,1 euros par action.

Le prix proposé fait ressortir en fourchette basse, une prime de 9,5% et en fourchette haute, une décote de 6,8% par rapport aux valeurs résultant de l'analyse des flux futurs actualisés.

4.23 Cours de bourse

Introduits le 2 décembre 2009 au prix de 26 euros, les titres de la société CFAO sont cotés depuis lors sur le compartiment A du marché Euronext Paris. Ils rentrent dans la composition de l'indice SBF 120 depuis le 22 mars 2010 et du nouvel indice CAC Mid 60 depuis le 21 mars 2011.

Malgré une liquidité du titre modeste, nous avons retenu cette méthode à titre principal en raison d'un flottant significatif et, compte tenu de la présence du titre dans les indices, d'un suivi régulier par une dizaine d'analystes :

- le flottant estimé représente 44,8 % du capital au 31 décembre 2011, il n'intègre pas les titres détenus par PPR et par Oppenheimer Funds et Lazard AM du fait de leur présence relativement stable au capital de CFAO sur ces deux dernières années ;
- le nombre total d'actions échangées sur un an au 25 juillet 2012, dernier jour de cotation précédant l'annonce de l'acquisition du bloc de 29,8 % par TTC, est de 15 693 milliers de titres. Rapporté au nombre d'actions en circulation, il fait ressortir un taux de rotation de 25,5 % du capital et de 56,9 % du flottant.

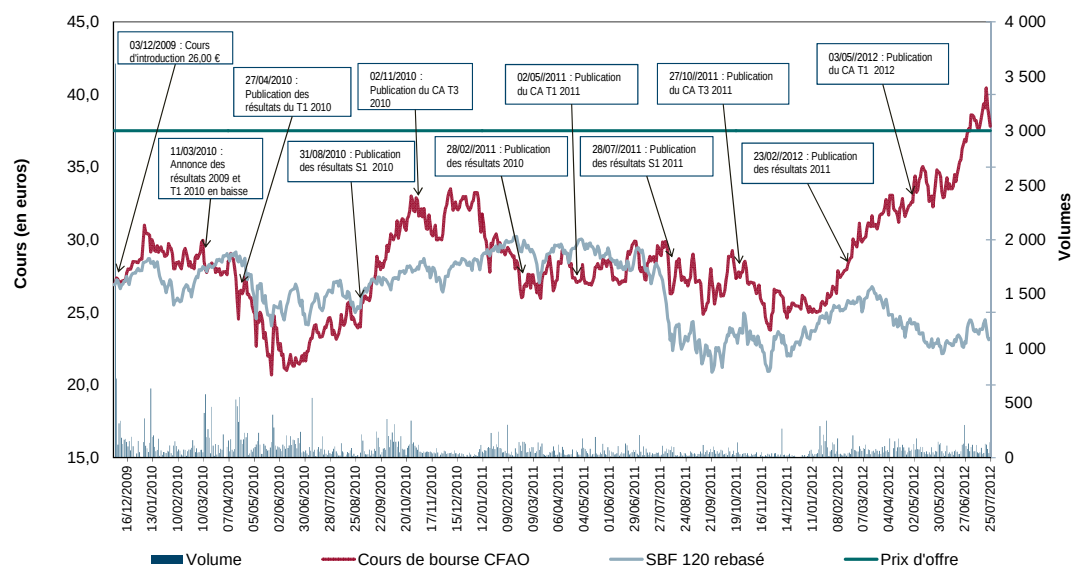
Etude du cours CFAO

Cours - en €	25/07/2012	Liquidité	en Milliers
Spot	37,82	Moyenne volume 1 mois	95,1
Capitalisation boursière en M€	2 326,91	Moyenne volume 3 mois	77,0
Moyen pondéré 1 mois	37,91	Moyenne volume 6 mois	77,8
Moyen pondéré 3 mois	35,63	Somme volume 1 an	15 692,6
Moyen pondéré 6 mois	32,72	NOSH	61 526
Moyen pondéré 12 mois	30,52	Flottant	44,80%
Plus haut 12 mois	40,44	Rotation du capital 1 an	25,51%
Plus bas 12 mois	23,78	Rotation du flottant 1 an	56,93%

Source : Datastream

Le graphique suivant montre l'évolution du cours de bourse du titre CFAO depuis son introduction en Bourse, comparé à l'indice SBF 120 (rebasé) sur la même période.

Evolution du cours de bourse de CFAO comparée à l'indice SBF 120



Depuis son introduction en Bourse, le titre CFAO a suivi l'évolution de l'indice SBF 120 jusqu'à la fin de l'année 2011 avec une tendance à amplifier les mouvements du marché. A partir du début de l'année 2012, le cours de bourse de CFAO suit une évolution à la hausse totalement décorrélée de celle de l'indice. Le cours est également décorrélé depuis début 2012 et notamment depuis juin 2012, des indices africains publiés par la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (regroupant 8 pays africains francophones).

Le plus haut historique a été atteint le 20 juillet 2012, à 40,4 euros, soit quelques jours avant l'annonce du rachat de bloc par TTC. Le plus bas historique a été atteint le 25 mai 2010 à 20,7 euros.

Porté par une croissance à deux chiffres du chiffre d'affaires en 2011, supérieure aux attentes du marché, le titre CFAO connaît une forte progression depuis le début de l'année 2012. Entre le 3 janvier et le 25 juillet 2012, le cours du titre CFAO est passé de 26,0 euros à 37,8 euros, en progression de 45,5 %.

Cette belle performance boursière traduit la capacité du groupe à tirer profit du dynamisme des marchés africains, lesquels représentent plus des deux tiers de l'activité en 2011, ainsi que sa capacité à amortir les crises, comme en témoigne l'impact modéré sur les résultats 2011 de la crise ivoirienne. Le titre a également profité de l'engouement généralisé pour les thèmes d'investissement liés à la croissance africaine.

On notera par ailleurs que dès mai 2012, certains rapports d'analystes évoquent la perspective d'une cession de la participation détenue par PPR dans CFAO comme un facteur positif.

Analyse des primes implicites de l'Offre par rapport aux cours de bourse historiques avant l'annonce de l'opération

Nous retenons comme date de référence pour notre analyse le cours au 25 juillet 2012, date précédant l'annonce de l'opération.

CFAO - Cours au 25/07/2012

Euros	Cours	Prime / offre 37,50 €
Spot	37,82	-0,8%
Moyenne 1 mois	37,91	-1,1%
Moyenne 3 mois	35,63	5,2%
Moyenne 6 mois	32,72	14,6%
Moyenne 1 an	30,52	22,9%
Maximum 1 an (20/07/2012)	40,44	-7,3%
Minimum 1 an (25/11/2012)	23,78	57,7%

Source : Datastream

Le cours de bourse a dépassé le prix de l'Offre au mois de juillet 2012. Depuis l'annonce de l'acquisition du bloc, le cours de bourse évolue entre 36,68 euros et 39,51 euros.

Le prix d'offre fait ressortir une décote d'environ 1 % par rapport au cours spot du 25 juillet 2012 et au cours moyen pondéré 1 mois. En revanche, il fait ressortir des primes de 5 % à 23 % par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes sur les périodes 3 mois à 12 mois.

Analyse des objectifs de cours des notes de recherche

De manière à compléter notre analyse du cours de bourse, nous avons étudié les notes publiées par les analystes sur CFAO durant le premier semestre 2012 et jusqu'à l'annonce du 26 juillet 2012. Les objectifs de cours se situent dans une fourchette de 32 euros à 42,5 euros. La moyenne s'établit à 36,8 euros et la médiane à 35,5 euros. Le prix d'offre fait ressortir une prime de 1,9 % et 5,6 % respectivement.

Date	Broker	Objectif de cours	Recommandation
10/07/2012	UBS	42,0 €	Buy
03/07/2012	Exane BNP Paribas	35,0 €	Neutral
26/06/2012	Oddo Mid Cap	42,5 €	Buy
26/06/2012	Goldman Sachs	36,0 €	Neutral
01/06/2012	Société Générale	34,0 €	Hold
07/05/2012	HSBC	35,0 €	Neutral
04/05/2012	CM-CIC Securities	32,0 €	Hold
23/02/2012	CA Cheuvreux	38,0 €	Outperform
Moyenne		36,8 €	
Prime/décote (prix de l'offre 37,50€)		1,9%	
Médiane		35,5 €	
Prime/décote (prix de l'offre 37,50€)		5,6%	

Suite à l'annonce de l'opération et des résultats semestriels, CA Cheuvreux et HSBC ont relevé leurs objectifs de cours à respectivement 43 euros et 40 euros. CM-CIC Securities s'est aligné sur le prix d'Offre à 37,5 euros et UBS a revu son objectif à la baisse à 37,8 euros.

4.3 Méthode présentée à titre d'information : multiples boursiers observés sur les sociétés comparables cotées

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Des sociétés cotées peuvent être considérées comme étant comparables dès lors qu'elles présentent de réelles similitudes avec la société analysée en termes de :

- domaine d'activité (produits, clientèle, secteur géographique),
- taille (chiffre d'affaires ou capitalisation boursière, capitaux investis, part de marché),
- niveau et structure des marges,
- perspectives de croissance de chiffres d'affaires et de marges.

Il n'existe pas de société directement comparable au groupe CFAO dans sa globalité en raison de la diversité de ses activités et de sa forte exposition à l'économie du continent africain.

Nous avons procédé à une valorisation par somme des parties du groupe CFAO, en constituant des sous-échantillons par division du groupe. A l'issue de nos analyses, nous avons retenu un échantillon pour chacun des métiers du groupe CFAO de sociétés leader sur leurs métiers, disposant le cas échéant d'une exposition aux économies africaines et dont les perspectives de croissance et de rentabilité se rapprochent le plus possible de celles des divisions de CFAO. Nous avons éliminé de nos recherches les sociétés dont les titres sont insuffisamment liquides, ainsi que celles pour lesquelles la disponibilité des prévisions n'est pas satisfaisante.

La comparabilité des sociétés retenues restant imparfaite, nous ne présentons cette méthode qu'à titre d'information.

Les niveaux de capitalisation boursière, de chiffre d'affaires et de marges d'EBITDA et d'EBIT des sociétés retenues sont présentés dans le tableau suivant. On observe en particulier que la croissance de ces sociétés est très sensiblement inférieure à celle de CFAO (la croissance moyenne ressort à 5,6% sur 2011-2014 soit deux fois moins que celle de CFAO). Elles sont en revanche plus rentables.

Synthèse des comparables retenus

Branche CFAO	Société	Pays	Devise	MV	CA 2011	CAGR 2011-2014e	% Ebitda / CA 2012e	% Ebit / CA 2012e
CFAO Automotive	INCHCAPE	UK	£	1 669	5 826	4,6%	4,9%	4,2%
	IMPERIAL	Afrique du Sud	R	39 677	72 749	11,9%	9,1%	6,9%
	BARLOWORLD	Afrique du Sud	R	16 747	51 717	NA	8,8%	5,4%
Eurapharma	CELESIO	Allemagne	€	2 392	23 026	1,1%	2,5%	1,9%
	MEDIQ	Pays-Bas	€	745	2 658	1,3%	5,1%	3,6%
	ORIALA KD	Finlande	€	306	2 146	7,9%	1,7%	1,1%
Boissons	HEINEKEN	Pays-Bas	€	26 493	17 123	5,8%	21,1%	14,5%
	SABMILLER (JSE)	Afrique du Sud	USD	73 736	21 172	6,5%	29,6%	23,6%
	ANHEUSER-BUSCH INBEV	Belgique	USD	138 030	39 046	10,1%	39,3%	32,3%
Technologies	GROUPE STERIA SCA	France	€	337	1 766	3,2%	7,5%	5,6%
	DATATEC	Afrique du Sud	USD	1 195	4 912	11,2%	3,9%	3,2%
	BULL	France	€	327	1 301	2,8%	4,8%	3,2%
Plastiques	BIC	France	€	4 369	1 824	5,3%	24,1%	20,2%
	NEWELL RUBBERMAID	USA	USD	5 516	5 865	2,1%	15,4%	12,6%
Equipements et location	RAMIRENT	Finland	€	681	650	5,1%	29,1%	12,6%
	CRAMO	Finland	€	337	680	2,5%	25,3%	9,0%
	ASHTAD GROUP	UK	£	1 625	1 073	10,0%	35,6%	17,6%
	LAVENDON GROUP	UK	£	247	225	3,5%	33,5%	14,3%
	SPEEDY HIRE	UK	£	150	336	3,9%	19,7%	6,1%
	VP	UK	£	130	158	3,8%	24,1%	11,7%
	AVIS BUDGET GROUP	USA	USD	1 642	5 900	10,2%	11,5%	18,4%
	Moyenne					5,6%	17,0%	10,9%

La valeur d'entreprise (VE) utilisée pour déterminer les multiples est fondée sur la capitalisation boursière augmentée du dernier endettement net disponible et des intérêts minoritaires. Pour la capitalisation boursière, nous avons privilégié le cours spot au 27 septembre 2012, tout en nous assurant que le cours moyen pondéré un mois ne remettait pas en cause nos conclusions.

Nous avons déterminé les multiples 2012, 2013 et 2014 prévisionnels sur la base du consensus IBES. Nous avons retenu le multiple de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBITDA et à l'EBIT, multiples usuels retenus par la société et les analystes suivant la valeur.

Nous avons écarté le multiple de Valeur d'Entreprise rapportée au chiffre d'affaires qui ne permet pas de tenir compte des différences de profitabilité.

Nous avons également écarté les multiples de résultat net (PER) en raison des différences de politiques financières entre les différentes sociétés.

Pour les sociétés comparables ne clôturant pas au 31 décembre, nous avons procédé à un ajustement calendaire des agrégats concernés.

Le tableau ci-après synthétise les multiples issus de notre échantillon :

Multiples par division (Cours Spot au 27/09/2012)

	VE/EBITDA			VE/EBIT		
	2012e	2013e	2014e	2012e	2013e	2014e
INCHCAPE	5,2 x	4,8 x	4,5 x	6,0 x	5,5 x	5,2 x
IMPERIAL	5,6 x	5,2 x	4,8 x	7,4 x	6,8 x	6,5 x
BARLOWORLD	4,7 x	4,1 x	NA	7,7 x	6,7 x	NA
Moyenne Automotive	5,2 x	4,7 x	4,7 x	7,0 x	6,4 x	5,8 x
CELESIO	6,7 x	6,1 x	5,6 x	8,9 x	8,0 x	7,3 x
MEDIQ	7,6 x	6,8 x	6,5 x	10,6 x	9,4 x	8,9 x
ORIALA KD	8,6 x	6,0 x	4,9 x	13,7 x	8,3 x	6,4 x
Moyenne Eurapharma	7,6 x	6,3 x	5,7 x	11,1 x	8,6 x	7,5 x
HEINEKEN	8,8 x	8,0 x	7,4 x	12,8 x	11,4 x	10,6 x
SABMILLER (JSE)	12,7 x	11,0 x	9,9 x	15,9 x	13,8 x	12,9 x
ANHEUSER-BUSCH	10,9 x	9,6 x	8,9 x	13,2 x	11,0 x	9,9 x
Moyenne Boissons	10,8 x	9,5 x	8,8 x	14,0 x	12,1 x	11,1 x
GROUPE STERIA SCA	4,0 x	3,6 x	3,3 x	5,3 x	4,6 x	4,1 x
DATATEC	5,8 x	5,0 x	4,4 x	7,0 x	6,0 x	5,2 x
BULL	2,4 x	2,1 x	1,8 x	3,5 x	2,9 x	2,5 x
Moyenne Technologies	4,0 x	3,5 x	3,2 x	5,3 x	4,5 x	3,9 x
BIC	8,8 x	8,2 x	7,8 x	10,5 x	9,8 x	9,2 x
NEWELL RUBBERMAID	8,4 x	8,0 x	7,7 x	10,3 x	9,6 x	9,1 x
Moyenne Plastiques	8,6 x	8,1 x	7,7 x	10,4 x	9,7 x	9,2 x
RAMIRENT	4,7 x	4,6 x	4,3 x	10,7 x	10,4 x	9,0 x
CRAMO	4,2 x	4,1 x	3,8 x	11,8 x	11,0 x	9,1 x
ASSTEAD GROUP	5,7 x	4,9 x	4,5 x	11,5 x	9,7 x	8,5 x
LAVENDON GROUP	4,4 x	4,3 x	4,1 x	10,3 x	9,6 x	8,8 x
SPEEDY HIRE	3,4 x	3,0 x	2,7 x	10,9 x	9,1 x	7,9 x
VP	4,3 x	4,1 x	4,0 x	8,8 x	8,4 x	8,0 x
AVIS BUDGETGROUP	5,0 x	4,8 x	4,6 x	3,1 x	3,0 x	4,3 x
Moyenne Equip. et loc.	4,5 x	4,3 x	4,0 x	9,6 x	8,7 x	8,0 x

La méthode des multiples issus de notre échantillon conduit ainsi aux valeurs suivantes :

- entre 21,1 euros et 23,4 euros sur la base du multiple moyen d'EBITDA ;
- entre 25,8 euros et 27,3 euros sur la base du multiple moyen d'EBIT.

Sur la base des capitalisations boursières au 27 septembre 2012 des sociétés comparables, le prix de l'Offre fait ressortir des primes comprises entre 37 % et 78 % par rapport aux valeurs obtenues par cette méthode.

5. Analyse des éléments d'appréciation du prix mentionnés dans la note d'information

Rothschild & Cie Banque et Crédit Agricole Corporate & Investment Bank, établissements présentateurs de l'opération, ont préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant à la section 3 de la note d'information.

Après analyse de leur rapport d'évaluation détaillé et échange avec leurs représentants, nous formulons les remarques suivantes.

5.1 Présentation des méthodes écartées par les établissements présentateurs

Les établissements présentateurs ont écarté les références à l'actif net, comptable ou réévalué, la méthode du rendement et la méthode des multiples de transactions comparables. Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur ce point.

5.2 Présentation des méthodes retenues par les établissements présentateurs

5.21 Données financières

5.211 *Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres*

Les établissements présentateurs ont retenu une dette nette corrigée de 897,6 millions d'euros.

Les principaux écarts avec le montant de 1 005,5 millions d'euros que nous retenons sont :

- un écart sur les intérêts minoritaires d'un montant global de +163 millions d'euros : les établissements présentateurs appliquent un multiple de PER décoté de 30% au résultat net 2011 attribuable aux minoritaires, nous retenons les multiples de PER 2012 à 2014 sans décote ;
- une différence de méthode sur la prise en compte des stocks options, les établissements présentateurs utilisant la « *treasury method* » pour leur calcul du nombre d'actions ne tiennent pas compte de la trésorerie issue de l'exercice de ces options que nous intégrons pour -25 millions d'euros ;
- le montant des provisions pour retraite que nous traitons comme un élément de BFR, soit -20,3 millions d'euros.
- les autres écarts sont essentiellement liés à des différences de valorisation des sociétés mises en équivalence et des actifs et passifs financiers qui représentent globalement un montant de -9,8 millions d'euros.

5.212 *Nombre d'actions*

Le nombre de titres retenu par les établissements présentateurs s'établit à 62 130 952 actions. La différence avec le nombre de titres que nous retenons (62 799 239) tient à la différence de méthode sur la prise en compte des titres dilutifs (« *treasury method* » pour les établissements présentateurs, « *fully diluted* » dans notre cas).

5.22 Approche par les cours de bourse

Nous n'avons pas de commentaire sur les analyses des établissements présentateurs sur les cours de bourse. Nous avons retenu des sources différentes, les établissements présentateurs retenant un cours de bourse moyen (VWAP – Volume Weighted Average Price) issu des bases de données Bloomberg, alors que nous présentons un cours de clôture fourni par Datastream. Les écarts restent cependant mineurs.

5.23 Approche par les multiples de sociétés comparables cotées

Les établissements présentateurs ont retenu la méthode des multiples boursiers à titre principal alors que nous la retenons seulement à titre d'information, compte tenu de la comparabilité imparfaite des sociétés de l'échantillon avec les différentes divisions de CFAO.

Les établissements présentateurs proposent deux approches pour valoriser le groupe CFAO, une reposant sur une valorisation consolidée du groupe, et une autre en somme des parties. L'exercice de valorisation au niveau consolidé n'est toutefois retenu qu'à titre d'information. Pour cette approche les établissements présentateurs retiennent les valeurs DKSH, Imperial et Barloworld.

Au titre de la valorisation en somme des parties, les établissements présentateurs ont défini des échantillons par ligne de métier. L'échantillon retenu par les établissements présentateurs est composé de 32 sociétés.

Nous n'avons pas retenu certaines de ces sociétés compte tenu :

- du niveau lacunaire des informations disponibles (Auto Hall, Delek Auto, EABL, Business Connexion) ;
- de leur faible liquidité (GB Auto, Selçuk, Anadolu Efes, Guinness Nigeria, Nigerian Breweries, GFI, Sopra) ;
- d'offres publiques en cours sur leurs titres (Hertz et Dollar Thrifty Automotive ayant annoncé le 26 août dernier leur rapprochement).

Nous avons en revanche intégré dans notre échantillon les sociétés SABMiller et Anheuser Busch InBev que les établissements présentateurs n'ont pas retenues.

Nous avons intégré Barloworld dans l'échantillon Automobile, alors que les établissements présentateurs l'ont retenue pour valoriser CFAO au niveau consolidé.

Les banques présentatrices aboutissent, selon cette méthode, à une fourchette de valeur comprise entre 30,3 et 35,0 euros par action. Notre fourchette de valeur s'établit entre 21,1 et 27,3 euros par action.

5.24 Approche par l'actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs

5.241 Prévisions retenues

Les établissements présentateurs n'ont pas eu accès au plan d'affaires établi par le management. Le plan d'affaires retenu a été conçu par l'Initiateur sur la base des données historiques de CFAO, de la connaissance qu'il a de certains marchés du fait de ses implantations existantes et, pour certaines divisions, avec l'appui de conseils extérieurs.

Sur la période 2012-2022 retenue par les établissements présentateurs, la croissance de l'activité ressort à 7,4% en moyenne par an avec une marge d'EBIT moyenne de 9,5%. Nous retenons sur la période 2012-2024 une croissance moyenne de 7,5% et une marge d'EBIT moyenne de 8,8%.

5.242 Taux d'actualisation

Les établissements présentateurs ont retenu des taux d'actualisation pour les différentes branches d'activité de 11,2% à 14,1% soit une moyenne de 12,0% correspondant à :

- un taux sans risque de 2,6% (moyenne 6 mois du taux OAT 10 ans, source Bloomberg);
- une prime de marché ajustée de 9,5% (moyenne 6 mois de la prime de risque France, source Bloomberg);
- des primes de risques pays additionnelles calculées suivant le modèle établi par Damodaran ;
- un bêta désendetté compris entre 0,71 et 0,84 (source FactSet) ;
- un ratio dette / capitalisation de 11% et un coût de la dette après impôt de 3,6%.

Nous avons retenu des taux d'actualisation de 10,1% à 14,2% (11,7% en moyenne) déterminés à partir de données Associés en Finance et Damodaran comme détaillé précédemment. Les principales différences avec les estimations des établissements présentateurs tiennent au niveau de la prime de risque et de bêta retenus.

5.243 Croissance à l'infini

Les établissements présentateurs ont retenu, à horizon 2022, un taux de croissance à l'infini de 4,2% compris, selon les divisions, entre 3,6% et 5,5%, sur la base des prévisions de croissance du PIB pour 2017 réalisées par le FMI. Nous avons retenu, à horizon 2024, une croissance moyenne de 3,7%.

6. Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable du prix offert

6.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, le prix offert dans le cadre de l'Offre, soit 37,5 euros par action fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes que nous avons jugées pertinentes :

	Valorisation de CFAO en € expert indépendant	Prime / (décote) sur le prix d'offre (37,5€)	Etablissements présentateurs
<u>Méthodes retenues à titre principal</u>	37,5 €		
Transaction de référence	37,5	0,0%	37,5
DCF	34,3 40,2	9,5% -6,8%	33,3 39,1
Cours de bourse - spot 25/07/2012	37,8	-0,8%	38,0
Cours de bourse - moy 1 mois	37,9	-1,1%	37,9
Cours de bourse - moy 3 mois	35,6	5,2%	35,6
Cours de bourse - moy 6 mois	32,7	14,6%	32,3
Cours de bourse - moy 12 mois	30,5	22,9%	30,4
<u>Méthode retenue à titre informatif</u>			
Comparables boursiers	21,1 27,3	78,1% 37,2%	30,3 35,0

Ces primes sont calculées par rapport à la valorisation de l'action CFAO avant prise en compte des risques liés à l'entrée d'un nouvel actionnaire qui pourrait être considéré par certains partenaires constructeurs automobiles comme un concurrent, et qui ont été décrits par la Société dans le projet de note en réponse au paragraphe 5.3. Elles sont également calculées avant synergies éventuelles qui pourraient être engendrées par la prise de contrôle de CFAO par TTC.

Sur la question des risques pesant sur le développement de l'activité automobile, l'Initiateur a indiqué dans la note d'information qu'il « *s'assurera, en tant que de besoin, que des procédures de gestion et de gouvernance internes adaptées préservent les conditions requises à la poursuite et au développement de cette stratégie multimarques.* », et nous a confirmé ce point.

En ce qui concerne les synergies de revenus pouvant découler de l'opération à plus long-terme, l'Initiateur a indiqué dans la note d'information que « *d'éventuelles coopérations entre les deux groupes pourront être étudiées afin d'accélérer leur développement respectif* ». Il nous a cependant confirmé que les éventuelles synergies n'étaient pas précisément identifiées et inchiffrables à ce stade. L'Initiateur nous a également confirmé l'absence de synergies de coût significatives, l'organisation de CFAO étant conservée en l'état.

6.2 Attestation sur le caractère équitable du prix offert

La présente Offre fait suite à l'acquisition par Toyota Tsusho Corporation d'un bloc de titres représentant 29,8% du capital et des droits de vote de la société CFAO.

Notre rapport est établi conformément à l'article 261-3 du règlement général de l'AMF. Nous nous prononçons dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat, qui reste facultative pour les actionnaires minoritaires de la société CFAO.

A l'issue de nos travaux, nous observons que le prix de 37,5 euros par action offert dans le cadre de la présente Offre :

- est identique au prix payé à l'actionnaire de référence de la Société, à l'occasion de la transaction permettant à TTC d'acquérir un bloc représentant 29,8% du capital à l'issue d'un processus de mise en compétition, et sachant que l'actionnaire de référence s'est engagé à céder le solde de sa participation, soit 12,2 % dans le cadre de la présente Offre. Après analyse du contrat et en l'absence d'accord complémentaire pouvant avoir une incidence sur les conditions financières de la transaction, nous considérons que le prix ressortant de cette transaction constitue une référence essentielle ;
- fait ressortir une prime de 1% par rapport à la valeur centrale issue d'une analyse des flux futurs actualisés (DCF) sur la base du plan d'affaires établi par le management de la Société début septembre 2012 avant prise en compte des éventuelles synergies et des risques identifiés par la Société et décrits au paragraphe 5.3 de la présente note concernant le développement de la division Automotive, étant rappelé que le plan d'affaires repose sur des hypothèses économiques dont la variation est susceptible d'entraîner des impacts sensibles sur la valeur ;
- offre une décote sur le cours spot de la Société à la veille de l'annonce de l'opération (-0,8%) et sur le cours moyen pondéré 1 mois (-1,1%). Il offre en revanche des primes sur les cours moyens pondérés 3 mois et 6 mois (respectivement 5,2% et 14,6%), étant observé que le souhait de PPR de céder sa participation dans CFAO était connu du marché.

Bien que la pertinence de la méthode des comparables soit très relative, nous notons que le prix offre des primes significatives par rapport aux valeurs obtenues par cette méthode.

Sur ces bases et dans le contexte de l'Offre qui reste facultative pour les actionnaires minoritaires de CFAO, nous sommes d'avis que le prix de 37,5 euros par action proposé par l'Initiateur est équitable d'un point de vue financier.

Paris, le 3 octobre 2012

Alban Eyssette

Sonia Bonnet-Bernard

ANNEXES

ANNEXE 1 : LETTRES ADRESSEES AU PRESIDENT DU CONSEIL DE SURVEILLANCE PAR DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES

Au mois d'août 2012, suite au rachat par TTC du bloc de 29,8% de CFAO auprès du groupe PPR, deux actionnaires minoritaires ont adressé au Président du Conseil de surveillance de CFAO, des courriers en réaction au prix de 37,5 euros par action pouvant être offert dans le cadre d'une offre publique volontaire. Ils jugent le prix insuffisant au regard des perspectives attendues. L'un d'eux indique en outre qu'il considère que le prix ne reflète pas de prime de contrôle.

En notre qualité d'expert indépendant nous avons pris connaissance de ces courriers qui nous ont été communiqués par Monsieur Alain Viry.

Nous avons mené nos diligences en nous assurant :

- que le prix offert correspondait au prix le plus élevé proposé par des acquéreurs potentiels des titres détenus par le groupe PPR, à l'issue d'un processus concurrentiel ;
- que le plan d'affaires utilisé pour déterminer la valeur intrinsèque de la Société sur la base d'une méthode des flux futurs actualisés prenait en compte l'intégralité des perspectives de la Société estimées par le management, à l'exception de l'impact des risques liés à l'entrée d'un nouvel actionnaire tels que décrits au paragraphe 5.3 du présent projet de note en réponse ;
- que les synergies pouvant être créées par les éventuelles coopérations entre l'Initiateur et la Société pour accélérer leur développement respectif, telles que mentionnées dans la note d'information de l'Initiateur, n'avaient pas été précisément identifiées ni chiffrées à ce stade. Cependant, l'Offre restant facultative, les actionnaires choisissant de rester actionnaires de la Société pourront en bénéficier si elles se matérialisent.

ANNEXE 2 : PRESENTATION DE LA SOCIETE RICOL LASTEYRIE

Avec une équipe resserrée de professionnels reconnus dans leurs spécialités, Ricol Lasteyrie intervient, depuis sa création, dans tous les domaines liés à l'analyse financière et à l'évaluation d'entreprises, que ce soit dans le cadre de :

- missions légales : commissariat aux apports et à la fusion ;
- missions contractuelles : expertise indépendante, évaluation d'entreprises et arbitrage.

Ricol Lasteyrie a acquis au cours des années une expérience reconnue dans les opérations qui requièrent une appréciation particulière de l'équité entre actionnaires et plus généralement en matière d'expertise indépendante et d'attestation d'équité.

Ricol Lasteyrie est doté d'une charte qualité, téléchargeable sur son site Internet : www.ricol-lasteyrie.fr

Missions d'expertise indépendante réalisées depuis le 1^{er} janvier 2011

Depuis le 1^{er} janvier 2011, Ricol Lasteyrie est intervenu en qualité d'expert indépendant dans le cadre des opérations suivantes portant sur des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé :

Date	Cible	Initiatrice	Banques présentatrices	Type d'offre
septembre-12	LaCie	Seagate Singapore International Headquarters Pte. Ltd	Morgan Stanley	OPAS
mai-12	Foncière Masséna	Masséna Property	CM CIC Securities	OPR-RO
mai-12	ActivIdentity Europe	ActivIdentity Corporation	Oddo Corporate Finance	OPR-RO
janvier-12	Infovista	Project Metro Acquico SAS (Thoma Bravo)	Bryan, Gamier & Co	OPAS
janvier-12	Société Sucrière de Pithiviers le Vieil	Cristal Union et Société Vermandoise de Sucreries	CA CIB	OPAS
janvier-12	Société Vermandoise de Sucreries	Cristal Union et Champenoise de Gestion	CA CIB	OPAS
octobre-11	eFront	EFR Holdings SAS	CM-CIC Securities	OPAS
septembre-11	Proservia	Manpower	Invest Securities	OPAS
septembre-11	Bouygues	Bouygues	BNP Paribas, Crédit Agricole CIB, HSBC, Rothschild, Société Générale CIB	OPRA
juillet-11 octobre-11	Groupe Outremer Telecom	OMT Invest	Société Générale	OPAS suivie d'un RO
mai-11	Gecimed	Gecina	Natixis	OPR-RO
mai-11	Electricité et Eaux de Madagascar	Electricité et Eaux de Madagascar	Oddo Corporate Finance	OPRA
mars-11	SFERT	Manitou	Lazard	Fusion absorption
février-11	Siparex Croissance	Siparex Croissance	Neufilize OBC (groupe ABN)	OPRA
février-11	Emailvision	EMV Holdco SAS (Francisco Partners)	Oddo Corporate Finance	OPR-RO

ANNEXE 3 : ADHESION A UNE ASSOCIATION PROFESSIONNELLE RECONNUE PAR L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

Ricol Lasteyrie adhère depuis le 1^{er} juillet 2008 à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle reconnue par l'Autorité des marchés financiers en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Par ailleurs, Ricol Lasteyrie est doté d'une charte qualité prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance de la société et éviter les situations de conflits d'intérêts ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

ANNEXE 4 : MONTANT DE LA REMUNERATION PERÇUE

Pour l'ensemble de la mission, notre rémunération s'est élevée à 180 000 euros, hors taxes et hors frais.

ANNEXE 5 : DESCRIPTION DES DILIGENCES EFFECTUEES

Nous avons mis en œuvre le programme de travail suivant :

Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission
Identification des risques et orientation de la mission
Collecte des informations et des données nécessaires à la mission :
• prise de connaissance des notes d'analyse sur la Société et ses comparables
Appréciation du contexte de l'Offre :
• compréhension du processus ayant conduit à la réalisation de la transaction : échanges avec le cédant, ses conseils et les conseils de la cible
• échanges avec les administrateurs indépendants de la Société
• échanges avec l'Initiateur
Analyse de la transaction et de la documentation juridique liée, incluant notamment le Share Purchase Agreement en date du 25 juillet 2012
Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de CFAO
Analyse du cours de bourse :
• analyse de la documentation liée à l'introduction en Bourse
• analyse du flottant et de la liquidité
• analyse de l'évolution du cours
Mise en œuvre d'une approche de valorisation par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels :
• analyse des plans d'affaires par division préparés par le management de la Société
• travaux d'évaluation
• analyses de sensibilité
Mise en œuvre des méthodes analogiques :
• comparables boursiers
• recherche de transactions comparables
Obtention de lettres d'affirmation des représentants de l'Initiateur et de la Société
Analyse de la note d'information et du rapport d'évaluation de l'établissement présentateur
Note de synthèse
Revue indépendante
Rédaction du rapport

ANNEXE 6 : CALENDRIER DE L'ETUDE

- Réunion de présentation de l'opération par les conseils de CFAO : 20 août 2012
- Désignation de Ricol Lasteyrie en qualité d'expert indépendant par le Conseil de surveillance de CFAO : 4 septembre 2012
- Réunion avec les banques présentatrices : 11 septembre 2012
- Réunion avec le représentant de PPR : 13 septembre 2012
- Réunions avec le management de CFAO et des différentes divisions : 18, 19 et 20 septembre
- Réunion avec les représentants de TTC : 20 septembre 2012
- Réunion avec le Président et les membres indépendants du Conseil de surveillance : 21 septembre 2012
- Remise d'un pré-rapport : 28 septembre 2012
- Remise du rapport définitif : 3 octobre 2012

ANNEXE 7 : LISTE DES PERSONNES RENCONTREES ET/OU CONTACTEES

CFAO

- Alain Viry, Président du Directoire
- Olivier Marzloff, Secrétaire général
- Alain Pécheur, Directeur financier
- Bertrand Thiebaut, Directeur général CFAO Automotive
- Jean-Marc Leccia, Président directeur général d'Eurapharma
- Jacques Leccia, Directeur général de CFAO Industries, Equipement & Services
- Richard Nouni, Directeur général de CFAO Technologies

Membres indépendants du Conseil de surveillance de CFAO

- Jean-Charles Pauze, Président du Conseil de surveillance
- Pierre Guénant, Vice-président du Conseil de surveillance
- Nathalie Delapalme
- Sylvie Rucar

Toyota Tsusho Corporation

- Toshimitsu Imai, General Manager Automotive Planning Department
- Hiroyuki Koga, Project General Manager, Automotive Planning Department
- Masayuki Imada, Project Manager, Corporate Planning Department

PPR

- Jean-François Palus, Directeur général délégué

Etablissements présentateurs, Rothschild & Cie Banque et CACIB

- Franck Cygler, Managing Director Rothschild & Cie Banque
- Guillaume Basini, Director Rothschild & Cie Banque
- Jihane Kabouya, Manager Rothschild & Cie Banque
- Pietro Sibille, Director CACIB
- Jean-David Chazalet, Associate CACIB
- Jean-Baptiste Sebrier, analyste CACIB

Banque conseil de CFAO, Société Générale

- Thierry d'Argent, Responsable mondial Corporate Finance
- Catherine Zenoni-Himber, Managing Director
- Bernard Toupas, Director
- Guillaume Estève, Vice President
- Charles Veyrat, Associate

Avocats conseils du Conseil de surveillance de CFAO, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP

- Maître Pierre-Yves Chabert

Avocats conseils de Toyota Tsusho Corporation, Darrois Villey Maillot & Brochier

- Maître Olivier Huyghues Despointes

ANNEXE 8 : SOURCE DES INFORMATIONS UTILISEES

- Informations significatives communiquées par CFAO et ses conseils :
 - Présentation de la Société ;
 - Business plan par division ;
 - Documents juridiques ;
 - Projet de note en réponse relative à l'Offre de Toyota Tsusho Corporation ;
 - Share Purchase Agreement signé dans le cadre de la transaction ;
- Informations significatives communiquées par l'avocat de l'Initiateur :
 - Note d'information de l'Initiateur relative à l'Offre ;
- Informations significatives communiquées par la banque présentatrice :
 - Rapport de valorisation ;
- Informations de marché :
 - Notes d'analyse financière et transactions comparables : Thomson One Banker ;
 - Données de marché : Datastream et Associés en Finance.

ANNEXE 9 : PERSONNEL ASSOCIE A LA REALISATION DE LA MISSION

La mission a été conduite par :

- Sonia Bonnet-Bernard, diplômée d'expertise comptable et titulaire d'une Maîtrise de Sciences et Techniques Comptables et Financières de Paris Dauphine. Dotée de 25 ans d'expérience dans les domaines comptables et financiers, associée gérante de Ricol Lasteyrie depuis 1998, responsable du pôle Attestation-Evaluation, elle est membre de l'Autorité des normes comptables et vice-présidente de la Société Française des Evaluateurs (SFEV) ;
- Alban Eyssette, associé, diplômé de l'ESC Toulouse et de Paris Dauphine (DESS de Finance d'Entreprise), justifiant d'une expérience de plus de 15 ans comme analyste financier, est présent chez Ricol Lasteyrie depuis 2008. Il est administrateur de la Société Française des analystes financiers (SFAF) ;
- Charlotte Passedoit, manager diplômée d'expertise-comptable et titulaire d'une Maîtrise de Sciences et Techniques Comptables et Financières de Paris Sorbonne, présente chez Ricol Lasteyrie depuis 2004 et ayant participé à ce jour à une quinzaine de missions d'attestation d'équité dans le cadre d'offres publiques ;
- Romain Le Théo, diplômé de Paris Dauphine (MSG Finance et 3ème cycle en Management International en partenariat avec l'American University of Washington D.C) et de Sciences Po Paris (DEA d'Economie), Il a rejoint Ricol Lasteyrie en janvier 2010 en qualité d'analyste, après avoir débuté sa carrière chez Associés en Finance en charge du secteur des télécoms et nouvelles technologies ;
- Jean-Laurent Lebon, analyste, diplômé d'une Maîtrise de Sciences et Techniques Comptables et Financières ainsi que du Master Comptabilité Contrôle Audit de l'Université Paris Dauphine. Il est par ailleurs titulaire du DESCF et a rejoint Ricol Lasteyrie en 2010 après 2 années passées au sein du département audit de KPMG Luxembourg.

La revue indépendante a été effectuée par Joëlle Lasry (associée). Le comité d'attestation présidé par Jean-Charles de Lasteyrie s'est prononcé sur le dossier.