

OFFRE PUBLIQUE DE RACHAT D' ACTIONS(OPRA)

Portant sur 391.002 actions ORCHESTRA-PREMAMAN en vue de la réduction du capital social

INITIEE PAR



PRESENTEE PAR



NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR ORCHESTRA-PREMAMAN

PRIX DE L'OPRA : 12 EUROS PAR ACTION

DUREE DE L'OFFRE : 20 JOURS CALENDAIRES

Avis important

L'Offre sera ouverte, conformément aux dispositions des articles R. 225-153 et R. 225-154 du Code de commerce, postérieurement à la publication par ORCHESTRA-PREMAMAN des avis d'achat dans un journal d'annonces légales et au Bulletin d'Annonces Légales Obligatoires.



En application de l'article L.621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'"AMF") a, en application de la décision de conformité de l'offre publique du 16 janvier 2013, apposé le visa n° 13-009 en date du 16 janvier 2013 sur la présente note d'information.

Cette note d'information a été établie par la société ORCHESTRA PREMAMAN et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L.621-8-1 I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié "si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes". Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

La présente note d'information est disponible sur les sites Internet d'ORCHESTRA-PREMAMAN (<http://www.orchestra-kazibao.com/informations-financieres/>) et de l'AMF (www.amf-france.org), et peut être obtenu sans frais auprès de : ARKEON Finance, 27 rue de Berri, 75008 Paris.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment, juridiques, financières et comptables des Initiateurs seront mises à la disposition du public, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de rachat selon les mêmes modalités.

Sommaire

1. Présentation de l'offre	4
1.1 Conditions générales de l'Offre	4
1.2 Motifs de l'Offre et intentions de la Société.....	4
1.2.1 Motifs de l'Offre.....	4
1.2.2 Conditions suspensives – Octroi de dérogations	5
1.2.3 Répartition du capital et des droits de vote de ORCHESTRA-PREMAMAN avant l'opération.....	6
1.2.4 Intentions de la Société pour les douze mois à venir.....	7
1.3 Caractéristiques de l'Offre	8
1.3.1 Conditions de l'Offre et de l'annulation concomitante des titres autodétenus	8
1.3.2 Termes de l'Offre	8
1.3.3 Titres visés par l'Offre.....	8
1.3.4 Mécanismes de réduction dans le cadre de l'Offre	10
1.3.5 Modalités de l'Offre	10
1.3.6 Calendrier indicatif de l'Offre.....	12
1.3.7 Engagements des principaux actionnaires de ORCHESTRA-PREMAMAN	13
1.3.8 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	13
1.4 Régime fiscal de l'Offre.....	14
1.4.1 Personnes physiques résidentes fiscales françaises détenant les actions dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé en dehors d'opérations de bourse à titre habituel	15
1.4.2 Personnes morales résidentes fiscales françaises soumises à l'impôt sur les sociétés	18
1.4.3. Actionnaires non-résidents	19
1.4.4. Autres situations.....	20
1.5. Modalités de financement et frais liés à l'Offre	20
1.6. Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière de ORCHESTRA-PREMAMAN.....	21
1.6.1 Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote.....	21
1.6.2 Incidence sur les comptes de ORCHESTRA-PREMAMAN	22
1.6.3 Incidence sur la capitalisation boursière	22
1.7. Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.....	23
2. Eléments d'appréciation du prix de l'Offre	24
2.1 Méthodes d'évaluation écartées.....	24
2.1.1 Actualisation des dividendes.....	24
2.1.2 Actif net Comptable	25
2.1.3 Actif net réévalué.....	27
2.1.4 Objectif de cours des analystes	27
2.1.5 Transaction récente portant sur le capital d'Orchestra	27
2.1.6 Multiples de transactions comparables	27

2.2 Méthodes d'évaluation retenues dans le cadre de l'évaluation d'Orchestra-Premaman	27
2.2.1 Références au cours de bourse historiques	27
2.2.2 Multiples de sociétés cotées comparables	29
2.2.3 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF)	31
2.3 Synthèse des évaluations	34
3. Rapport de l'expert indépendant_ Attestation d'équité	35
3.1 Présentation de l'Offre.....	40
3.1.1 Société dont les titres sont visés par l'Offre	40
3.1.2 Objectifs de l'Offre.....	40
3.1.3 Géographie du capital et des droits de vote avant l'Offre	41
3.1.4 Périmètre de l'Offre et nombre potentiel d'actions.....	43
3.2 Présentation de l'activité et de l'environnement d' Orchestra Kazibao	45
3.2.1 Positionnement d'Orchestra Kazibao sur son secteur	45
3.2.2. Caractéristiques du marché.....	46
3.2.3 Caractéristiques comptables, financières et fiscales.....	55
3.3 Evaluation de l'action Orchestra Kazibao	58
3.3.1 Méthodes d'évaluation écartées	58
3.3.2 Référence au cours de bourse	61
3.3.3 Valorisation analogique par les comparables boursiers.....	63
3.3.4 Valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou <i>Discounted Cash-Flows</i> (DCF)	66
3.4 Synthèse de la valorisation multicritères	73
3.5 Analyse des éléments de valorisation de l'établissement présentateur	74
3.5.1 Valorisation analogique	74
3.5.2 Valorisation intrinsèque	74
3.6 Observations complémentaires.....	76
3.6.1 Absence de complément de prix	76
3.6.2 Relation des actionnaires n'apportant pas leurs titres à l'Offre	76
3.7 Conclusion	77
4. Avis motivé du Conseil d'administration de la Société.....	97
5. Informations relatives à la Société	99
6. Personne assumant la responsabilité de la note d'information.....	100
6.1 Pour la présentation de l'Offre.....	100
6.2 Pour la Société	100

1. Présentation de l'offre

1.1 Conditions générales de l'Offre

Le Conseil d'Administration de la Société ORCHESTRA-PREMAMAN, Société Anonyme au capital de 23.460.114 €, dont le siège social est situé ZA Castelnau 2000, 400 avenue Marcel Dassault, 34170 Castelnau le Lez, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Montpellier sous le numéro 398 471 565 (ci-après désignée indifféremment la « **Société** », « **ORCHESTRA-PREMAMAN** ou « **ORCHESTRA KAZIBAO** »), dans sa séance du 26 novembre 2012, a décidé de mettre en œuvre une offre publique de rachat d'actions ORCHESTRA-PREMAMAN (ci-après l'« **Offre** ») en vue de leur annulation, en application des articles L. 225-204 et L. 225-207 du Code de commerce. Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris sous le code ISIN FR0010160564.

L'assemblée générale mixte des actionnaires d'ORCHESTRA-PREMAMAN convoquée le 14 janvier 2013 a approuvé la résolution relative à la réduction de capital d'un montant nominal maximum de 2.346.012 € par voie d'offre publique de rachat d'actions, portant sur un maximum de 391.002 actions de 6 euros de valeur nominale.

Cette Offre est réalisée conformément aux dispositions du titre III du livre II et plus particulièrement des articles 233-1 5° et suivants du Règlement général de l'AMF, concomitamment à l'annulation des titres autodétenus, compte tenu de l'octroi des dérogations ci-après décrites (cf. paragraphe 1.2.2).

L'Offre, au prix de 12 euros par action ORCHESTRA-PREMAMAN, porte sur un maximum de 391.002 actions, soit 10% du capital et des droits de vote sur la base d'un nombre total de 3.910.019 actions de la Société¹. En outre, la Société entend annuler concomitamment les 374.154 actions autodétenus.

En application des dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, ARKEON Finance garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société dans le cadre de l'Offre.

1.2 Motifs de l'Offre et intentions de la Société

1.2.1 Motifs de l'Offre

Au jour de la présente note d'information, la Société détient dans le cadre de son programme de rachat d'actions 374.154 titres représentant 9,57% de son capital¹. La Société a demandé à ses actionnaires lors de l'Assemblée Générale Mixte du 14 janvier 2013 de décider l'annulation des titres autocontrôlés et la réduction du capital ainsi que l'annulation du programme de rachat d'actions actuel suivi de son remplacement par un nouveau programme de rachat d'actions.

¹ Au 26 novembre 2012, calculs effectués conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

C'est dans ce cadre que la Société souhaite apporter une réponse favorable à la recherche de liquidité exprimée par certains de ses actionnaires. Elle propose de racheter 391.002 actions à un prix de 12 euros par action. Cette opération constitue une opportunité offerte aux actionnaires qui le souhaitent de céder une partie de leurs actions à un prix représentant une prime de 29,03% par rapport au cours de clôture au 26 novembre 2012 et une prime de 19,70% sur le cours moyen sur un mois pondéré par les volumes au 26 novembre 2012.

L'opération constitue une opportunité offerte aux actionnaires qui le souhaitent de trouver une liquidité que le marché ne leur offre pas aujourd'hui eu égard à la faible rotation du flottant et ce, à un prix incluant une prime sur le cours de bourse actuel.

L'Offre respecte l'intérêt des actionnaires qui souhaiteront accompagner la Société dans la poursuite de son développement et qui ne souhaiteront pas y participer. Ils bénéficieront d'un impact relatif sur le bénéfice net par action.

1.2.2 Conditions suspensives – Octroi de dérogations

La Société Financière Mestre à titre individuel et le Concert groupe familial Mestre détenant respectivement 1.797.092 actions et autant de droits de vote et 1.825.287 actions et autant de droits de vote, soit 45,96% et 46,68% du capital et des droits de vote, n'apporteront pas leurs titres à l'Offre dans la mesure où ils souhaitent pérenniser une vision à long terme de leur investissement et afin que les ordres d'apport des actionnaires minoritaires ne fassent pas l'objet d'une éventuelle réduction (cf. paragraphe 1.3.4).

Le concert Gotlib détient 1.156.053 actions et autant de droits de vote, soit 29,57% du capital et des droits de vote de la Société. Le Concert Gotlib a déclaré son intention d'apporter 10% de sa participation à l'Offre soit 115.605 titres.

En outre, la Société entend annuler les 374.154 actions autodétenues représentant 9,57% du capital et des droits de vote.

La Société Financière Mestre à titre individuel, le Concert groupe familial Mestre et le Concert Gotlib sont susceptibles de se retrouver en situation d'offre publique obligatoire du fait pour les deux premiers de l'accroissement de leurs participations en capital de plus de 2%² et pour le dernier du franchissement du seuil de détention de 30% en capital ainsi que de l'accroissement de sa participation en capital de plus de 2%³, en conséquence de l'annulation des actions autodétenues et de l'Offre.

² La Société Financière Mestre passerait de 45,96% à 57,14% du capital et des droits de vote, le Concert groupe familial Mestre passerait de 46,68 % à 58,04 % du capital et des droits de vote, dans l'hypothèse d'un taux d'apport à l'Offre de 100% et compte tenu de leur engagement de non apport.

³ Le Concert Gotlib passerait de 29,57% à 33,08% du capital et des droits de vote dans l'hypothèse d'un taux d'apport à l'Offre de 100% et compte tenu de l'intention du Concert Gotlib d'apporter 10% de sa participation à l'Offre.

En conséquence, la Société Financière Mestre, le Concert groupe familial Mestre et le Concert Gotlib ont déposé le 20 décembre 2012 auprès de l'AMF des demandes de dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique du fait du franchissement de ces seuils suite à la relation qui sera entraînée par l'annulation de 374.154 titres autodétenus et par l'Offre.

La résolution relative à l'Offre soumise à l'Assemblée générale du 14 janvier 2013 prévoit que le Conseil d'Administration ne sera autorisé à la mettre en œuvre que sous réserve (i) de l'obtention de la part de l'AMF d'une décision de dérogations aux dépôts d'une offre publique obligatoire par la Société Financière Mestre et le Concert Groupe familial Mestre d'une part et par le Concert Gotlib d'autre part et (ii) du caractère définitif de la décision de dérogations obtenue.

Par ailleurs, l'Assemblée générale qui s'est prononcée sur l'Offre s'est prononcée concomitamment sur la mise en place d'un nouveau programme de rachat d'actions.

1.2.3 Répartition du capital et des droits de vote de ORCHESTRA-PREMAMAN avant l'opération

Répartition du capital au 26 novembre 2012

Catégorie d'Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Pierre MESTRE	1 101	0,03 %	1 101	0,03 %
Chantal MESTRE	10	NS	10	NS
Financière MESTRE	1 797 092	45,96 %	1 797 092	45,96 %
IMM BE GE KG	27 084	0,69 %	27 084	0,69 %
Sous-Total Concert Groupe familial MESTRE	1 825 287	46,68 %	1 825 287	46,68 %
Marcel GOTLIB	60 326	1,54 %	60 326	1,54 %
Charles GOTLIB	60 326	1,54 %	60 326	1,54 %
William GOTLIB	60 326	1,54 %	60 326	1,54 %
Batia GRINWALD	60 326	1,54 %	60 326	1,54 %
Magogest CVA	182 050	4,66 %	182 050	4,66 %
Chargogest CVA	182 051	4,66 %	182 051	4,66 %
Wigogest CVA	182 050	4,66 %	182 050	4,66 %
Bagogest CVA	182 050	4,66 %	182 050	4,66 %
Vegotex International NV	126 548	3,24 %	126 548	3,24 %
Gestico BVBA	60 000	1,53 %	60 000	1,53 %
Sous-Total Concert Gotlib	1 156 053	29,57 %	1 156 053	29,57 %
Auto détention programme de rachats	374 154	9,57 %	374 154	9,57 %
Auto détention contrat de liquidité	4 386	0,11 %	4 386	0,11 %
Public	550 139	14,07 %	550 139	14,07 %
TOTAL	3 910 019	100,00 %	3 910 019	100,00 %

1.2.4 Intentions de la Société pour les douze mois à venir

➤ Stratégie et orientation en matière d'activité

La Société entend poursuivre ses activités dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre.

➤ Composition des organes sociaux et de direction après l'Offre – conséquence en matière d'emploi

La mise en place de l'Offre n'entraînera pas de changement au sein des organes sociaux et de la direction de la Société.

L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité actuelle de ORCHESTRA-PREMAMAN. De ce fait, la réalisation de l'Offre n'entraînera pas de modification de la politique de la Société en matière d'effectifs, de politique salariale et de gestion des ressources humaines, ni de modification de la politique en matière d'actionnariat des salariés et de politique de motivation.

➤ Actions autodétenues

La Société envisage d'annuler, à la suite de la réalisation de l'Offre, en sus de celles qui auront été rachetées dans le cadre de l'Offre, 374.154 actions autodétenues.

➤ Statut juridique de la Société

La Société n'envisage pas d'apporter de modifications à ses statuts à la suite de l'Offre, à l'exception de celles requises afin de refléter les conséquences de la réalisation de l'Offre.

➤ Distribution de dividendes

La réalisation de l'Offre n'affectera pas la politique de dividendes de la Société qui sera poursuivie de manière pragmatique en fonction des résultats de la Société, de ses perspectives et de son environnement.

➤ Synergies, gains économiques et perspectives d'une fusion

S'agissant d'une OPRA, l'Offre ne s'inscrit pas dans un projet de rapprochement avec d'autres sociétés. En conséquence, elle n'entraîne la réalisation d'aucune synergie ou gain économique avec une société tierce. En outre aucune fusion de la Société n'est envisagée à la suite de l'Offre.

➤ Retrait obligatoire – radiation de la cote

L'Offre n'aura pas pour conséquence un retrait ou une radiation des actions d'ORCHESTRA-PREMAMAN d'Euronext Paris.

1.3 Caractéristiques de l'Offre

1.3.1 Conditions de l'Offre et de l'annulation concomitante des titres autodétenus

L'Assemblée Générale Mixte des actionnaires d'ORCHESTRA-PREMAMAN convoquée pour le 14 janvier 2013, a approuvé la première résolution relative à l'autorisation de procéder à une réduction de capital d'un montant maximum en valeur nominale de 2.346.012 € par voie de rachat par la société de ses propres actions suivi de leur annulation,

En application des dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, ARKEON Finance, agissant pour le compte d'ORCHESTRA-PREMAMAN, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF.

L'Offre est effectuée sous réserve du caractère définitif de la décision de dérogations octroyée par l'Autorité des marchés financiers aux dépôts d'offre publique obligatoire d'une part par la Société Financière Mestre et le Concert Groupe familial Mestre, du fait de l'accroissement de leurs participations en capital de plus de 2%, et par le Concert Gotlib d'autre part à raison du franchissement du seuil de détention de 30% en capital ainsi que de l'augmentation de sa détention en capital et de ses droits de vote de plus de 2%.

Conformément à l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, ARKEON Finance garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par ORCHESTRA-PREMAMAN dans le cadre de l'Offre.

1.3.2 Termes de l'Offre

A l'issue de l'Assemblée générale Mixte de ORCHESTRA-PREMAMAN convoquée le 14 janvier 2013, compte tenu de l'approbation de la résolution relative à la réduction du capital susvisée et sous réserve du caractère définitif de la décision de dérogations aux dépôts d'une offre publique obligatoire octroyée par l'Autorité des marchés financiers, la Société proposera à ses actionnaires de racheter en numéraire au prix de 12 euros par action, par voie d'offre publique de rachat d'actions, un nombre maximum de 391.002 actions de la Société en vue de leur annulation ultérieure, en application des articles L. 225-204 et L.225-207 du Code de commerce. La Société a publié, dans les conditions de l'article 231-37 du Règlement général de l'AMF, un communiqué indiquant que la résolution ci-dessus a été approuvée par ladite Assemblée Générale Mixte. Ce communiqué a été mis en ligne sur le site Internet de la Société (<http://www.orchestra-kazibao.com/informations-financieres/>).

1.3.3 Titres visés par l'Offre

Au 26 novembre 2012, le capital de la Société est composé de 3.910.019 actions et autant de droits de vote.

L'Offre porte sur un nombre maximum de 391.002 actions, soit 10% des actions composant le capital social de ORCHESTRA-PREMAMAN au 26 novembre 2012.

Options de souscription d'actions ORCHESTRA-PREMAMAN

A la date de la présente note d'information, le détail des options de souscriptions d'actions ORCHESTRA-PREMAMAN susceptibles d'être exercées jusqu'à la clôture de l'Offre figure ci-après :

Date d'assemblée	30/08/2007	30/08/2007	30/08/2007
Date d'attribution	17/04/2008	01/09/2008	25/11/2008
Nombre d'options attribuées par le conseil	102 882	15 750	56 419
Prix d'exercice	8,49 €	9,28 €	7,54 €
Point de départ de la période d'exercice	17/04/2012	01/09/2012	25/11/2012
Date d'expiration	16/04/2018	31/08/2018	24/11/2018
Nombre d'options en cours de validité	25 882	9 750	16 631

Les titulaires d'options susvisées pourront apporter à l'Offre les actions auxquelles ces options donnent droit à condition d'avoir exercé leurs options dans un délai leur permettant de les apporter à l'Offre au plus tard le dernier jour de l'Offre. Ils devront s'informer de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

Les titulaires d'options qui n'auront pas exercé leurs options dans un délai leur permettant d'apporter les actions reçues préalablement à la clôture de l'Offre verront un ajustement du nombre d'actions auxquelles ces options donnent droit, conformément aux dispositions des articles R.225-138 et R.225-140 du Code de commerce. L'ajustement du nombre des actions sous option est réalisé de telle sorte que le total des prix de souscription ou d'achat reste constant. Toutefois le nombre ajusté est arrondi à l'unité supérieure.

Cet ajustement garantit, au centième d'action près, que la valeur des actions qui sont obtenues en cas de levée d'option après la réalisation de l'opération est identique à la valeur de celles qui auraient été obtenues en cas de levée d'option avant cette opération.

A cet effet, les nouveaux droits de souscription ou d'achat d'actions sont calculés en tenant compte du rapport entre, d'une part, le produit du pourcentage du capital racheté par la différence entre le prix de rachat et une moyenne pondérée des cours des trois dernières séances de bourse au moins qui précèdent le rachat ou la faculté de rachat et, d'autre part, cette moyenne. Les éventuels ajustements successifs sont effectués à partir de la parité qui précède immédiatement, arrondie comme il est dit à l'alinéa précédent.

Titres financiers donnant accès au capital de la Société

Il n'existe pas, à la date de la présente note d'information, de titres financiers pouvant donner accès à terme au capital de la Société.

1.3.4 Mécanismes de réduction dans le cadre de l'Offre

Dans le cas où le nombre d'actions apportées par les actionnaires à l'Offre serait supérieur au nombre d'actions visées par l'Offre, il serait fait application des mécanismes de réduction usuels dans le cadre de ce type d'opération.

Ainsi, il sera procédé, pour chaque actionnaire vendeur, à une réduction proportionnelle au nombre d'actions dont il justifie être propriétaire ou titulaire, conformément aux dispositions de l'article R.225-155 du Code de commerce.

Par conséquent, lors de leur demande de rachat, les actionnaires devront faire immobiliser les actions non présentées au rachat et dont ils auront déclaré être propriétaires sur le compte tenu par leur intermédiaire financier, jusqu'à la date de publication du résultat de l'Offre, ces dernières étant, le cas échéant, prises en compte par NYSE Euronext pour le calcul de la réduction des demandes de rachat.

Les actions qui ne seront pas acceptées dans le cadre de l'Offre en raison de ce mécanisme de réduction seront restituées aux actionnaires.

1.3.5 Modalités de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, ARKEON Finance, agissant pour le compte de la Société, a déposé le 20 décembre 2012 auprès de l'AMF le projet d'Offre. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Conformément à l'article 231-16 alinéa 3 du Règlement général de l'AMF, un communiqué de presse relatif aux termes de l'Offre a été diffusé par la Société le 27 novembre 2012. L'AMF a déclaré conforme après avoir vérifié la conformité de cette dernière avec les dispositions légales et réglementaires. Cette décision de conformité en date du 16 janvier 2013 emporte visa de la note d'information. L'Offre sera ouverte après publication par la Société des avis d'achat visés aux articles R.225-153 et R.225-154 du Code de commerce.

Le calendrier et l'ouverture de l'Offre feront l'objet d'un avis de l'AMF.

Conformément à l'article 231-27 du Règlement général de l'AMF, la note d'information visée par l'AMF ainsi que les autres informations (notamment juridiques, comptables et financières) relatives à la Société seront mises à disposition gratuitement au siège de la Société ainsi qu'auprès de la banque présentatrice ARKEON Finance, 27 rue de Berri 75008 Paris. Elles seront également mises en ligne sur les sites Internet de la Société et de l'AMF. La Société diffusera des communiqués précisant les modalités de mise à disposition de ces documents.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et NYSE Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les modalités de l'Offre et le calendrier de l'opération. L'Offre sera ouverte pendant une durée de 20 jours calendaires.

Transmission des demandes de rachat par les actionnaires

L'Offre sera centralisée par NYSE Euronext Paris.

Les actionnaires de ORCHESTRA-PREMAMAN qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre dans les conditions proposées devront remettre un ordre d'apport à l'Offre suivant les modalités retenues par l'intermédiaire financier chez qui leurs actions seront inscrites en compte.

Les ordres d'apport à l'Offre devront être transmis par les actionnaires à leur intermédiaire financier, au plus tard le dernier jour de l'Offre, étant précisé que ces ordres d'apport pourront être révoqués à tout moment jusqu'à la clôture de l'Offre, date au-delà de laquelle ils deviendront irrévocables.

Les actions ORCHESTRA-PREMAMAN inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société devront être converties au nominatif administré pour être apportées à l'Offre, à moins que leur titulaire ne demande la conversion au porteur, auquel cas ces actions perdront les avantages attachés à la forme nominative. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les détenteurs d'actions inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société devront demander à CACEIS Corporate Trust - 14, rue Rouget de Lisle 92130 Issy-Les-Moulineaux- dans les meilleurs délais, la conversion de leurs actions au nominatif administré ou au porteur.

Il est rappelé que lors de leur demande de rachat, les actionnaires devront faire immobiliser les actions non présentées au rachat et dont ils auront déclaré être propriétaires sur le compte tenu par leur intermédiaire financier jusqu'à la date de publication du résultat de l'Offre, ces-dernières étant, le cas échéant, prises en compte pour le calcul de la réduction des demandes de rachat.

Les éventuels frais dus par les actionnaires apportant leurs actions à l'Offre ne seront pas pris en charge par la Société.

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

Règlement du prix - annulation des actions rachetées

Le paiement du prix interviendra à l'issue de la centralisation et de la publication des résultats de l'Offre selon le calendrier publié par NYSE Euronext Paris.

Les actions rachetées dans le cadre de l'Offre seront annulées par ORCHESTRA-PREMAMAN dans les conditions prévues par l'article R.225-158 du Code de commerce. Les actions annulées ne conféreront plus aucun droit social et ne donneront, notamment plus droit aux dividendes ou acomptes sur dividendes.

1.3.6 Calendrier indicatif de l'Offre

20 décembre 2012 :	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF et du projet de note d'information
20 décembre 2012 :	Publication du projet de note d'information sur le site de l'AMF et mise en ligne sur le site de la Société
20 décembre 2012 :	Diffusion d'un communiqué relatif au dépôt du projet de note d'information
14 janvier 2013 :	Assemblée Générale Mixte approuvant le projet de réduction du capital
15 janvier 2013 :	Diffusion d'un communiqué indiquant que la résolution relative à la réduction du capital par voie de rachat d'actions a été valablement adoptée par l'Assemblée Générale Mixte de ORCHESTRA-PREMAMAN du 14 janvier 2013
16 janvier 2013 :	Déclaration de conformité de l'Offre emportant visa de la note d'information Octroi des dérogations à l'obligation de déposer un projet d'offre publique
17 janvier 2013 :	Notification et publication de la décision de conformité et de l'octroi des dérogations par l'AMF
17 janvier 2013 :	Mise à disposition de la note d'information de la Société visée par l'AMF
17 janvier 2013 :	Diffusion d'un communiqué relatif à la mise à disposition de la note d'information visée par l'AMF
28 janvier 2013 :	Réunion du Conseil d'administration constatant la réalisation des conditions et décidant la mise en œuvre de l'offre publique de rachat. Diffusion d'un communiqué indiquant l'adoption par l'Assemblée Générale Mixte de la réduction de capital, la réalisation des conditions et la décision du Conseil de mettre en œuvre l'offre publique de rachat et précisant les modalités de mise à disposition du document comprenant les caractéristiques juridiques, comptables et financières de la Société conformément à l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF
29 janvier 2013 :	Début de la période d'opposition des créanciers (20 jours calendaires) Publication des avis d'achat dans un journal d'annonces légales et au BALO conformément aux articles R. 225-153 et R. 225-154 du Code de commerce Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture et de calendrier Publication par NYSE Euronext Paris de l'avis annonçant les modalités de l'Offre et le calendrier de l'opération
30 janvier 2013 :	Ouverture de l'Offre
17 février 2013 :	Fin de la période d'opposition des créanciers (20 jours calendaires)
18 février 2013 :	Clôture de l'Offre

27 février 2013:	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre
	Publication par NYSE Euronext Paris de l'avis de résultat de l'Offre et conditions de règlement livraison
4 mars 2013:	Décision du Conseil d'administration de ORCHESTRA-PREMAMAN constatant la réduction de capital et l'annulation concomitante des titres autodétenus
7 mars 2013:	Règlement-livraison des actions apportées à l'Offre

1.3.7 Engagements des principaux actionnaires de ORCHESTRA-PREMAMAN

A la date du dépôt de l'Offre, la Société Financière Mestre à titre individuel détenait 1.797.092 actions et autant de droits de vote de ORCHESTRA-PREMAMAN représentant 45,96% du capital et des droits de vote de la Société et le Concert groupe familial Mestre détenait 1.825.287 actions et autant de droits de vote de ORCHESTRA-PREMAMAN représentant 46,68% du capital et des droits de vote de la Société.

La Société Financière Mestre et le Concert groupe familial Mestre ont fait part à la Société de leur engagement irrévocable de ne pas apporter leurs titres à l'Offre.

Le Concert Gotlib a déclaré son intention d'apporter 10% de sa participation à l'Offre, soit 115.605 titres.

A l'exception des engagements décrits ci-dessus, la Société n'a connaissance d'aucun autre engagement d'apport ou de non apport à l'Offre.

1.3.8 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite aux actionnaires de ORCHESTRA-PREMAMAN situés en France et hors de France, à condition que le droit local auquel ils sont soumis leur permette de participer à l'Offre sans nécessiter de la part de la société l'accomplissement de formalités supplémentaires.

La diffusion du présent document, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des actions peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. L'Offre n'est pas ouverte ou soumise au contrôle et/ou à l'autorisation d'une quelconque autorité réglementaire, ailleurs qu'en France et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens. Ni le présent document, ni aucun autre document relatif à l'Offre ne constituent une offre en vue de vendre ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale, ne pourrait être valablement faite, ou requerrait la publication d'un prospectus ou l'accomplissement de toute autre formalité en application du droit local. Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis ; l'Offre n'est donc pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra en aucune manière faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel elle fait l'objet de telles restrictions.

En conséquence, les personnes en possession du présent document sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière. La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne de ces restrictions.

En particulier, l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, à des personnes se trouvant aux Etats-Unis, par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication (y compris, sans limitation, les transmissions par télécopie, télex, téléphone et courrier électronique) des Etats-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du présent document, et aucun autre document relatif à celui-ci ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire de ORCHESTRA-PREMAMAN ne pourra apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie du présent document ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis en relation avec l'Offre, et (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou transmis son ordre d'apport de titres. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter des ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus.

1.4 Régime fiscal de l'Offre

L'attention des actionnaires est appelée sur le fait que les informations contenues dans la présente note d'information ne constituent qu'un résumé du régime fiscal applicable en vertu de la législation en vigueur à ce jour, notamment dans le Code général des impôts (ci-après « **CGI** »). Les règles dont il est fait mention dans le présent document sont susceptibles d'être modifiées par d'éventuelles modifications législatives et réglementaires qui pourraient être assorties d'un effet rétroactif.

Les actionnaires doivent préalablement s'assurer, auprès d'un conseiller fiscal habilité, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

Les non-résidents fiscaux français doivent se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence, sous réserve de l'application d'une convention fiscale internationale signée entre la France et cet Etat.

En application de l'article 112-1° du CGI, les sommes attribuées aux actionnaires à l'occasion d'une réduction de capital par rachat d'actions réalisée dans le cadre de l'article L. 225-207 du Code de commerce sont susceptibles d'être taxées à la fois comme des revenus distribués et comme des plus-values.

1.4.1 Personnes physiques résidentes fiscales françaises détenant les actions dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé en dehors d'opérations de bourse à titre habituel

1.4.1.1 Revenu distribué

En application des articles 112, 1°, 161 alinéa 2 et 150-0 D, 8 ter du CGI, les sommes perçues dans le cadre de l'Offre par un actionnaire personne physique résidente de France sont susceptibles de relever:

- (i) Du régime des revenus distribués à hauteur de l'excédent du prix de rachat des actions apportées à l'Offre sur le montant des apports compris dans la valeur nominale des titres rachetés qui, compte tenu de l'historique des capitaux propres de ORCHESTRA-PREMAN, est égal à 12,55 € par action ou si l'actionnaire a acquis ses titres pour un prix supérieur au montant des apports, l'imposition est égale à la différence entre le montant du rachat des droits sociaux et leur prix d'acquisition ;
- (ii) Du régime des plus ou moins-values de cession de titres à hauteur de l'excédent du prix de rachat des actions apportées à l'Offre sur leur prix d'acquisition ou de souscription, diminué du montant du revenu distribué imposable.

1.4.1.1 Quote-part des sommes relevant du régime des revenus distribués

La quote-part du prix de rachat taxable comme une distribution de revenus mobiliers sera soumise au barème progressif de l'impôt sur le revenu ainsi qu'aux prélèvements sociaux.

Toutefois, les personnes physiques fiscalement domiciliées en France peuvent choisir d'opter pour un prélèvement forfaitaire libératoire de l'impôt sur le revenu auquel s'ajoutent les prélèvements sociaux.

a. Imposition au barème progressif de l'impôt sur le revenu

Cette distribution est retenue pour le calcul de l'impôt sur le revenu dû au titre de l'année de la perception pour 60% de son montant.

Cette distribution fait en outre l'objet d'un abattement fixe annuel global de 3.050 € pour les couples soumis à une imposition commune (couples mariés et partenaires du pacte civil de solidarité défini à l'article 515-1 du Code civil faisant l'objet d'une imposition commune) et de 1.525 € pour les personnes célibataires, veuves, divorcées ou mariées imposées séparément.

En cas d'option pour le prélèvement forfaitaire libératoire

Le bénéficiaire des sommes peut opter pour l'imposition de la quote-part du prix considéré comme des revenus distribués à un taux fixe de 21%. Cette option doit être faite auprès de l'établissement teneur de compte de l'actionnaire au plus tard lors du rachat des actions.

En cas d'option pour ce prélèvement forfaitaire libératoire, si le prix d'acquisition des titres rachetés est supérieur à la valeur des apports compris dans leur valeur nominale, afin que l'établissement payeur puisse opérer les prélèvements sur une assiette égale à l'excédent du prix de rachat des titres sur ce prix d'acquisition, l'actionnaire personne physique doit avoir justifié dudit prix d'acquisition auprès de l'établissement payeur. A défaut de justification, l'établissement payeur opère le prélèvement forfaitaire libératoire et les prélèvements sociaux sur une assiette constituée par l'excédent du prix de rachat sur le montant des apports, le contribuable disposant alors de la faculté d'obtenir la restitution du surplus de prélèvements opérés par voie de réclamation contentieuse (BOI 5I-5-08, n° 56 et 57).

En outre, sauf exceptions, l'exercice de l'option pour le prélèvement forfaitaire libératoire sur une partie seulement des revenus distribués perçus au cours d'une année est exclusive de l'application des abattements d'assiette sur les autres revenus distribués, perçus par le contribuable au cours de la même année et imposables à l'impôt sur le revenu selon le barème progressif.

b. Prélèvements sociaux

La distribution effectivement perçue (qu'elle soit soumise au barème progressif ou au prélèvement forfaitaire libératoire), sans application d'abattement, est par ailleurs soumise aux prélèvements sociaux à un taux global de 15,5% comprenant :

- 8,2% au titre de la contribution sociale généralisée (« CSG ») dont 5,8% sont déductibles du revenu imposable à l'impôt sur le revenu,
- 0,5% au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« CRDS ») non déductible du revenu imposable à l'impôt sur le revenu,
- 5,4% au titre du prélèvement social non déductible du revenu imposable à l'impôt sur le revenu et
- 1,4% au titre des contributions additionnelles au prélèvement social non déductible du revenu imposable à l'impôt sur le revenu.

Outre le régime fiscal décrit ci-dessus, la fraction des sommes perçues dans le cadre de la présente Offre et taxable en tant que revenu distribué peut être soumise à une retenue à la source au taux de 55% en France prélevée par l'établissement payeur si elle est versée sur un compte ouvert à l'étranger dans les livres d'un établissement situé dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI (article 187-2 du CGI).

1.4.1.2 Quote-part des sommes relevant du régime des plus-values de cession de valeurs mobilières

En application de l'article 150-0 A du CGI et sous réserve des cas d'exception prévus par la loi (PEA notamment), la quote-part du prix de rachat taxable comme une plus-value sur valeurs mobilières sera soumise à l'impôt sur le revenu selon le barème progressif.

Les prélèvements sociaux décrits ci-dessus sont applicables à l'éventuelle plus-value réalisée au taux global de 15,5%. En cas de moins-values de cession d'actions, celles-ci sont imputables sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession ou des 10 années suivantes.

1.4.1.3 Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus

A compter de l'imposition des revenus de l'année 2011 (et de celui des années suivantes, aussi longtemps que le déficit des administrations publiques n'aura pas été résorbé), il est mis à la charge des contribuables une contribution assise sur le revenu fiscal de référence tel qu'il est défini par l'article 1417, IV du CGI au taux de 3% pour la fraction de ce revenu annuel comprise entre 250.000 € et 500.000 € (500.000 € et 1.000.000 € pour les contribuables soumis à une imposition commune) et au taux de 4% pour la fraction dépassant 500.000 € (1.000.000 € pour les contribuables soumis à une imposition commune).

En particulier, sont pris en compte pour le calcul du revenu fiscal de référence les dividendes qu'ils aient ou non supporté le prélèvement forfaitaire libératoire ainsi que les plus-values de cessions de valeurs mobilières.

1.4.2 Régime spécifique applicable au Plan d'Epargne en Actions (« PEA »)

Pendant la durée du plan, les dividendes et plus-values que procurent les placements effectués dans le cadre du PEA ne sont pas imposables à l'impôt sur le revenu à condition d'être réinvestis dans le PEA. Les produits des placements effectués en actions ou parts de sociétés non cotées ne bénéficient toutefois de l'exonération d'impôt sur le revenu que dans la limite de 10% du montant de ces placements. Au cas présent, la société ORCHESTRA-PREMAMAN étant cotée, cette limitation ne s'applique pas.

Il est précisé qu'au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA, laquelle s'entend de la date du premier versement) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), le gain net réalisé depuis l'ouverture du plan bénéficie d'une exonération d'impôt sur le revenu mais reste soumis à la CSG, à la CRDS, au prélèvement social ainsi qu'à la contribution additionnelle au taux global de 15,5%.

Les moins-values subies dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre ; il est précisé que les pertes éventuellement constatées lors de la clôture anticipée du PEA avant l'expiration de la cinquième année (ou, sous certaines conditions, en cas de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année lorsque la valeur liquidative du plan est inférieure au montant des versements effectués sur le plan depuis son ouverture) sont imputables sur les gains de même nature (i.e. notamment ceux réalisés à l'occasion de la cession des droits sociaux et de valeurs mobilières soumises au régime de l'article 150-0 A du CGI, quel que soit leur taux d'imposition) réalisés au cours de la même année ou des dix années suivantes.

1.4.2 Personnes morales résidentes fiscales françaises soumises à l'impôt sur les sociétés

L'Offre entraîne chez les personnes morales participantes la constatation :

- d'un revenu distribué égal à la différence entre le prix de rachat et le montant des apports compris dans la valeur nominale des titres rachetés ou, si elle est supérieure, la valeur d'inscription à l'actif ;
- d'un profit (ou d'une perte) égal à la différence entre le prix de revient fiscal des titres rachetés et le second terme de la différence mentionné ci-dessus. Ce profit (ou cette perte) relèvera du régime des plus-values (ou moins-values).

1.4.2.1 Quote-part du prix de rachat relevant du régime des revenus distribués

L'impôt sur les sociétés est applicable au taux de droit commun, soit 33,1/3% majoré de la contribution sociale de 3,3% assise sur l'impôt sur les sociétés, après application d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 € par période de douze mois (article 235 ter ZC du CGI).

Cependant, pour les entreprises dont le chiffre d'affaires hors taxes au cours de l'exercice, le cas échéant ramené à douze mois, est inférieur à 7.630.000 € et dont le capital social, entièrement libéré, est détenu de manière continue pendant la durée de l'exercice considéré, pour au moins 75%, (calculés dans les conditions prévues à l'article 219 I-b du CGI) par des personnes physiques ou par des sociétés satisfaisant elles-mêmes à l'ensemble de ces conditions, le taux de l'impôt sur les sociétés est fixé, dans la limite de 38.120 € du bénéfice imposable par période de douze mois, à 15%. Ces entreprises sont, en outre, exonérées de la contribution sociale de 3,3% mentionnée ci-dessus.

En outre, pour les exercices clos à compter du 31 décembre 2011 et jusqu'au 30 décembre 2013, il est mis à la charge des redevables de l'impôt sur les sociétés qui réalisent au cours de l'exercice ou de la période d'imposition, ramené le cas échéant à douze mois, un chiffre d'affaires supérieur à 250.000.000 euros une contribution exceptionnelle égale à 5% du montant de l'impôt sur les sociétés avant imputation des réductions, crédits d'impôts et créances fiscales de toute nature.

Conformément aux dispositions des articles 145 et 216 du CGI, les personnes morales ayant souscrit ou détenant des actions représentant au moins 5% du capital de la société émettrice, peuvent sous certaines conditions bénéficier, sur option, du régime des sociétés mères en vertu duquel les revenus distribués par la société mère ne sont pas soumis à l'impôt sur les sociétés, à l'exception d'une quote-part représentative des frais et charges supportés par cette société. Cette quote-part est fixée forfaitairement et uniformément à 5% du montant desdits dividendes. Outre le régime fiscal décrit ci-dessus, la fraction des sommes perçues dans le cadre de la présente Offre et relevant du régime des revenus distribués peut être soumise à une retenue à la source au taux de 55% en France prélevée par l'établissement payeur si elle est versée sur un compte ouvert à l'étranger dans les livres d'un établissement situé dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI (article 187-2 du CGI).

1.4.2.2 Quote-part du prix de rachat relevant du régime des plus ou moins-values

Dans l'hypothèse où le prix de revient des titres est inférieur au montant des apports réputés remboursés ou à la valeur d'inscription des titres à l'actif si elle est supérieure, cette partie du profit relèvera du régime des plus-values et sera soumise à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun précitées, sauf à appliquer le régime des plus-values à long terme si les titres présentés au rachat satisfont aux conditions prévues par l'article 219 I-a *quinquies* du CGI.

Conformément à cet article, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession de titres de participation remplissant les conditions prévues par cet article et qui ont été détenus depuis au moins deux ans sont exonérées d'impôt moyennant la réintégration, dans les résultats imposables à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun, d'une quote-part de frais et charges égale à 10% du montant des plus-values réalisées.

Constituent des titres de participation pour l'application de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI les actions revêtant ce caractère sur le plan comptable, les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères si ces actions ou titres sont inscrits en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, à l'exception des titres de sociétés à prépondérance immobilière.

Les conditions d'utilisation et de report des moins-values à long terme obéissent à des règles fiscales spécifiques et les contribuables concernés sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel pour déterminer les règles qui leur sont applicables. En particulier, les moins-values nettes à long terme réalisées à l'occasion de la cession de titres de participation répondant à la définition donnée par l'article 219-I-a *quinquies* du CGI et qui ont été détenus pendant au moins deux ans ne seront ni reportables ni imputables.

1.4.3. Actionnaires non-résidents

1.4.3.1 Quote-part du prix de rachat relevant du régime des revenus distribués

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, l'opération de rachat est en principe soumise, pour l'excédent du prix de rachat sur le montant des apports compris dans les titres rachetés, à une retenue à la source de 30% (article 119 bis 2 et 187-1 du CGI) lorsqu'elle bénéficie à des personnes qui n'ont pas leur domicile fiscal ou leur siège en France, ce taux étant porté à 21% en cas de paiement à une personne physique domiciliée dans un Etat de la Communauté européenne, en Islande, en Norvège ou au Liechtenstein, et à 55% (article 119 bis 2 et 187-2 du CGI) lorsqu'elle est payée hors de France dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

Il est toutefois admis que l'assiette de la retenue à la source soient constituée de l'excédent du prix de rachat des titres sur le prix ou la valeur d'acquisition, s'il est supérieur au montant des apports sous réserve (i) d'une part, que les actionnaires non résidents justifient auprès de la société qui procède au rachat de ses titres du prix ou de la valeur d'acquisition des titres rachetés et que (ii) d'autre part la société qui procède au rachat tienne à la disposition de l'administration fiscale tout document de nature à justifier du prix ou de la valeur d'acquisition des titres rachetés aux associés ou actionnaires (Bulletin Officiel des Impôts 5C-3-06 n°42 et 44)

1.4.3.2 Quote-part du prix de rachat relevant du régime des plus ou moins-values

Sous réserves des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, les plus-values réalisées à l'occasion de cessions d'actions dans le cadre de l'Offre par les personnes physiques ou morales qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4 B du CGI, ou dont le siège social est situé hors de France, sont généralement exonérées d'impôt en France, sous réserve (i) que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou une base fixe soumis à l'impôt en France, et (ii) que les droits détenus, directement ou indirectement, par le cédant avec son conjoint, leurs ascendants ou leurs descendants, dans les bénéfices sociaux de la société dont les titres sont cédés n'aient, à aucun moment au cours des cinq années précédant la cession, dépassé ensemble 25% de ces bénéfices (article 244 bis B et C du CGI).

Toutefois, et sous réserve de l'application des conventions fiscales, et quel que soit le pourcentage de droits détenus dans les bénéfices de la sociétés dont les titres sont cédés, ces plus-values sont imposées au taux forfaitaire de 50%, lorsqu'elles sont réalisées par des personnes ou organismes domiciliés, établis ou constitués hors de France dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI (article 244 bis B du CGI).

1.4.4. Autres situations

Les actionnaires soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel.

1.5. Modalités de financement et frais liés à l'Offre

Le coût d'acquisition de 100% des titres visés par l'Offre (voir paragraphe ci-dessus 1.3.3 « Titres visés par l'Offre ») s'élèverait à un montant maximum d'environ 4,9 millions d'euros, qui se décomposerait comme suit :

- 4,7 millions d'euros consacrés au paiement du prix d'acquisition de 100% des actions visées par l'Offre; et
- environ 200.000 euros au titre des honoraires et frais engagés en vue de la réalisation de l'Offre (notamment les honoraires et frais des conseillers financiers de la Société, conseils juridiques, commissaires aux comptes et autres consultants, ainsi que les frais de communication et taxes des autorités de marché).

Le financement de l'Offre sera réalisé au moyen de la trésorerie disponible de la Société.

1.6. Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière de ORCHESTRA-PREMAMAN

1.6.1 Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote

Au 26 novembre 2012, le capital de ORCHESTRA-PREMAMAN était divisé en 3.910.019 actions. La répartition du capital et des droits de vote (au nombre de 3.910.019), sur la base des seules déclarations reçues par ORCHESTRA-PREMAMAN de franchissements de seuil légaux visés au 1^{er} alinéa de l'article L.233-7 du Code de commerce, figure à la section 1.2.2 ci-avant.

L'actionnariat évoluerait comme suit, après annulation (i) de 374.154 actions auto-détenues et (ii) des actions apportées à l'Offre dans les hypothèses d'un taux d'apport de 100% par les actionnaires susceptibles d'apporter leurs titres et de l'apport du Concert Gotlib de 10% de sa participation.

Hypothèse d'un taux d'apport à l'Offre de 100% de leur quote-part par les actionnaires susceptibles d'apporter leurs titres à l'Offre (autres que les membres du Concert Gotlib qui apportent 10% de leurs participations) et annulation de 374.154 actions auto-détenues⁴

Catégorie d'Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Pierre MESTRE	1 101	0,04%	1 101	0,04%
Chantal MESTRE	10	NS	10	NS
Financière MESTRE	1 797 092	57,14%	1 797 092	57,14%
IMM BE GE KG	27 084	0,86%	27 084	0,86%
Sous-Total Concert Groupe familial MESTRE - engagement de non-apport	1 825 287	58,04%	1 825 287	58,04%
Marcel GOTLIB	54 293	1,73%	54 293	1,73%
Charles GOTLIB	54 293	1,73%	54 293	1,73%
William GOTLIB	54 293	1,73%	54 293	1,73%
Batia GRINWALD	54 293	1,73%	54 293	1,73%
Magogest CVA	163 845	5,21%	163 845	5,21%
Chargogest CVA	163 846	5,21%	163 846	5,21%
Wigogest CVA	163 845	5,21%	163 845	5,21%
Bagogest CVA	163 845	5,21%	163 845	5,21%
Vegotex International NV	113 893	3,62%	113 893	3,62%
Gestico BVBA	54 000	1,72%	54 000	1,72%
Sous-Total Concert Gotlib	1 040 448	33,08%	1 040 448	33,08%
Auto détention contrat de liquidité	4 386	0,14%	4 386	0,14%
Public	274 742	8,74%	274 742	8,74%
TOTAL	3 144 863	100,00%	3 144 863	100,00%

⁴ Compte tenu de l'engagement de non-apport de la Société Financière Mestre et du Concert Groupe familial Mestre ainsi que de l'intention du Concert Gotlib d'apporter 10% de sa participation

1.6.2 Incidence sur les comptes de ORCHESTRA-PREMAMAN

Les calculs de l'incidence de l'Offre sur les capitaux propres et les résultats consolidés de ORCHESTRA-PREMAMAN, qui figurent dans le tableau ci-dessous, ont été effectués à partir des comptes consolidés condensés de ORCHESTRA-PREMAMAN pour le semestre clos le 31 août 2012, sur la base des hypothèses suivantes :

- Nombre d'actions de 3.535.865 (hors actions auto détenues) ;
- Rachat de 391.002 actions (soit l'intégralité des actions visées par l'Offre) au prix de 12 euros par action, soit un montant de 4.692.024 euros (hors frais), puis annulation des actions rachetées ;
- Les frais liés à l'opération sont estimés à 200 K€. Ils viennent minorer les capitaux propres part du Groupe « après rachat et annulation » et majorer l'endettement financier net « après rachat et annulation » ;
- Le financement de l'Offre sera réalisé au moyen de la trésorerie disponible de la Société (intégrée dans l'endettement financier net).

Données consolidées au 31 août 2012 (6 mois)	Avant rachat et annulation	Après rachat et annulation
Capitaux propres part du groupe (en k€)	75.810	70.918
Endettement financier net (en k€)	70.109	75.001
Résultat net part du groupe(en k€)	14.188	14.188
Nombre d'actions (hors auto-détention)	3.535.865	3.144.863
Capitaux propres par action (en €)	21,44 €	22,55 €
Résultat net par action (en €)	4,01 €	4,51 €

1.6.3 Incidence sur la capitalisation boursière

Sur la base du cours de clôture de l'action ORCHESTRA-PREMAMAN au 26 novembre 2012 de 9,30 €, la capitalisation boursière s'élevait à 36,4 millions d'euros, le capital de ORCHESTRA-PREMAMAN étant représenté par 3.910.019 actions.

A l'issue de l'Offre, dans l'hypothèse où la totalité des actions visées seraient apportées à l'Offre puis annulées et en tenant également compte de l'annulation de 374.154 actions auto-détenues, le nombre d'actions de ORCHESTRA-PREMAMAN serait de 3.144.863 et la capitalisation boursière de ORCHESTRA-PREMAMAN sur la base du cours de clôture au 26 novembre 2012 de 9,30 € s'élèverait à 29,2 M€.

1.7. Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

Comme indiqué précédemment, la Société Financière Mestre à titre individuel et le Concert groupe familial Mestre détenaient à la date du dépôt de l'Offre respectivement 1.797.092 actions et 1.825.287 actions de la Société représentant respectivement 45,96% et 46,68% du capital et des droits de vote de ORCHESTRA-PREMAMAN.

La Société Financière Mestre et les membres du Concert groupe familial Mestre ont fait part à la Société de leur engagement irrévocable de ne pas apporter leurs titres à l'Offre.

Le Concert Gotlib a déclaré son intention d'apporter 10% de sa participation à l'Offre, soit 115.605 titres.

A l'exception de ce qui précède, la Société n'a connaissance, à la date du dépôt de l'Offre, d'aucun autre accord ou engagement susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

2. Eléments d'appréciation du prix de l'Offre

Les travaux d'évaluation ont consisté en une valorisation multicritères de ORCHESTRA-PREMAMAN ainsi qu'en une analyse de la prime induite par le prix d'Offre sur les différents critères d'évaluation.

Ces diligences ont notamment consisté en :

- l'examen de l'information publique et réglementée et les communiqués de la Société ;
- l'analyse du Business Plan à cinq ans communiqué par le management d'ORCHESTRA-PREMAMAN ;
- des entretiens avec le management de la Société à propos du budget présenté par la Société.

S'agissant du Business Plan, ARKEON Finance s'est limité à vérifier sa vraisemblance et sa cohérence. Le Plan d'affaires a été intégré dans les modèles de valorisation uniquement pour les exercices se clôturant en février 2013, février 2014 et février 2015. Concernant les exercices se clôturant en février 2016 et février 2017, pour lesquels la Société a fourni des prévisions précises, ARKEON Finance a préféré raisonner sur ses propres prévisions établies dans un cadre normatif.

Des sources d'informations externes, notamment FactSet et Idmidcaps, ont été utilisées pour avoir accès par exemple à des prévisions sur les concurrents, et aussi pour collecter auprès de Bloomberg des statistiques boursières sur les cours et les volumes traités.

La sélection des méthodes retenues a été établie en tenant compte des spécificités d'ORCHESTRA-PREMAMAN, de sa taille et de son secteur d'activité.

2.1 Méthodes d'évaluation écartées

2.1.1 Actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles. Cette méthode présente en outre l'inconvénient de ne pas refléter l'intégralité de la capacité bénéficiaire de la société, les flux réinvestis dans la société n'étant pas pris en compte. Cette méthode permettrait de n'appréhender qu'une partie de la valeur d'Orchestra-Premaman.

2.1.2 Actif net Comptable

L'ANC au 31 août 2012 (76,2 M€) ressort à 21,2 € par action (sur la base d'un nombre d'actions duquel nous avons retranché les actions en autocontrôle), intégrant les actions issues de l'exercice des options de souscription d'actions.

Nous ne retenons pas cette méthode car l'ANC ne permet pas de capter de façon pertinente le cycle de création (ou de destruction) de valeur liée à l'acquisition de Prémaman. L'ANC est en effet une méthode d'évaluation patrimoniale, avec une vision historique, qui ne permet pas d'appréhender de façon prospective la valeur du groupe qui découle de l'évolution récente de son périmètre d'activité :

- L'estimation de l'ANC à la clôture de l'exercice en cours (au 28 février 2013) conduit à surévaluer la valeur patrimoniale d'Orchestra-PREMAMAN, puisque l'ANC intègrera le badwill enregistré en résultat lors de l'acquisition de Prémaman sans prendre en compte les pertes attendues de cette société en difficultés au cours des prochaines années. Prémaman réalise en effet des pertes significatives (la perte opérationnelle attendue l'an prochain est supérieure à la moyenne du résultat opérationnel de ces 4 dernières années d'Orchestra-Premaman), et le retour à l'équilibre n'est pas attendu avant 2016. La taille de cette acquisition (près de 30% du CA du dernier exercice clos), l'important travail d'intégration, de restructuration et de redressement à mener, par ailleurs rendu plus incertain par un contexte économique difficile, et un track-record d'intégration peu favorable au groupe, inscrivent Orchestra-Premaman dans une période de transition pour au moins les 2 à 3 prochaines années.

Compte tenu de sa vision purement statique, la méthode de l'ANC ne permet pas d'évaluer l'ensemble du cycle de création de valeur liée à une acquisition aussi structurante que Prémaman, qui doit s'analyser de manière prospective sur une période beaucoup plus longue (plusieurs années au moins) pour être pertinente.

La surévaluation de la valeur d'entreprise calculée par le seul ANC peut être appréhendée par la méthode de l'actualisation de la rente du goodwill. Cette méthode est un outil utile pour corriger les valeurs patrimoniales en comparant la rentabilité économique anticipée de l'entreprise et le rendement moyen exigé du capital par les investisseurs.

Cette méthode consiste à :

- Calculer un superbénéfice annuel, appelé rente de goodwill, qui correspond à la capacité pour l'entreprise de produire un bénéfice supérieur à celui que l'on est normalement en droit d'attendre des capitaux engagés. Cette rente se définit donc comme la différence entre la rentabilité d'exploitation normative (au coût du capital) et la rentabilité d'exploitation anticipée dans le plan d'affaires (correspondant à la rentabilité effective de l'actif économique) ;
- Actualiser cette rente de goodwill sur une durée à fixer ;
- Rajouter le résultat obtenu à l'actif net comptable.

On calcule ainsi :

- La rentabilité de l'actif économique Re (rapport entre le résultat d'exploitation net d'impôt et l'actif économique) ;
- La capacité bénéficiaire normale Re', c'est-à-dire celle que l'investisseur doit exiger comme tenu du risque de l'entreprise ; le taux de rentabilité exigé par les investisseurs correspond au coût des fonds propres, soit 12,9% tel qu'il ressort du calcul du WACC dont le détail figure dans l'exposé de la méthode du DCF au paragraphe 2.2.3 du présent document ;
- La rente du goodwill, égale à : Actif économique (Re - Re')

RENTE DE GOODWILL (en M€)	
Actif économique	153,4
Résultat d'exploitation net d'impôt	5,6
<i>hypothèse taux d'IS</i>	34%
Rentabilité de l'actif économique Re	3,6%
Rentabilité exigée par l'investisseur Re'	12,9%
Rente de goodwill = AE(Re'-Re)	-14,2
Coefficient d'actualisation	2,36
<i>Horizon d'actualisation</i>	3
Rente de goodwill actualisée à 3 ans	-33,7
Valeur d'entreprise	42,6
Valeur par action (en €)	11,9

Après une actualisation à 3 ans (correspondant à l'horizon du plan d'affaires retenu par ARKEON Finance) au coût des fonds propres, soit 12,9%, la valeur de l'entreprise est égale à : ANC + rente de goodwill, soit 76,2 M€ - 33,7€ = 42,6 M€, soit 11,9 € par action.

A noter également qu'au regard du ratio Price to Book (source JCF FactSet) de l'échantillon retenu⁵ pour la méthode des multiples de sociétés cotées comparables, il apparaît une forte décote de la capitalisation boursière par rapport aux capitaux propres, de l'ordre de 43-45%, constat nous confortant dans notre choix de ne pas retenir la méthode de l'actif net comptable :

	Price to Book	
	2011	2012e
Adolfo Dominguez	0,27 x	0,29 x
Charles Voegelé	0,36 x	0,48 x
Damartex	0,60 x	0,57 x
Etam Développement	0,43 x	0,41 x
KappAhl AB	1,45 x	1,48 x
Vet'Affaires		0,34 x
Moyenne	0,62 x	0,60 x
Médiane	0,43 x	0,45 x

En appliquant cette décote à Orchestra-Premaman, la valorisation ressortirait à 28,4 M€ soit 7,9 € par action

Valorisation Orchestra-Kazibao	2011	2012	Synthèse	Valeur par action (€)
Price to Book	25,5	31,3	28,4	7,9

⁵ Faute de données disponibles exploitables via FactSet sur French Connection, cette société a finalement été exclue de notre échantillon.

2.1.3 Actif net réévalué

L'ANR est une méthode pertinente dans le cas de holdings diversifiés, de foncières, ou de sociétés détentrices de nombreux actifs (immobiliers ou non utiles à l'exploitation) susceptibles de voir leur valeur historique inscrite au bilan à une valeur différente de leur valeur de réalisation économique immédiate. Cette méthode n'est pas pertinente dans le cas d'une société commerciale comme Orchestra-Premaman.

2.1.4 Objectif de cours des analystes

La société n'est couverte par aucun analyste.

2.1.5 Transaction récente portant sur le capital d'Orchestra

Aucune transaction récente (c'est-à-dire inférieure à un an) n'a porté sur le capital d'Orchestra-Premaman. A titre d'information, nous reportons deux transactions intervenues l'an dernier sur le capital d'Orchestra-Premaman au prix de 6 € par action chacune :

1. Juillet 2011 : reclassement d'un bloc de 5,1% du capital d'Orchestra-Kazibao (repris par la société Financière Mestre et Jean-Claude Yana à la société GRAND WISH) ;
2. Septembre 2011 : offre publique d'achat à 6€.

2.1.6 Multiples de transactions comparables

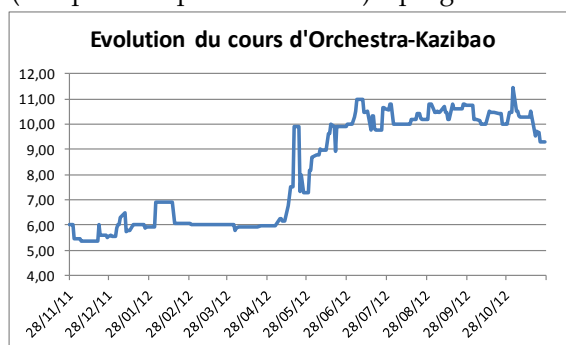
Nous n'avons pas identifié de transaction pertinente et récente au sein du secteur portant sur des entreprises de taille comparable.

2.2 Méthodes d'évaluation retenues dans le cadre de l'évaluation d'Orchestra-Kazibao

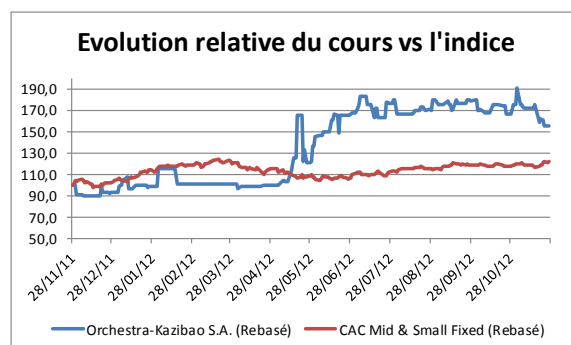
2.2.1 Références au cours de bourse historiques

Le communiqué de presse annonçant l'OPRA étant paru le 27 novembre 2012 après la clôture des marchés, nous retenons cette date comme référence.

Sur un an glissant, le cours (non pondéré par les volumes) a progressé de +55%.



Il a ainsi significativement surperformé l'indice CAC Mid & Small Caps.



On notera que le titre offre un flottant étroit avec une liquidité réduite.

Nous avons déterminé ci-dessous le cours moyen pondéré par les volumes à plusieurs dates sur un an glissant afin d'évaluer la prime (ou la décote) induite par la présente offre de rachat à 12 €.

Prime induite de l'offre par rapport au cours de bourse

Date de référence	27/11/2012
Prix de l'offre	12,0 €

Cours de bourse	en €	Prime (en %)
au 27/11/2012	9,30	29%
moyen pondéré par les volumes sur 15 jours	9,94	21%
moyen pondéré par les volumes sur 1 mois	10,07	19%
moyen pondéré par les volumes sur 3 mois	10,09	19%
moyen pondéré par les volumes sur 6 mois	10,10	19%
moyen pondéré par les volumes sur 12 mois	9,40	28%

Sources : NYSE Euronext & Bloomberg

Avec un prix proposé de 12 € par action Orchestra-Kazibao, les primes par rapport aux cours de bourse moyens pondérés par les volumes en date du 27 novembre 2012 sont comprises entre +19% et +28% selon la période d'analyse (15 jours à 1 an).

2.2.2 Multiples de sociétés cotées comparables

L'approche par les multiples boursiers consiste à valoriser la société Orchestra-Kazibao sur la base des ratios de valorisations observés sur un échantillon d'entreprises cotées comparables.

Choix de l'échantillon

Nous avons retenu un échantillon de sociétés comparables (à ceci près qu'aucune n'est spécialisée dans le textile à destination des enfants), évoluant dans le secteur du prêt-à-porter en Europe et dont la capitalisation est comprise entre 10 M€ et 160 M€. Les estimations sont issues du consensus des analystes établi par FactSet.

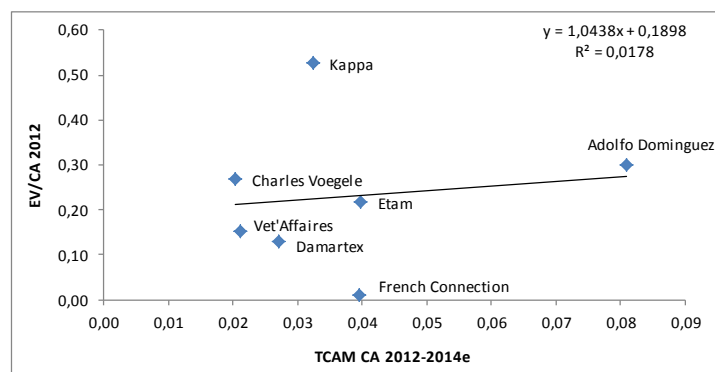
- **Adolfo Dominguez (Espagne)** : Fabricant et distributeur de vêtements et d'accessoires (hommes, femmes et enfants), le groupe peut s'appuyer sur plus de 400 points de ventes dans 18 pays.
- **Charles Voegelé (Suisse)** : Spécialiste de l'habillement, le groupe suisse dispose de plus de 800 points de vente dans 10 pays (Suisse, Allemagne, Liechtenstein, Pays-Bas, Belgique, Autriche, Slovaquie, Pologne, Hongrie et Tchéquie).
- **Damartex (France)** : Essentiellement présent en France, en Grande-Bretagne et en Belgique, Damartex est spécialisé dans la distribution de vêtements et d'accessoires pour seniors. Les produits du groupe sont vendus sous les marques Afibel, Damart, Damart Sport, Happy D. by Damart, Maison du Jersey, Jours heureux, Sedagyl et Delaby.
- **Etam Développement (France)** : Avec un réseau de plus de 4 400 points de vente dans plus de 40 pays, le Groupe Etam est un acteur spécialisé dans la mode féminine. Il conçoit et distribue ses produits à travers trois marques : Etam, 1.2.3 et Undiz.
- **KappAhl AB (Suède)** : bien que ciblant principalement les mères de famille (30-50 ans), le groupe adresse également les hommes et les enfants. KappAhl est présent en Suède, Norvège, Finlande, Pologne et Tchéquie.
- **Vet'Affaires (France)** : Avec plus de 140 points de vente (surfaces de 600 à 1000 m²) situés dans les villes de plus de 25 000 habitants ou en périphérie des grandes villes, le groupe Vet'Affaires est spécialisé dans la distribution de produits à prix discount et s'organise autour de 3 gammes de produits : vêtements, accessoires et lingerie.

Faute de données disponibles exploitables via FactSet sur **French Connection**, cette société a finalement été exclue de notre échantillon.

Multiples retenus

Nous avons rejeté les multiples suivants :

- Celui de l'EV/CA car la régression réalisée pour mesurer la relation entre l'EV/CA et la croissance du CA des valeurs de l'échantillon montre le manque de pertinence de ce multiple (R^2 proche de 0). Les résultats obtenus par le biais de ce multiple offrent par ailleurs une trop grande dispersion par rapport aux résultats obtenus par le biais des multiples d'EV/EBITDA (la synthèse des EV/CA sur 2012-2014 valorise Orchestra-Kazibao à seulement 2,4 € par action) ;



- Celui de l'EV/EBIT car l'utilisation de ce multiple aboutit à une valeur des fonds propres négative d'Orchestra-Kazibao. Ce résultat découle de la faiblesse estimée sur 2012-2014 de l'EBIT d'Orchestra-Kazibao;
- Celui du PER car du fait de la crise de nombreuses sociétés du secteur rencontrent des difficultés et dégagent des résultats nets non significatifs.

Nous avons ainsi limité la méthode des comparables au seul multiple d'EV/EBITDA, et en dépit du fait qu'Orchestra-Kazibao arrête ses comptes annuels à fin février, nous n'avons pas « calendarisé » les multiples de l'échantillon, jugeant l'écart de 2 mois acceptable. De plus, la forte saisonnalité de l'activité, sur laquelle nous avons peu d'éléments pour l'appréhender avec précision de façon prospective en termes d'évolution de BFR et d'endettement, rendait l'exercice de « calendarisation » hasardeux.

Résultats

Les multiples d'EV/EBITDA 2013 et 2014 sont les suivants :

	EV/EBITDA	
	2013	2014
Adolfo Dominguez	5,8 x	3,7 x
Charles Voegele	6,7 x	6,4 x
Damartex	3,1 x	2,6 x
Etam Developpement	2,4 x	2,1 x
KappAhl AB	6,5 x	5,2 x
Vet'Affaires	8,8 x	3,0 x
Moyenne	5,6 x	3,8 x
Médiane	6,2 x	3,3 x

En appliquant les multiples médians de l'échantillon aux prévisions d'EBITDA 2013 et 2014 d'Orchestra-kazibao (les coûts de développement immobilisés au bilan ont été déduits de l'EBITDA), nous obtenons une valeur moyenne par action de 7,10 € par action (10,70 € si on retenait le seul exercice 2013 et 3,60 € sur le seul exercice 2014).

2.2.3 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF)

Cette méthode établie que la valeur d'une entreprise équivaut aux flux nets de trésorerie prévisionnels actualisés à un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, augmentés de l'actualisation de la valeur résiduelle. Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, il est ajoutée à la valeur d'entreprise la valeur des actifs hors exploitation (s'il y a lieu) et il est soustrait l'endettement financier net.

La mise en œuvre de cette méthode repose sur plusieurs étapes :

- la modélisation des flux de trésorerie attendus à un horizon court, sur la base des estimations du plan d'affaires ;
- établir les flux de trésorerie normatifs, qui correspondent aux flux cibles que doit atteindre et maintenir à long terme la société dans une phase de maturité ;
- établir la valeur terminale, qui correspond à l'actualisation d'un flux normatif à l'infini ;
- établir un taux servant à l'actualisation des différents flux. Il correspond au coût moyen pondéré du capital.

Notre valorisation par DCF s'articule autour des hypothèses suivantes :

- Les prévisions du plan d'affaires de la société pour la période 2012-2014. Le plan d'affaires est construit sur des hypothèses de croissance d'activité particulièrement élevée, avec un taux de croissance moyen de près de +30% du CA sur la période. Il s'explique par la généralisation de la Carte Club, la poursuite de la croissance des ouvertures de magasins et l'effet de périmètre lié à l'acquisition de Prémaman. Les prévisions de marge d'Ebit sont en revanche inférieures à celles des précédents exercices, en s'élevant en moyenne à 1,2% du CA sur la période. Elle s'explique en grande partie par l'effet dilutif de l'intégration de Prémaman sur les résultats d'Orchestra Kazibao. Le plan prévoit une poursuite continue de l'amélioration du BFR dont le niveau, exprimé en nombre de jours de CA, devrait être divisé par deux sur la période. Les frais de R&D n'ont pas été réintégrés dans le résultat d'exploitation. Ils sont en revanche inclus dans les Capex qui devraient augmenter de façon importante sur 2013 et 2014 en liaison avec le programme d'ouvertures de magasins prévu. La société a également apporté des prévisions pour les exercices n+4 et n+5. Considérant que cet horizon était trop éloigné pour fournir des prévisions précises, nous avons préféré intégrer des prévisions normatives dès l'année n+4 ; soulignons toutefois que cette approche n'induit pas d'écart significatif sur la valorisation globale : les taux de marge d'exploitation ont été maintenus identiques à ceux du budget du groupe (soit 2,1% et 2,3% respectivement pour l'année n+4 et n+5), et seule la croissance du CA a été modérée, particulièrement sur l'exercice n+5 (+10% vs +10,9% anticipé par le groupe) générant un écart négatif en CA de 8 M€ sur l'exercice n+5 et un écart négatif en résultat opérationnel non significatif.
- Nos hypothèses normatives pour la période 2015-2022 sont les suivantes :
 - une croissance annuelle moyenne de +7% (en partant d'un taux de +16% en 2015 que nous faisons décroître jusqu'à +4% en 2021) ;
 - une marge normative stable de 2,5% sur toute la période 2015-2022, soit un taux supérieur à celui prévu dans le plan d'affaires de la société pour la période 2012-2014 ;
 - le BFR est maintenu à 10 jours de CA sur toute la période 2015-2022. Cette durée correspondant au niveau prévu par la société à compter de 2015. Cette amélioration sensible par rapport aux performances actuelles et passées résulte du changement de modèle (effet de la carte Orchestra et d'une progression de la rotation des stocks que permet cette carte de fidélité). La variation de BFR évolue ainsi proportionnellement avec la croissance du CA. Notons que l'hypothèse de BFR normé à 10 jours de CA est particulièrement optimiste au regard des performances actuelles, qui pourraient par ailleurs être dégradées sur les prochaines années en raison de l'acquisition de Prémaman. Cette hypothèse offre un biais haussier significatif sur la valorisation du groupe ;
 - les CAPEX diminuent sensiblement en proportion du CA, après une période de fort investissement dans le réseau commercial (2013-2014) et en raison de l'effet dilutif de la croissance du CA sur le niveau des investissements. Ceux-ci sont progressivement stabilisés à 3,5% du CA. En conséquence, les DAP suivent mécaniquement la même courbe de progression ;
- un coût moyen pondéré du capital de 11,4%, qui découle des calculs suivants :

- un taux sans risque (OAT 10 ans) de 2,2% correspondant au taux moyen journalier observé sur le mois de novembre 2012 (source Agence France Trésor) ;
- une prime de marché de +7,5% (source IDMIDCAPS). D'autres sources donnent des primes de marché plus élevées (8,5% selon Bloomberg). Celles-ci s'écartent significativement de la prime de risque observée sur longue période (5-6% selon les différents bureaux de recherche tels que FactSet, Société Générale, Natixis Securities, IdMidcap, etc.) ;
- La liquidité du titre Orchestra-Kazibao est trop faible pour obtenir une valeur de Beta pertinente. Ce manque de pertinence est matérialisé par un R^2 (qui détermine le caractère significatif de la droite de régression) proche de 0 (plus le R^2 est proche de 1 et plus la régression offre un caractère pertinent). Nous avons donc calculé un Beta désendetté (0,6) d'Orchestra-Kazibao par référence à la moyenne des betas endettés (0,88) des sociétés cotées composant l'échantillon préalablement utilisé. Nous avons ensuite ré-endetté le beta sur la base d'une structure financière cible ;
- une prime spécifique de +1,5% qui tient compte de la taille du groupe, d'une faible liquidité du titre, d'un endettement lourd (gearing de 100%), d'une faible visibilité sur un certain nombre de variable qui peuvent influencer significativement les prévisions contenues dans le plan d'affaires (évolution du \$ ou du prix du coton par exemple), des incertitudes sur la bonne intégration de Prémaman, dont la consolidation pèsera significativement sur les comptes du groupe, et du caractère ambitieux du plan de développement dans un environnement de consommation dégradé en Europe ;
- le coût des capitaux propres ressort ainsi à +12,9% ;
- un coût de la dette après IS estimé à 2,1%, en ligne avec le taux apparent calculé sur les derniers comptes disponibles ;
- un taux de croissance à l'infini de +1%.

L'ensemble de ces hypothèses aboutit à une valorisation d'entreprise d'Orchestra-Kazibao de 100,2 M€, auquel il convient :

1. de soustraire l'endettement net (69,5 M€)⁶ et les provisions (1,6 M€) estimées par le groupe à fin février 2013 ;
2. d'ajouter les immobilisations financières (7,2 M€) estimées par le groupe à fin février 2013, le report déficitaire (5,6 M€ publiés au 31/08/2012) que nous avons actualisé sur une période de 5 ans soit 4,3 M€, ainsi que la créance Mestre pour 2,7 M€.

Il n'existe pas de participation non consolidée, sachant que la Joint-venture SWF, détenue à 49,5% et dont l'activité consiste en un bureau d'achat pour le compte du groupe, est désormais intégrée en proportionnelle dans les comptes consolidés à partir du 1^{er} mars 2012.

⁶ L'endettement net intègre les dépôts et cautionnements reçus pour 3 M€.

La valeur des fonds propres de la société ressort ainsi à 43,1 M€, soit 12,0 € par action.

Le tableau suivant montre la sensibilité de la valorisation en € par action aux variations des paramètres de taux d'actualisation et de taux de croissance à l'infini.

Tableau de sensibilité				
		Taux de croissance à l'infini		
		0,5%	1,0%	1,5%
Wacc	10,4%	14,7	15,7	16,8
	10,9%	12,9	13,8	14,7
	11,4%	11,3	12,0	12,8
	11,9%	9,8	10,5	11,2
	12,4%	8,5	9,0	9,7

2.3 Synthèse des évaluations

Synthèse de la valorisation (3 méthodes retenues)	Valeur (€)	Prime / (décote)
DCF	12,0	0%
Comparables	7,1	68%
Cours de bourse (valeur centrale)	9,3	29%
Synthèse	9,5	26%

3. Rapport de l'expert indépendant_ Attestation d'équité

Avertissement :

L'attestation d'équité reproduite ci-après est en date du 18 décembre 2012.

A la suite d'ajustements opérés depuis lors par l'établissement présentateur sur les références de cours de bourse d'Orchestra – Kazibao, la comparaison chiffrée des travaux de l'expert indépendant (Ledouble SA) et de ceux de l'établissement présentateur (ARKEON Finance) sur ce critère d'évaluation (cf. paragraphe 3.5 de l'attestation d'équité), est modifiée comme suit :

- Cours de bourse – spot à 12 mois Ledouble SA : 9,30€ - 10,12€ (inchangé),
- Cours de bourse – spot à 12 mois ARKEON Finance : 9,30€ - 10,10€ (modifié).

Les autres termes du rapport d'expertise indépendante sont inchangés.

Dans la perspective de l'Offre Publique de Rachat d'Actions (**OPRA** ou **l'Offre**) initiée par Orchestra Kazibao (**la Société**) sur ses propres actions⁷, nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil d'administration d'Orchestra Kazibao du 26 novembre 2012, de nous prononcer sur le caractère équitable, pour les actionnaires visés par l'OPRA, du prix d'Offre de **12 €** par action Orchestra Kazibao. L'OPRA, régie par la procédure simplifiée conforme à l'article 233-1 5° du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (**AMF**), devrait conduire à une réduction de capital soumise aux règles prévues par les articles L. 225-204 et L. 225-207 du Code de commerce⁸.

⁷ Compte tenu de la nature de l'Offre, Orchestra Kazibao est en l'occurrence à la fois la Cible dont les titres sont visés par l'Offre et l'Initiateur de cette Offre.

⁸ Le rachat d'actions en vue de leur annulation et de la réduction corrélative du capital social sera réalisé au moyen de l'OPRA.

Cette désignation et le présent rapport entrent dans le cadre de l'article 261-1.I 3⁹⁹ du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08, elle-même complétée des recommandations AMF du 28 septembre 2006¹⁰. Il nous a été confirmé par la Société qu'aucun accord particulier susceptible de justifier notre intervention au titre de l'article 261-1 I 4° n'avait été conclu¹¹ ; notre désignation en qualité d'expert indépendant s'entend donc exclusivement au sens de l'article 261-1 I 3° du règlement général de l'AMF.

La présente attestation d'équité s'entend au sens de l'article 262-1.I¹² du règlement général de l'AMF.

L'OPRA fait suite à une Offre Publique d'Achat (OPA) sur les actions Orchestra-Kazibao initiée par Financière Mestre et M. Jean-Claude Yana agissant de concert ; cette OPA a reçu le visa de conformité de l'AMF en date du 22 septembre 2011.

Indépendance

Ledouble SA est indépendant d'Orchestra Kazibao, de ses actionnaires de référence¹³, ainsi que d'Arkeon Finance, établissement présentateur de l'Offre :

- Ledouble SA n'a aucun lien juridique ou financier avec Orchestra Kazibao ou ses actionnaires ;

⁹ Extrait concerné de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF :

« La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration [...], de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

[...]

3° Lorsque l'actionnaire qui la contrôle au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce n'apporte pas ses titres à une offre publique de rachat lancée par la société sur ses propres titres ;

[...] ».

¹⁰ Recommandations modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

¹¹ Extrait concerné de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF :

« 4° Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée. »

¹² Extrait de l'article 262-1.I : *« L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance ..., une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité ».*

¹³ Financière Mestre et le Groupe Gotlib.

- Nous ne nous trouvons dans aucune des situations de conflit d'intérêt au sens des articles 261-4 du règlement général de l'AMF et 1 de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006 ; à titre informatif, figure en **annexe 6** la liste des expertises et analyses financières indépendantes réalisées par Ledouble SA au cours des dernières années écoulées, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées¹⁴ ;
- Nous considérons que la mission qui nous est confiée ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec l'établissement présentateur¹⁵.

Conformément à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes concernées par l'Offre telle que décrite ci-dessous (§ 3.1) et leurs conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission ; nous avons donc été en mesure d'accomplir cette mission en toute indépendance.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé l'expertise sont mentionnées en **annexe 5**.

Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006¹⁶. Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la présente mission sont indiqués en **annexe 1** et le calendrier d'intervention en **annexe 2**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **annexe 4**.

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance de l'activité et de l'environnement de la Société et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritères d'Orchestra Kazibao ainsi qu'en une analyse de la prime induite par le prix d'Offre sur les différents critères d'évaluation.

Ces diligences ont comporté notamment :

- la revue des conditions de l'OPA intervenue en 2011, par la consultation des notes d'informations et des accords conclus dans le cadre de cette opération antérieure à l'OPRA ;
- l'analyse des modalités de déroulement de l'OPRA, sur la base :

¹⁴ Cette déclaration d'indépendance vaut pour les associés et salariés de Ledouble SA ayant participé à la mission, et dont les profils figurent en **annexe 5**.

¹⁵ Au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF.

¹⁶ Recommandations modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

- d'entretiens avec des représentants d'Orchestra Kazibao, d'Arkeon Finance¹⁷ et de DMMS & Associés¹⁸ ; la liste de nos contacts figure en **annexe 3** ;
- de la note d'information en projet destinée à l'AMF ;
- l'examen de l'information publique et réglementée d'Orchestra Kazibao et des communiqués d'Orchestra Kazibao accessibles sur le site Internet de la Société¹⁹ ;
- le recensement des faits ayant marqué la vie d'Orchestra Kazibao au cours des trois derniers exercices, en particulier l'intégration en 2012 du groupe Prémaman ;
- l'exploitation des autres informations issues de nos propres bases de données, notamment l'étude d'un échantillon de sociétés cotées que nous avons jugé comparables, présentées en **annexe 7** et en **annexe 8** ;
- l'intégration dans nos modèles de valorisation, des données prévisionnelles de 2012 à 2016 élaborées par le management d'Orchestra Kazibao ;
- le recoupement entre les différentes méthodes de valorisation employées pour évaluer l'action Orchestra Kazibao et une analyse de la sensibilité des résultats à la variation des principaux paramètres d'évaluation ;
- la confrontation de nos travaux avec ceux effectués par l'établissement présentateur.

Affirmations obtenues

Nous avons obtenu des confirmations du management de la Société, sur l'absence :

- d'éléments de nature à porter atteinte à l'objectivité du prix de l'Offre et à modifier substantiellement la valeur des actions visées par l'Offre ;
- de tout dispositif pouvant s'assimiler à un complément de prix pouvant bénéficier à un actionnaire ou un groupe d'actionnaires en particulier.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux d'évaluation n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. A cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs dans le cadre de notre mission était fiable et transmis de bonne foi, en particulier les données prévisionnelles.

Le management de la Société nous a confirmé l'absence d'accord écrit ou engagement verbal, explicite ou tacite, régissant l'Offre autre que la documentation recensée dans la note d'information²⁰.

¹⁷ Etablissement présentateur de l'Offre.

¹⁸ Conseil juridique d'Orchestra Kazibao.

¹⁹ <http://www.orchestra-kazibao.com/informations-financieres/> [référence du 26 novembre 2012].

²⁰ Note d'information émise conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

Plan du rapport

Nous présenterons successivement :

- les objectifs et le périmètre de l'Offre (§ 3.1) ;
- l'activité et l'environnement d'Orchestra Kazibao (§ 3.2) ;
- notre évaluation multicritères de l'action Orchestra Kazibao (§ 3.3) et la synthèse de ces travaux (§ 3.4), assorties d'observations complémentaires quant à l'incidence éventuelle des accords entourant l'Offre et l'effet relatif de l'Offre pour les actionnaires qui n'y apporteraient pas leurs titres (§ 3.5) ;
- nos observations sur les éléments de valorisation de l'établissement présentateur (§ 3.6).

La conclusion constitue en soi l'attestation d'équité pour les actionnaires d'Orchestra Kazibao visés par l'Offre (§ 3.7).

Conventions de présentation

Les montants ci-après sont exprimés en :

- euros / dollars (€ / \$) ;
- milliers d'euros / de dollars (K€ / K\$) ;
- millions d'euros / de dollars (M€ / M\$).

La Société clôture ses comptes annuels en cours d'année civile à la fin du mois de février. Par convention, nous retiendrons que l'exercice 201X clôture le 28 février 201X+1 ; à titre d'exemples :

- l'exercice 2011, désormais écoulé, est celui ayant clôturé le 29 février 2012 ;
- l'exercice 2012, en cours, est celui qui clôturera le 28 février 2013.

Nous nous référons dans la présentation de nos travaux de valorisation du titre Orchestra Kazibao à des primes induites par les différents critères d'évaluation sur le prix d'Offre de **12 €** proposé aux actionnaires visés par l'OPRA.

3.1 Présentation de l'Offre

3.1.1 Société dont les titres sont visés par l'Offre

Orchestra Kazibao, dont les titres sont visés par l'OPRA, est une Société Anonyme dotée d'un Conseil d'administration, au capital de 23.460.114 €²¹, sise 400, avenue Marcel Dassault à Castelnau le Lez (34170), et immatriculée au Registre du Commerce et des sociétés de Montpellier depuis le 27 septembre 2001²².

La Société est dirigée par M. Pierre Mestre, Président du Conseil d'administration et Directeur général.

Les actions composant le capital d'Orchestra Kazibao, actuellement au nombre de 3.910.019 (§ 3.1.3.1), sont admises depuis juin 2000 aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé NYSE Euronext²³.

3.1.2 Objectifs de l'Offre

Une OPA sur les actions Orchestra Kazibao a été initiée par Financière Mestre et M. Jean-Claude Yana en 2011 et réalisée au prix de 6 € par titre, après acquisition au même prix de 6 €, de 5,1% du capital de la Société auprès du fonds d'investissement Grand Wish Limited²⁴. Des acquisitions de blocs sont intervenues depuis lors à un prix supérieur, la Société ayant par ailleurs :

- élargi son périmètre d'activité, par l'acquisition du groupe Prémaman, leader belge de la distribution de produits de puériculture et d'articles textiles pour enfants et femmes enceintes ;
- et modifié son modèle économique, notamment par la mise en place d'une carte « Club » visant à fidéliser la clientèle (§ 3.2.1.2).

²¹ 3.910.019 actions (§ 3.1.3.1) * valeur nominale unitaire de l'action Orchestra Kazibao : 6 € = capital social : 23.460.114 €.

²² Sous le numéro RCS Montpellier 398 471 565 ; numéro de gestion : 2001 B 01293.

²³ Sous le code ISIN FR0010160564 KAZI.

²⁴ Cette transaction a porté la participation du concert formé par Financière Mestre, M. Jean-Claude Yana et d'autres actionnaires à 32,23% du capital de la Société.

Dès lors la présente Offre vise à offrir aux actionnaires de la Société qui n'ont pas apporté leurs titres à OPA initiée en 2011, une liquidité de leurs titres²⁵. La réduction de capital, non motivée par des pertes, qui s'ensuivra est soumise aux règles prévues par les articles L. 225-204 et L. 225-207 du Code de commerce ; elle porterait sur un montant nominal maximum de 2.346.012 €²⁶, soit au plus 391.002 actions correspondant à 10% du capital social de la Société (§ 3.1.3.1)²⁷.

Les informations suivantes sur le nombre de titres en circulation (§ 3.1.3.1) sont à relier au nombre dilué d'actions, incluant les titres potentiellement émis (§ 3.1.3.2), retenu dans nos travaux de valorisation (§ 3.1.4.2).

Le projet d'OPRA a fait l'objet d'une annonce en date du 27 novembre 2012²⁸.

3.1.3 Géographie du capital et des droits de vote avant l'Offre

3.1.3.1 Nombre d'actions et de droits de vote

A la date de l'annonce, la répartition du capital et des droits de vote au sein d'Orchestra-Kazibao est la suivante ; aucun titre n'est assorti d'un droit de vote double, de sorte que le nombre de droits de vote équivaut au nombre d'actions :

Répartition capital / droits de vote au 26 novembre 2012				
Actionnaires	En capital		En droits de vote	
	Nombre	%	Nombre	%
Concert Groupe familial Mestre	1 825 287	46,68%	1 825 287	46,68%
Concert Gotlib	1 156 053	29,57%	1 156 053	29,57%
Autodétention au titre du programme de rachat d'actions	374 154	9,57%	374 154	9,57%
Actions détenues dans le cadre du contrat de liquidité	4 386	0,11%	4 386	0,11%
Autres actionnaires	550 139	14,07%	550 139	14,07%
Total	3 910 019	100,00%	3 910 019	100,00%

La société Financière Mestre, initiatrice aux côtés de M. Jean-Claude Yana de l'OPA en date de 2011, détient 1.797.092 actions (représentant 45,96% du capital) et droits de vote d'Orchestra-Kazibao ; elle fait partie intégrante du « Concert Groupe familial Mestre ». M. Jean-Claude Yana, s'étant retiré du concert, compte parmi les « autres actionnaires ».

²⁵ Sous réserve des règles d'ajustement prévues en cas d'apport à l'OPRA d'un nombre d'actions supérieur au nombre maximum d'actions dont le rachat est proposé ; en pareil cas, il sera procédé conformément à la loi, pour chaque actionnaire apportant à l'Offre, à une réduction proportionnelle au nombre d'actions dont il justifie être propriétaire ou titulaire ; *a contrario* dans le cas où le nombre d'actions présentées à l'OPRA n'atteindrait pas le nombre d'actions dont le rachat est autorisé, le capital social serait réduit à due concurrence des seules actions présentées à l'Offre et rachetées.

²⁶ 391.002 actions * valeur nominale unitaire de l'action Orchestra Kazibao : 6 € = montant maximal de la réduction de capital : 2.346.012 €

²⁷ Ces dispositions ont été inscrites à l'ordre du jour de l'Assemblée Générale Extraordinaire du 14 janvier 2013.

²⁸ <http://www.orchestra-kazibao.com/wp-content/uploads/2012/11/avis-financier-27-11-12.pdf> [référence du 27 novembre 2012].

La Société détient 374.154 actions de ses propres titres dans le cadre d'un programme de rachat d'actions.

En outre 4.386 titres sont affectés au contrat de liquidité.

3.1.3.2 Instruments donnant accès au capital

En dates du 17 avril 2008, du 1^{er} septembre 2008 et du 25 novembre 2008, l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la Société a attribué à certains salariés des options de souscription d'actions selon les modalités suivantes ; le nombre d'options de souscription à l'origine s'est réduit au rythme du départ des salariés bénéficiaires :

Descriptif options de souscription d'actions			
	Attribution du 17/04/2008	Attribution du 01/09/2008	Attribution du 25/11/2008
Options de souscription d'actions émises	102 882	15 750	56 419
Options de souscription d'actions restantes au 26 novembre 2012	25 882	9 750	16 631
Prix d'exercice (€/action)	8,49	9,28	7,54
Point de départ de la période d'exercice	17/04/2012	01/09/2012	25/11/2012
Date d'expiration	16/04/2018	31/08/2018	24/11/2018

La parité des options de souscription d'actions à l'exercice est de 1 action pour 1 option.

Nous avons considéré qu'à la date de l'annonce, les options de souscription d'actions restantes²⁹, toutes dans la monnaie, avaient une probabilité d'exercice de 100%.

Dans le calcul du nombre dilué d'actions (§ 3.1.4.2), nous nous sommes positionnés au 26 novembre 2012, veille de l'annonce de l'OPRA :

- nous avons donc considéré le nombre total d'options de souscription d'actions restant à exercer au 26 novembre 2012³⁰, à savoir 52 263 options ;
- nous avons utilisé la méthode du rachat d'actions selon laquelle la trésorerie collectée lors de l'exercice d'options de souscription d'actions est utilisée pour acquérir des actions au cours du jour de l'exercice.

²⁹ Source : comptes consolidés au 29 février 2012 – Groupe Orchestra Kazibao, p. 39-41 ; le plan d'options de souscription d'actions du 1^{er} septembre 2008 affiche à ce jour 9.750 options *versus* 10.500 options au 29 février 2012, en raison du départ d'un salarié.

³⁰ Information fournie par le management d'Orchestra Kazibao (compte tenu de la rotation des effectifs).

3.1.4 Périmètre de l'Offre et nombre potentiel d'actions

3.1.4.1 Titres visés par l'Offre

L'Offre couvre la fraction du capital d'Orchestra Kazibao non détenue par le Concert Groupe familial Mestre et non auto-détenues ou affectées au contrat de liquidité, dans la limite de 10% du capital actuel, soit 391.002 actions (§ 3.1.2).

L'Offre sera intégralement autofinancée par la Société.

Nous rappelons, comme mentionné dans l'annonce du projet d'OPRA, la détention :

- par le Concert Groupe Familial Mestre de 46,68% du capital et des droits de vote de la Société, dont 45,96% par la société Financière Mestre, au sein du Concert Groupe Familial Mestre ;
- par le Concert Gotlib de 29,57% du capital et des droits de vote de la Société (§ 3.1.3.1).

Le Concert Groupe familial Mestre s'est engagé à ne pas apporter ses titres à l'Offre.

Le Concert Groupe Familial Mestre, la société Financière Mestre et le Concert Gotlib sont susceptibles, sous l'effet de franchissements de seuils et / ou d'excès de vitesse d'acquisition imputables à l'annulation de titres préalablement et consécutivement à l'OPRA, de se trouver en situation de présenter des offres obligatoires, et ont en conséquence sollicité auprès de l'AMF, concomitamment au lancement de l'OPRA, des dérogations au lancement de ces offres obligatoires³¹.

³¹ En vertu des dispositions de l'article 234-9 5° du règlement général de l'AMF.

3.1.4.2 Nombre dilué d'actions

Le nombre total d'actions sur une base diluée que nous avons utilisé pour la valorisation du titre Orchestra Kazibao, soit **3.541.291 actions**, intègre les éléments suivants au 26 novembre 2012 :

- un volant de 3.910.019 actions en circulation ;
- minoré des 374.154 actions auto-détenues par la Société dans le cadre du programme de rachat d'actions (§ 3.1.3.1) ;
- et majoré de 5.426 actions émises par l'exercice des options de souscription dans leur intégralité (§ 3.1.3.2) :

Nombre total d'actions dilué				
	26 novembre 2012	Attribution du 17/04/2008	Attribution du 01/09/2008	Attribution du 25/11/2008
Nombre d'actions émises	3 910 019			
Autodétention	-374 154			
Options de souscription d'actions		25 882	9 750	16 631
% total actions		0,7%	0,2%	0,4%
Prix d'exercice (€/action)		8,49	9,28	7,54
Cours Orchestra Kazibao 26 novembre 2012		9,3	9,3	9,3
Position de l'option		Dans la monnaie	Dans la monnaie	Dans la monnaie
Probabilité d'exercice		100%	100%	100%
Actions émises nettes (méthode du rachat d'actions)	5 426	2 263	21	3 142
Nombre d'actions dilué	3 541 291			

Le nombre d'actions émises selon la méthode du rachat d'actions, qui conduit à ajouter 5.426 titres au volume actuel d'actions minoré de l'auto-contrôle, est déterminé comme suit :

Actions émises nettes (méthode du rachat d'actions)					
		Attribution du 17/04/2008	Attribution du 01/09/2008	Attribution du 25/11/2008	Total
Options de souscription d'actions	A	25 882	9 750	16 631	
Prix d'exercice (€/action)	B	8,49	9,28	7,54	
Trésorerie collectée	C = A * B	219 656	90 480	125 448	
Cours Orchestra Kazibao 26 novembre 2012	D	9,30	9,30	9,30	
Nombre d'actions acquises à 9,3€	E = C / D	23 619	9 729	13 489	
Actions émises nettes (méthode du rachat d'actions)	F = A - E	2 263	21	3 142	5 426

3.2 Présentation de l'activité et de l'environnement d' Orchestra Kazibao

Nous nous sommes employés, préalablement à l'évaluation multicritères de la Société et de son titre (§ 3.3), à établir un diagnostic à partir d'informations sectorielles, de marché et financières, afin de dégager les principales forces et faiblesses d'Orchestra Kazibao ainsi que les opportunités et menaces auxquelles la Société est confrontée sur son marché³².

3.2.1 Positionnement d'Orchestra Kazibao sur son secteur

3.2.1.1. *Activité et structure du Groupe*³³

La Société a été créée en 1995 dans le but de concevoir et de distribuer une marque de vêtements pour enfants. Elle développe dès 1999 une franchise et, à partir de 2006, migre vers les périphéries des villes afin d'être à même de proposer une large gamme de produits et de services à ses clients. Elle débute ensuite son implantation à l'étranger tout en poursuivant son extension en France.

En 2009, est mis en place le concept « Club » qui confère aux détenteurs d'une carte de fidélité une réduction de prix permanente (§ 3.2.1.2). Depuis, la Société poursuit son développement à l'international, tout en élargissant ce concept à d'autres pays.

La marque avant l'intégration de Prémaman³⁴ (§ 3.2.1.2), est présente dans 500 magasins (dont 250 en France) situés dans 48 pays en Europe, Amérique, Afrique et Asie.

3.2.1.2. *Politique d'expansion*

La stratégie d'Orchestra Kazibao se caractérise par une conquête de parts de marché via une extension du nombre de points de vente (ouvertures, franchises ou acquisitions) en France comme à l'international, ainsi que le développement de nouveaux concepts (listes de naissance, déploiement du concept « Club ») et l'élargissement de la gamme de produits (lancement de l'enseigne « *Babycare by Orchestra* », acquisition de Prémaman).

³² Cf. matrice Swot (§ 3.2.2.6).

³³ Source : <http://www.orchestra-kazibao.com/>

³⁴ L'enseigne Prémaman compte environ 300 points de vente dans 40 pays ; le groupe Prémaman compte plusieurs sociétés dont Prémaman, Babyland Distribution et Babydis.

Même si les marges dégagées dans le cadre du concept « Club » sont plutôt faibles, ce dernier permet de lisser la saisonnalité de l'activité du Groupe, d'augmenter nettement les volumes et d'étoffer ainsi la base clients de la Société (qui s'établit aujourd'hui à environ un million de personnes), pour une meilleure connaissance du portefeuille de clientèle et de ses besoins. Ce concept³⁵, matérialisé par une carte de fidélité, permet aux clients, en contrepartie d'une cotisation de 30 €, de bénéficier pendant les douze mois suivant cette souscription, d'une remise permanente de 50% sur l'intégralité des articles en magasin ; il s'est substitué à l'ancienne formule de promotions permanentes.

3.2.2. Caractéristiques du marché

Nous nous concentrons ci-après sur les caractéristiques du marché français, dans la mesure où le Groupe, nonobstant sa diversification géographique, réalise encore près de trois-quarts de ses ventes en France³⁶.

3.2.2.1. Présentation du marché du prêt-à-porter enfant

Le marché de l'habillement pour enfant en France a représenté en 2011 un volume annuel de 4,1 Md€, en décroissance moyenne annuelle de 1,7% depuis 2008³⁷.

Le prêt-à-porter enfant est le segment le plus dynamique du marché de l'habillement, grâce notamment à des facteurs structurels qui lui sont favorables :

- un âge plus avancé des femmes à la naissance de leur premier enfant ;
- une croissance attendue de la population cible dans les prochaines années³⁸ ;

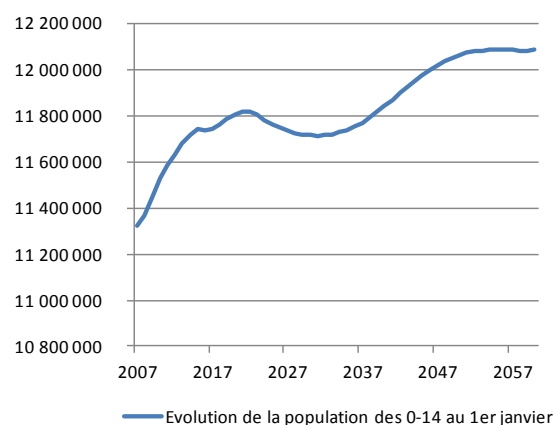
³⁵ Le concept « Club » s'inspire du modèle américain « *Every day low price* ».

³⁶ Plus de 90% des ventes sont réalisées au sein de l'Union Européenne (Source : Rapport financier semestriel au 31 août 2012 – Répartition géographique Groupe par localisation de l'origine des ventes, p. 23).

³⁷ Source : Institut Français de la Mode – Distribilan via Xerfi – 05/11/2012.

³⁸ Comparativement à d'autres pays tels que l'Allemagne.

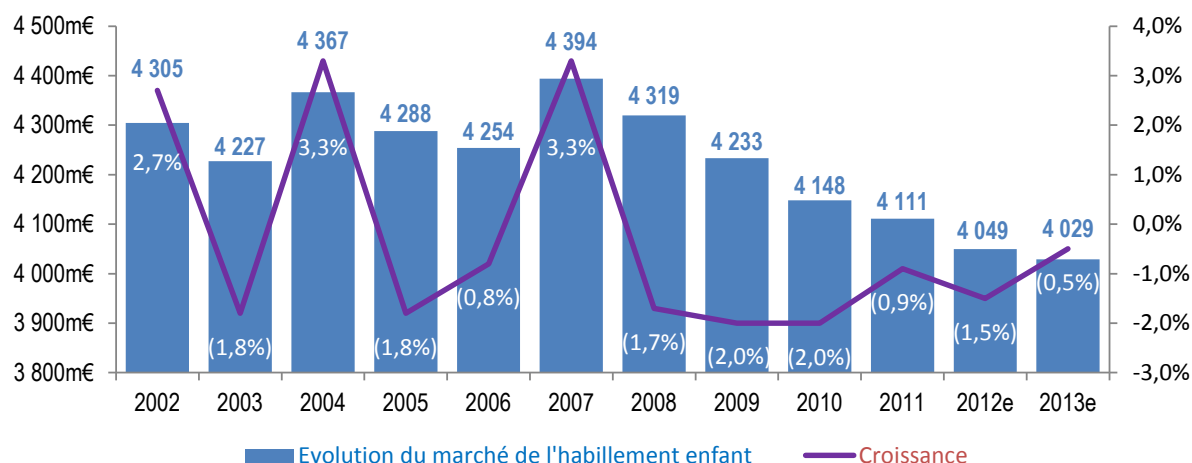
Évolution de la population 0-14 ans en France métropolitaine de 2010 à 2060



Source : Insee, Estimations de population, Projections de population 2007-2060 (scenario central)

Le marché du prêt-à-porter enfant est fortement corrélé à l'évolution du PIB. Avec une croissance attendue de ce dernier de 0,3%³⁹ en 2013 et des dépenses « contraintes » (alimentation ou logement) en progression, le marché du prêt-à-porter enfant devrait suivre une tendance baissière de l'ordre de -1,5% en 2012 et -0,5% en 2013⁴⁰ :

Evolution du marché de l'habillement enfant (à surface constante)



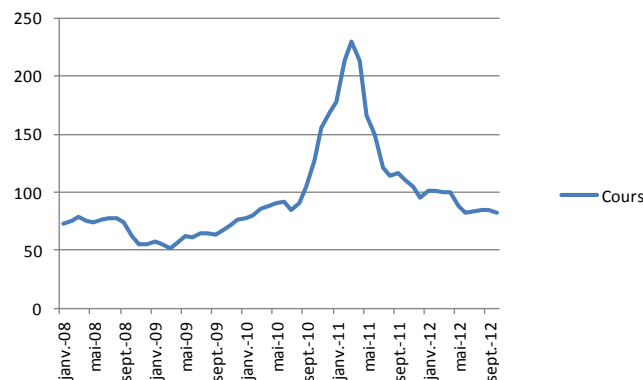
Source : IFM – Distribilan via Xerfi – 05/11/2012

³⁹ Source : OCDE.

⁴⁰ Source : Institut Français de la Mode – Distribilan via Xerfi – 05/11/2012.

Les acteurs du marché, dont les produits sont pour la plupart fabriqués en dehors de l'hexagone, sont exposés aux variations des prix des matières premières. A titre indicatif, le cours du coton, après avoir subi une forte pression en 2011, s'établit aujourd'hui autour de 0,82 \$ la livre :

Cours des matières premières importées : Coton Index A (Liverpool)
Prix en Cents US par 0,45 Kg



Source : Insee – 15/11/2012

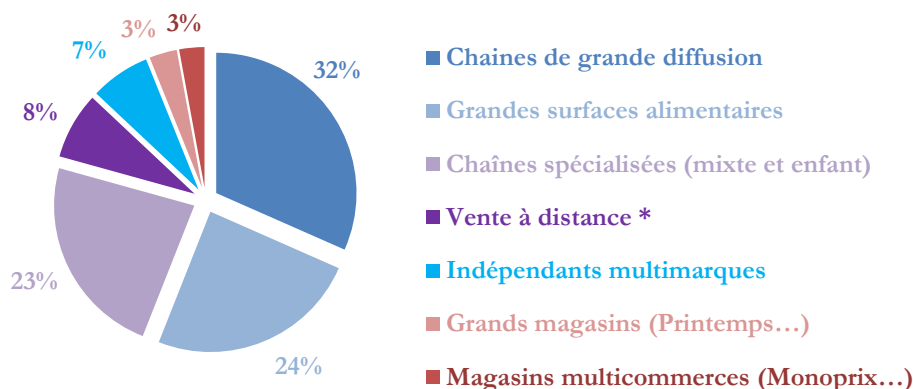
3.2.2.2 Acteurs du marché et stratégies

Le marché de la distribution de prêt-à-porter en France s'organise autour de deux types d'acteurs :

- Les *pure players* spécialisés : Comme des Grands, Escleca, Globule, Gravures de Mode, Orchestra Kazibao,...
- Les circuits non spécialisés :
 - les grandes surfaces alimentaires : Auchan, Carrefour, Cora, E. Leclerc, ITM Entreprises,...
 - les chaînes de grande diffusion : La Halle, Kiabi, Gémô, Tati,...
 - les grands magasins : Galeries Lafayette, Printemps, Le Bon Marché,...
 - les véadistes traditionnels : 3 Suisses, La Redoute,...

Les chaînes de grande diffusion, les grandes surfaces alimentaires et les chaînes spécialisées dans l'habillement dominent largement le marché :

Segmentation du marché en valeur en 2011



**La vente à distance ne correspond pas ici à Internet mais essentiellement à l'activité des véadistes traditionnels. Les ventes en ligne des enseignes de distribution sont comptabilisées dans les ventes de chacun des réseaux.*

Source : IFM – Distribilan via Xerfi – 05/11/2012

Les enseignes spécialisées pour enfant, positionnées sur un marché mature, cherchent à trouver de nouveaux leviers de croissance et à conquérir des parts de marchés notamment :

- en améliorant leur couverture du marché par une augmentation du nombre des points de vente et par de la croissance externe, l'objectif étant d'atteindre une taille critique ; certains acteurs font par ailleurs appel à de la commission-affiliation afin d'accélérer leur développement ;
- en créant de nouveaux concepts et enseignes : différenciation, élargissement de l'offre à d'autres produits ; on a pu ainsi assister au développement de points de vente uniquement dédiés aux chaussures, aux bébés (du Pareil au même) ou aux futures mamans, à l'apparition dans les boutiques de bijoux et d'articles de maroquinerie (Ooxoo), ou encore de produits de puériculture et de maroquinerie ;
- en développant une offre d'e-commerce : les enseignes de prêt-à-porter enfant se sont récemment positionnées sur le segment internet ; plus d'un opérateur sur deux y est présent⁴¹.

De leur côté, les enseignes non spécialisées ont également modifié leurs stratégies afin de s'adapter aux nouvelles évolutions du marché :

- Les enseignes de prêt-à-porter adulte développent de plus en plus des espaces uniquement consacrés à l'habillement enfant et parfois même des boutiques (IKKS Junior, Zara Kids, Gap Kids...) ;

⁴¹ Source : Xerfi – Le marché du prêt-à-porter enfant poursuit sa mue – 05/11/2012.

- Les chaînes de grande diffusion, les chaînes spécialisées dans l'habillement, et les Grandes Surfaces Alimentaires (GSA) sont positionnées sur une fourchette de prix très attractive. Si cette stratégie a été bénéfique pour les deux premiers acteurs (chaînes de grande diffusion et chaînes spécialisées), elle n'a pas fonctionné pour les GSA qui ont perdu plus de 4,5 points de parts de marché depuis 2007⁴². Les GSA maintiennent cependant une stratégie basée sur les Marques de Distributeurs dites « MDD » (In Extenso d'Auchan, Tout Simplement de Casino...) pour relancer leurs ventes. Par ailleurs, certaines chaînes de grande diffusion ont créé des enseignes uniquement axées sur les vêtements enfant (La Halle Enfant, Défi Mode Enfant...) ;
- Les « véadistes » et les indépendants multimarques connaissent une décélération de leur activité : même si les premiers sont largement présents sur internet, les ventes par catalogue sont en baisse ; les seconds, quant à eux, ne parviennent pas à concurrencer les enseignes spécialisées, n'ayant pas la taille critique leur permettant de peser sur leur coûts et d'investir dans de domaine de la communication ;
- Les grands magasins, positionnés haut de gamme, et les magasins multi-commerce sont en progression depuis 2007.

3.2.2.3. *Evolution de la rentabilité*

Le chiffre d'affaires du Groupe au titre du dernier exercice clos le 29 février 2012 s'élève à 275 M€ ; il s'établit à 165 M€ sur le premier semestre de l'exercice 2012 en cours. L'effectif compte environ 1.900 personnes⁴³ *post* acquisition Prémaman⁴⁴.

Au regard de l'information consolidée, la profitabilité d'Orchestra Kazibao, exprimée en Excédent Brut d'Exploitation (EBITDA⁴⁵) ou Résultat d'Exploitation (EBIT⁴⁶) a connu l'évolution suivante depuis 2006, en valeur brute et en valeur relative rapportée au chiffre d'affaires :

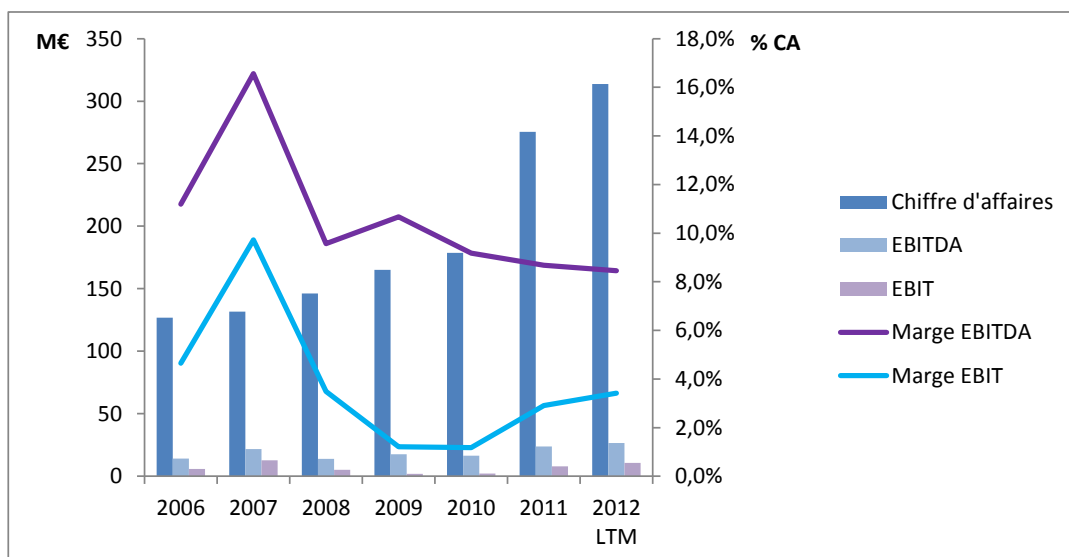
⁴² Source : Institut Français de la Mode – Distribilan via Xerfi – 05/11/2012.

⁴³ A fin novembre 2012.

⁴⁴ L'entité Prémaman compte à elle seule environ 450 personnes.

⁴⁵ Excédent Brut d'Exploitation (EBE) ou *Earnings Before Interest Taxes Depreciation & Amortization* (EBITDA).

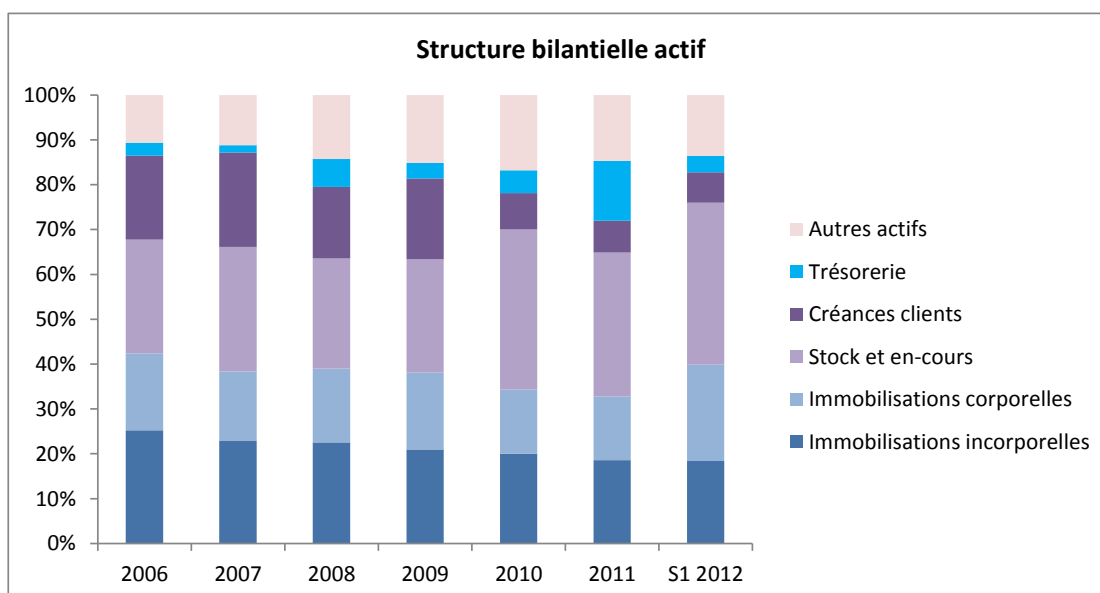
⁴⁶ Résultat d'exploitation ou *Earnings Before Interests & Taxes* (EBIT).



La forte hausse du chiffre d'affaires pour 2011 est imputable à l'effet « Carte Club » en année pleine (§ 3.2.1.2). Le taux de croissance annuel cumulé du chiffre d'affaires sur la période 2006-2011 est de 17%, contre 11% pour l'EBITDA et 6% pour l'EBIT. Il apparaît ainsi que l'augmentation du volume d'affaires ne se répercute pas intégralement sur la rentabilité.

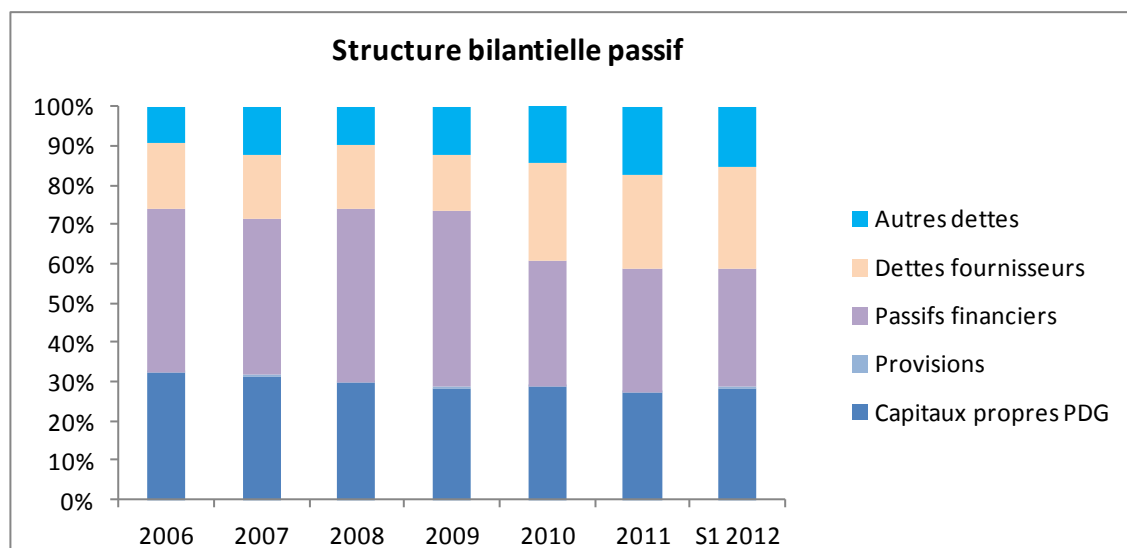
3.2.2.4 Structure de bilan

La structure du bilan consolidé d'Orchestra Kazibao depuis 2006 a évolué comme suit :



Le métier du Groupe nécessite une expertise spécifique dans les domaines de la logistique et de la gestion des stocks, qui représentent près du tiers du total du bilan consolidé au cours des 5 dernières années. Les immobilisations corporelles comprennent pour l'essentiel les aménagements des magasins. Les immobilisations incorporelles incluent les *goodwills*, marques et fonds de commerce, ainsi que les frais de développement dont les frais de collection⁴⁷.

Le passif se caractérise par l'importance relative des capitaux propres et des passifs financiers, qui représentent respectivement 28% et 30% du total du dernier bilan consolidé semestriel au 31 août 2012⁴⁸ :



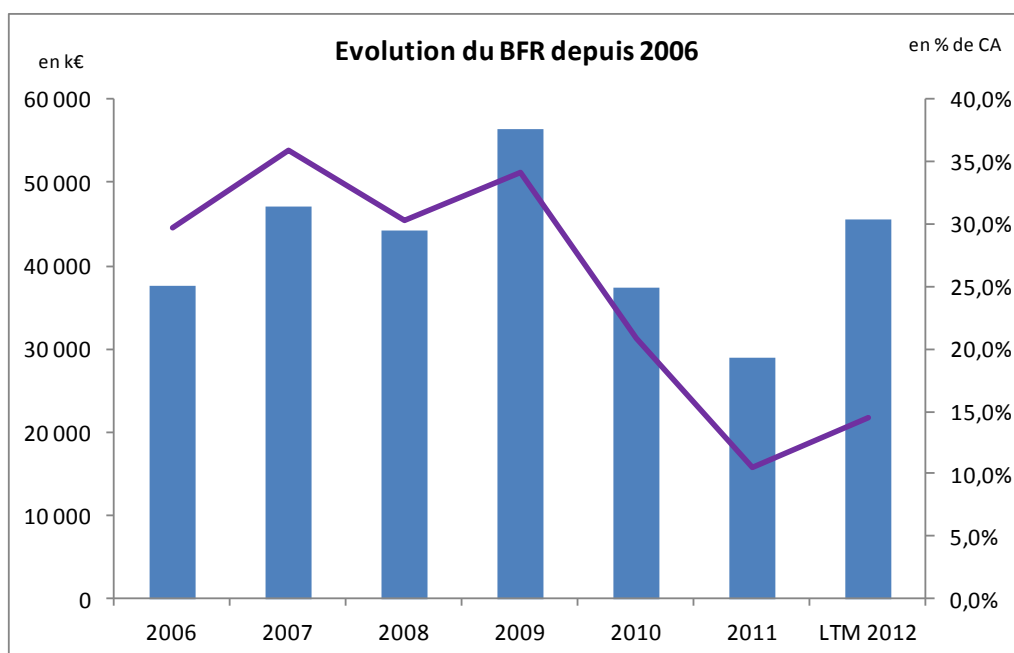
Le cycle d'exploitation mobilise un volant de trésorerie décroissant depuis 2006, qui se situe actuellement entre 10%⁴⁹ et 15%⁵⁰ du chiffre d'affaires (§ 3.3.4.3.1) :

⁴⁷ Les frais de collection sont amortis sur une durée d'un an.

⁴⁸ Date d'arrêté des comptes semestriels de l'exercice 2012 en cours.

⁴⁹ Au titre du dernier exercice clos le 29 février 2012.

⁵⁰ Au titre des douze derniers mois glissants (*Last Twelve Months* ou LTM) par référence aux derniers comptes semestriels arrêtés au 31 août 2012.

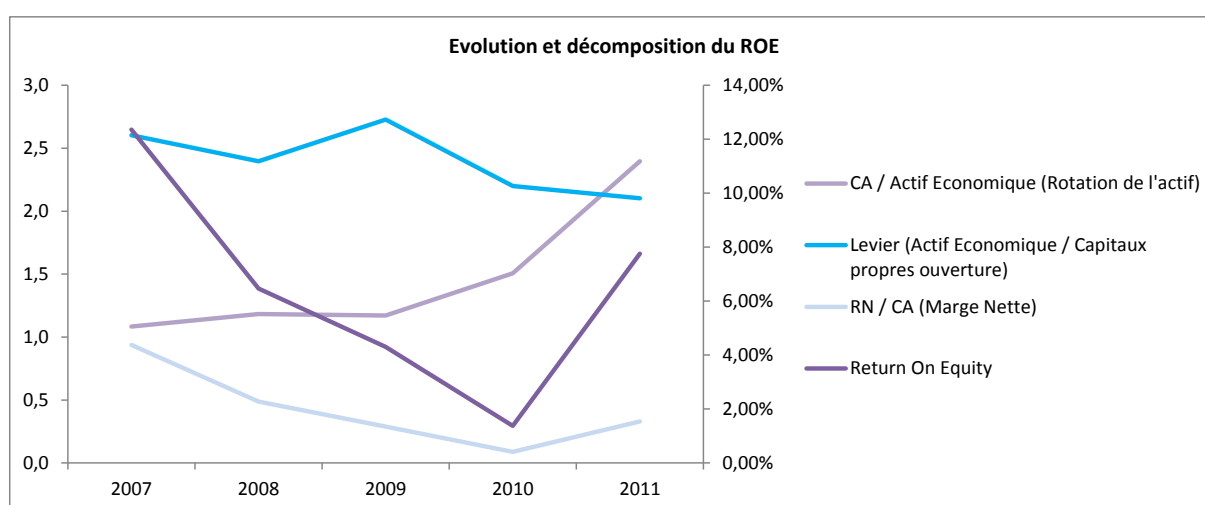


3.2.2.5 Rentabilité des capitaux propres

La rentabilité des capitaux propres (ROE⁵¹) de la Société peut être décomposée en trois facteurs :

- la marge nette (résultat net [RN] / chiffre d'affaires [CA]) ;
- la rotation de l'actif (chiffre d'affaires / actif économique) ;
- le levier financier (actif économique / capitaux propres à l'ouverture de l'exercice).

L'évolution du ROE depuis 2007 (et hors premier semestre 2012 qui intègre un *goodwill* négatif de 13 M€ lié à l'acquisition de Prémaman) est présentée graphiquement ci-après :



⁵¹ Return On Equity.

Le tassement du ROE entre 2007 et 2011 (de 12,4% à 7,8%) peut s'expliquer par le fait que le doublement de l'actif économique est insuffisant pour compenser l'érosion de la marge nette (de 4,4% en 2007 à 1,5% en 2011) et le tassement du levier financier (de 2,6 en 2007 à 2,1 en 2011).

3.2.2.6 Matrice Swot

En synthèse, la matrice ci-dessous résume les forces et faiblesses de la Société, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles elle est confrontée sur son marché :

Forces	Faiblesses
• Effets positifs du concept « Club » : lissage de la saisonnalité, effet volume très important et meilleure connaissance de la base client (base de données regroupant un million de personnes). • Positionnement des points de vente en périphérie permettant de disposer de larges surfaces et, ainsi, d'offrir une gamme de produits plus vaste. • Notoriété de Prémaman sur son marché, associée à son positionnement Marque De Distributeur (MDD) bénéfique pour le Groupe. • Marges réalisées sur le prêt-à-porter enfant plus importantes que sur le prêt-à-porter adulte. • Développement de nouveaux concepts tels que l'offre « liste de naissance ». Orchestra dispose de l'avantage de pouvoir offrir de l'<i>hardware</i> (poussettes...) en plus des vêtements. • Développement d'un réseau de commission-affiliation permettant d'accélérer le développement du réseau.	• Vente en ligne encore peu développée. • Impact sur le BFR du délai du transport des marchandises des usines aux magasins. • Niveau élevé d'endettement et besoins de trésorerie d'exploitation (BFR positif). • Faible marge d'exploitation.

Opportunités

- Facteurs structurels favorables : une natalité dynamique et des naissances plus tardives au sein des foyers.
- L'aspect mode est beaucoup moins important sur le marché enfant que sur celui des adultes : les vêtements y sont plus facilement recyclables.
- Possibilité d'écouler les invendus dans les nouveaux pays où le Groupe s'implante.
- Mouvement de concentration du secteur.

Menaces

- Corrélation du marché à l'évolution du PIB dans une conjoncture difficile se traduisant par un arbitrage défavorable de consommation des ménages envers le secteur du prêt-à-porter enfant.
- Exposition au risque de variation du coût des matières premières (coton) et des salaires dans les pays d'approvisionnement (Asie).
- Saisonnalité de l'activité.
- Maturité du marché du prêt-à-porter français.
- Exposition au risque de change.

3.2.3 Caractéristiques comptables, financières et fiscales

3.2.3.1 Observations sur le référentiel comptable

Orchestra Kazibao établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS), qui s'impose aux sociétés cotées.

Les comptes consolidés annuels au titre du dernier exercice clos le 29 février 2012 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes ; par ailleurs ces derniers, dans leur rapport d'audit sur les comptes semestriels consolidés condensés au 31 août 2012, ont mentionné que ces comptes semestriels ont été établis, dans tous leurs aspects significatifs, conformément à la norme IAS 34 - norme du référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union européenne relative à l'information financière intermédiaire.

3.2.3.2 Observations sur l'endettement net

Compte tenu du décalage entre les comptes semestriels clos le 31 août 2012, et l'annonce de l'Offre le 27 novembre 2012, nos travaux de valorisation analogique et intrinsèque ont été réalisés de façon prospective en date du 1^{er} mars 2013 *i.e.* à l'issue de la clôture des comptes de l'exercice 2012 actuellement en cours ; seule l'analyse boursière a été réalisée au 26 novembre 2012, veille de l'annonce de l'Offre. Par conséquent, nous avons retenu le niveau d'endettement net anticipé par le management de la Société au 28 février 2013, tel qu'il ressort du plan d'affaires 2012-2016 (§ 3.3.4.3) et qui schématiquement reste en ligne avec celui observé au 31 août 2012, date d'arrêté des derniers comptes semestriels.

Nous avons différencié le calcul de l'endettement net à déduire des valeurs d'entreprise obtenues, selon la méthode de valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou la méthode de valorisation analogique par les comparables boursiers, pour aboutir à la valeur des capitaux propres. Cette différence d'approche s'explique pour les raisons techniques suivantes :

- Les multiples d'excédent brut d'exploitation (valeur d'entreprise / EBITDA) des comparables que nous utilisons comme référence pour la valorisation analogique de la Société sont calculés à partir d'informations issues de nos bases de données, en cumulant, pour aboutir à la valeur d'entreprise, la valeur des fonds propres et l'endettement net, étant précisé que ce dernier est représentatif de la dette comptable, à l'exclusion notamment des dépôts et cautions reçus et versés, ainsi que des provisions « décaissables ». Par symétrie avec les comparables, nous prendrons comme référence pour la valorisation analogique d'Orchestra Kazibao l'endettement net comptable tel que présenté ci-après :

en M€

Passifs financiers long terme	29,8
Passifs financiers court terme	47,0
Dettes financières	76,8
Trésorerie et équivalents de trésorerie	-10,3
Endettement net au 28/02/2013	66,5

- En revanche, l'endettement net que nous retenons pour la valorisation intrinsèque de la Société est plus précis : il est constitué de l'endettement net comptable majoré des provisions long terme ainsi que des dépôts et cautions reçus, et minoré de l'impôt différé actif sur le stock de déficits reportables⁵², des actifs financiers (pour l'essentiel constitués des dépôts et cautions versés⁵³) et de la créance détenue sur Financière Mestre relative à la construction du siège de la Société⁵⁴ :

⁵² Les informations les plus récentes sur l'impôt différé actif attaché aux reports déficitaires sont en date du 31 août 2012 (source : rapport financier semestriel, p. 26) ; nous avons par conséquent anticipé le solde d'impôt différé au 28 février 2013 au regard de l'estimation des résultats du second semestre de l'exercice 2012, et l'avons actualisé en fonction de son rythme d'apurement.

⁵³ Dépôts de garantie versés dans le cadre de la location des magasins.

⁵⁴ Les informations les plus récentes sur cette créance sont en date du 31 août 2012 (source : Société).

Provisions long terme	1,6
Passifs financiers long terme	29,8
Dépôts et cautions reçus	3,0
Passifs financiers court terme	47,0
Dettes financières	81,4
Actifs financiers	-7,2
Trésorerie et équivalents de trésorerie	-10,3
Impôt différé actif sur déficits reportables	-3,9
Créance sur Financière Mestre	-2,7
Endettement net au 28/02/2013	57,3

Nous précisons que :

- nous avons négligé l'incidence sur l'endettement des engagements de la Société en matière de Droits Individuels à la Formation (DIF), dont le volume d'heures cumulé correspondant aux droits acquis par les salariés, s'élève à 33.271 heures à fin février 2012⁵⁵ ;
- le risque de change n'est pas modélisé dans les prévisions du management (§ 3.3.4.3.1) ; dès lors l'endettement net exclut la valeur potentiellement positive ou négative des instruments dérivés dédiés à la couverture des approvisionnements⁵⁶ ;
- la Société détient 49,6% d'une centrale d'achat chinoise (SWF) ; nous n'avons pas réintégré dans le plan d'affaires du management la quote-part de *cash-flows* relative à cet actif hors exploitation (ou en minoration de l'endettement net l'actualisation de ces *cash-flows*), en raison de l'incertitude sur le quantum des flux de trésorerie susceptibles d'être encaissés par la Société via cette *Joint Venture* qui, d'après les informations que nous avons pu recueillir auprès de la Société, s'apparente plutôt dans son fonctionnement à un Groupement de Moyens.

⁵⁵ Source : Comptes sociaux annuels au 29 février 2012 – Groupe Orchestra Kazibao, Note 8 – Engagements hors bilan, p. 15.

Cet engagement n'est monétairement pas chiffré dans les états financiers :

- le taux horaire moyen nous conduit à considérer que l'incidence de cet engagement sur la valeur par action serait peu significative ;
- l'apurement de ce volume d'heures n'est pas prévisible à la date de l'évaluation.

⁵⁶ En dollars.

3.3 Evaluation de l'action Orchestra Kazibao

Conformément aux recommandations de l'AMF, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères. Ainsi, nous exposons ci-après les méthodes d'évaluation écartées (§ 3.3.1) puis les approches de valorisation qui nous sont apparues les plus pertinentes afin d'apprécier le caractère équitable du prix de l'action Orchestra Kazibao proposé dans le cadre de l'Opération (§ 3.3.2 et suivants).

La date que nous avons retenue pour la référence au cours de bourse de l'action Orchestra Kazibao est le 26 novembre 2012, dernière journée de cotation avant l'annonce de l'Offre (§ 3.3.2).

Les paramètres financiers tels que la capitalisation boursière des comparables (§ 3.3.3) et le taux d'actualisation du plan d'affaires (§ 3.3.4) sont arrêtés au 26 novembre 2012.

Le nombre dilué de titres Orchestra Kazibao pour nos calculs de valeur par action s'établit à 3.541.291 actions (§ 3.1.4.2).

3.3.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nous justifions ci-après la non prise en compte, en tant que méthode d'évaluation, de l'actif net réévalué (§ 3.3.1.1), des comparables transactionnels (§ 3.3.1.2) et de l'actualisation des dividendes (§ 3.3.1.3), étant précisé par ailleurs que nous ne disposons pas d'objectifs de cours, le titre Orchestra Kazibao n'étant pas suivi par les analystes financiers.

3.3.1.1 Actif net réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) consisterait à corriger l'Actif Net Comptable (ANC) des plus ou moins values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors-bilan à ce jour ; il ne nous a été signalé aucun élément d'exploitation ou hors exploitation non intégré dans les états financiers.

L'Actif Net Comptable au 31 août 2012 ressort à environ 19,4 € par action⁵⁷. Il s'avère être supérieur au résultat de toutes nos approches d'évaluation. Cette situation s'explique selon nous pour des raisons techniques et de marché :

⁵⁷ Capitaux propres consolidés au 31 août 2012 : 75.810 K€ / 3 910 019 actions composant le capital social à cette date = 19,4 € (source : rapport financier semestriel, p. 10).

- Raisons techniques :
 - les tests d'*impairment* effectués au 31 août 2012 portent sur la valorisation au cas par cas de chaque magasin⁵⁸ (droit au bail et agencements) en fonction notamment des critères d'emplacement⁵⁹, d'activité et de rentabilité ; il s'agit donc d'une valeur de négociation de chaque emplacement⁶⁰ et non d'une estimation de la cession globale des emplacements ;
 - les tests portent sur la valorisation des marques, également au cas par cas⁶¹ ;
 - les coûts de restructuration de Prémaman n'ont pas pu être provisionnés au 31 août 2012, dans la mesure où les conditions requises par le référentiel comptable IFRS pour leur enregistrement étaient encore suspendues aux décisions du cessionnaire ;
 - les comptes annuels sont établis selon des méthodes qui ne permettent pas de prendre en compte la faible rentabilité attendue des capitaux propres.
- Raisons de marché :

Nous relevons qu'à fin 2011, près de la moitié des sociétés de l'indice de référence du CAC 40 affichaient une capitalisation boursière inférieure aux capitaux propres⁶², ce qui nous conduits, par transposition, à nous interroger sur la valeur de marché des fonds propres d'Orchestra Kazibao. Nous avons donc retenu, à titre de recoupement dans les approches de valorisation par les comparables boursiers, une décote sur l'ANC pour appréhender la valeur économique des fonds propres du Groupe pris dans son ensemble (§ 3.3.3.3).

⁵⁸ Centre ville, zone commerciale,...

⁵⁹ En l'absence d'actif associé, le réseau des commissionnaires-affiliés, par définition, n'entre pas dans le champ des tests de dépréciation des actifs ; pour mémoire, le chiffre d'affaires réalisé par les commissaires-affiliés est comptabilisé avant déduction de la commission qui leur est versée, laquelle est enregistrée en charge d'exploitation (source : comptes consolidés au 29 février 2012 – Groupe Orchestra Kazibao, p. 19).

⁶⁰ Dans une optique de poursuite de l'exploitation.

⁶¹ L'appréciation de la valeur des marques repose sur l'actualisation des flux de royalties :

- réelles facturées aux franchisés export en fonction de leurs achats,
- ou que le Groupe aurait pu percevoir des magasins détenus en propre ou de franchisés si des contrats d'utilisation des marques étaient conclus, par l'application d'un taux de royalties aux achats consommés (source : comptes consolidés au 29 février 2012 – Groupe Orchestra – Kazibao, p. 15).

⁶² Source : Recommandation AMF n° 2012-16 – Arrêté des comptes 2012, p. 2.

[référence du 26 novembre 2012], http://www.amf-france.org/documents/general/10643_1.pdf

3.3.1.2 Comparables transactionnels

La méthode des comparables transactionnels externes ne nous est pas apparue pertinente ; en effet peu de transactions font intervenir des sociétés que nous considérons comme comparables. En outre, nous ne disposons que d'informations publiques parcellaires sur ces opérations.

Pour mémoire, dans l'ordre chronologique des transactions que nous examinées :

- L'acquisition de la société « Du Pareil au Même » par H Partners Capital en mars 2008 a extériorisé un multiple d'EBITDA de 7,2⁶³ ; nous ne retenons toutefois pas cette transaction, compte tenu de son ancienneté et des conditions d'acquisition, qui contrairement aux offres publiques de rachat d'actions évoquées ci-dessous, sont peu comparables à la présente Offre ;
- L'offre publique de rachat d'actions initiée par la société « Vet' Affaires » sur ses titres en mai 2009⁶⁴, en vue d'une réduction de capital, induit un multiple d'EBITDA qui ne conférerait pas de valeur au titre Orchestra Kazibao ;
- L'offre publique de rachat d'actions initiée par la société « Etam » sur ses titres en juin 2010⁶⁵, en vue d'une réduction de capital, induit un multiple d'EBITDA inférieur à la moyenne et la médiane des multiples boursiers issus de notre échantillon (§ 3.3.3.4), qui valoriserait le titre Orchestra Kazibao en deçà du prix d'Offre ;
- La référence à l'acquisition du groupe Prémaman par Orchestra Kazibao mi-2012 est inopérante pour en valoriser le titre, au regard du *goodwill* négatif de 13,3 M€ dégagé sur cette transaction ; le multiple d'EBITDA extériorisé par l'acquisition⁶⁶ ressort à un niveau sensiblement inférieur à la synthèse de nos multiples boursiers (§ 3.3.3.4) ;

⁶³ Source : Thomson One.

⁶⁴ Source : note d'information relative à l'offre publique de rachat par Vet' Affaires portant sur 350.000 actions Vet' Affaires en vue de la réduction de son capital.

[référence du 26 novembre 2012],

<http://www.amf-france.org/DocDoif/txtint/opdepotPdf/2009/209C079200.pdf>

⁶⁵ Source : note d'information relative à l'offre publique de rachat par Etam Développement portant sur 2.857.142 actions Etam Développement en vue de la réduction de son capital.

[référence du 26 novembre 2012],

<http://www.amf-france.org/DocDoif/txtint/opdepotPdf/2010/210C040500.pdf>

⁶⁶ Par référence à la valeur d'entreprise induite par le prix d'acquisition majoré de l'endettement (Source : rapport financier semestriel au 31 août 2012, p. 13 et 23).

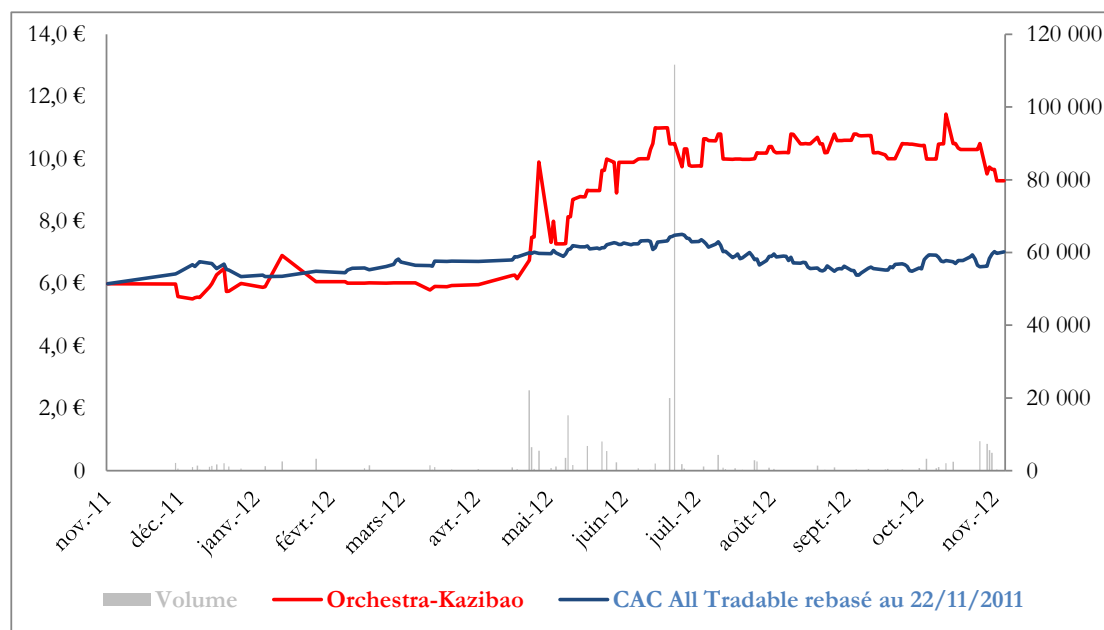
3.3.1.3 Actualisation des dividendes

En l'absence de politique de distribution régulière aux actionnaires de la Société, la méthode d'actualisation des dividendes ne nous paraît pas appropriée ; elle conduirait en tout état de cause à une valeur inférieure à l'actualisation des flux futurs de trésorerie (§ 3.3.4).

3.3.2 Référence au cours de bourse

Les titres Orchestra Kazibao sont cotés sur le marché NYSE Euronext, compartiment Eurolist C.

Nous présentons ci-dessous l'évolution du cours du titre Orchestra Kazibao depuis fin 2011 (date de la fin de l'OPA lancée par le concert Mestre -Yana sur les titres de la Société) en comparaison à l'indice CAC All Tradable :



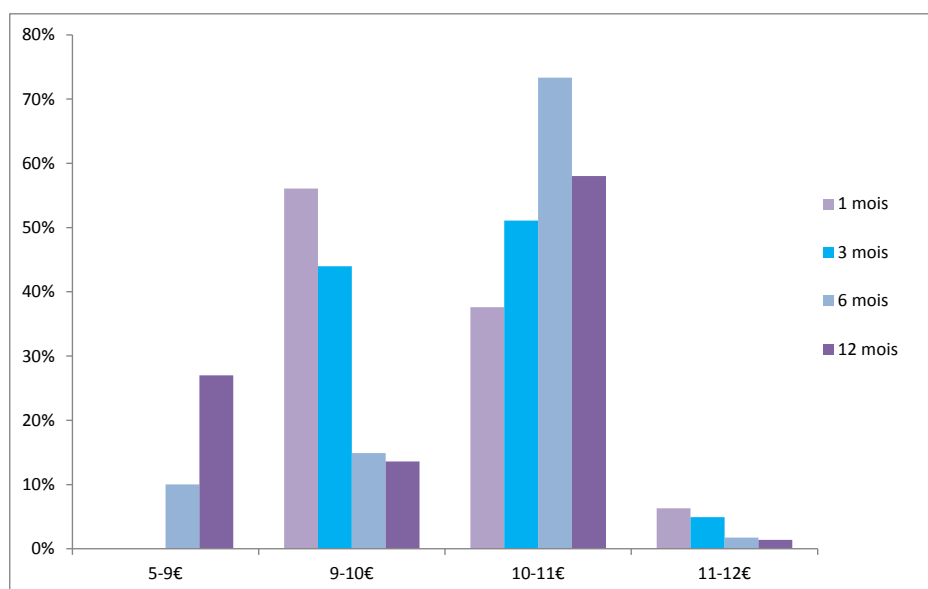
Les principales évolutions du cours de bourse d'Orchestra Kazibao au cours de l'année écoulée sont les suivantes :

- une stabilisation du cours autour de 6 €, qui constituait le prix d'offre de l'OPA lancée fin 2011 (§ 3.1.2) jusqu'au 15 mai 2012, date de publication des résultats annuels 2011, dans des volumes échangés très faibles, qui *de facto* limitent la portée du critère de cours de bourse pour l'évaluation du titre ;
- une appréciation croissante du titre jusqu'au 27 juin 2012, date de l'annonce de l'acquisition de Prémaman, dans des volumes échangés plus significatifs ;

- une évolution linéaire vers le niveau de 9,3 € atteint le 26 novembre 2012, date de l'annonce de l'Offre, avec un pic de volumes traités le 13 juillet 2012, date de l'annonce des résultats du premier trimestre 2012⁶⁷.

De manière générale, il semblerait que la capacité d'Orchestra Kazibao à créer de la valeur, notamment via l'évolution du modèle économique engagé avec la mise en place du « Concept Club » (§ 3.2.1.2), soit reflétée par une remontée progressive du cours sur les derniers mois précédant l'annonce⁶⁸. En effet, il apparaît sur le graphique ci-dessus que l'action Orchestra Kazibao s'est appréciée de façon significative en comparaison de l'évolution de l'indice Cac All Tradable.

A titre informatif, nous mettons en évidence ci-après le fait que sur les six mois qui précèdent l'annonce de l'Offre, 73% du volume des titres ont été échangés dans la fourchette 10 € - 11 € :



Le tableau ci-dessous synthétise les primes induites par le prix d'Offre de 12 € en fonction de la moyenne des cours de bourse pondérés par les volumes avant la date de l'annonce :

⁶⁷ Période de mars à mai 2012.

⁶⁸ La publication des résultats annuels 2011 et des résultats du premier trimestre 2012 ont également contribué à ce redressement.

	Au 26-nov.-12	Prime induite
Spot	9,30 €	29%
Moyenne 1 mois	10,06 €	19%
Moyenne 3 mois	10,12 €	19%
Moyenne 6 mois	10,10 €	19%
Moyenne 12 mois	9,41 €	28%
+ haut 12 mois	11,44 €	5%
+ bas 12 mois	5,51 €	118%

3.3.3 Valorisation analogique par les comparables boursiers

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation du titre Orchestra Kazibao par deux approches de valorisation comparative :

- l'une par référence aux multiples d'excédent brut d'exploitation d'un panel de comparables boursiers,
- l'autre par la transposition de la décote sur l'actif net comptable de ces mêmes comparables.

3.3.3.1 Etendue et composition de l'échantillon

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées purement comparables à Orchestra Kazibao en termes d'activité, de taille, de taux de marge d'exploitation et de zone géographique d'activité⁶⁹. Nous avons ainsi privilégié un panel de sociétés composé de sociétés cotées en France, en Espagne, en Suède, en Suisse et au Royaume Uni, évoluant dans le secteur de l'habillement au sens large :

Multiples boursiers (au 5 décembre 2012)

Société	Pays	Capitalisation boursière 1 mois (M€)	Valeur d'entreprise (M€)	Dette nette (dernière disponible - M€)
Adolfo Dominguez SA	Espagne	34	39	4
Charles Voegelé Holding AG	Suisse	108	231	123
Damartex SA	France	89	101	12
Etam Développement	France	112	257	144
French Connection	Grande-Bretagne	32	5	-26
KappAhl AB	Suède	219	407	187
Vet Affaires	France	12	27	15

⁶⁹ Les sociétés dont les activités et la taille se rapprochent le plus d'Orchestra Kazibao ne sont pas cotées (Du Pareil Au Même, Petit Bateau,...).

3.3.3.2 Modalités de calcul des multiples d'excédent brut d'exploitation (EBITDA) par référence à la valeur d'entreprise (VE)

Orchestra Kazibao clôturant ses comptes à fin février, nous avons procédé à la « calendarisation » des agrégats prospectifs des sociétés comparables à cette même date. Les données prospectives renvoyées par nos bases de données s'étalant jusqu'à l'exercice 2014, l'exercice de « calendarisation » implique que nous ne retenions que les agrégats prospectifs 2013, au titre de l'exercice qui clôturera fin février 2014.

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, car il ne nous apparaît pas ici pertinent de valoriser Orchestra Kazibao sur le seul critère du volume d'activité sans tenir compte de la rentabilité d'exploitation prévisionnelle de la Société ;
- de résultat d'exploitation (EBIT), car cet agrégat, après retraitement d'harmonisation des frais de collection⁷⁰, est négatif pour les exercices prévisionnels 2012 et 2013 ;
- de résultat net (PER), car les PER conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière et des différents taux d'imposition sur des sociétés qui ne sont pas toutes françaises.

Nous avons utilisé le multiple VE / EBITDA 2013 associé à la dette nette appréhendée à fin février 2013 (§ 3.2.3.2).

Afin de déterminer le ratio VE/EBITDA de chacune des sociétés comparables, nous avons suivi la démarche suivante :

- la capitalisation boursière de chaque entité de l'échantillon a été appréhendée en moyenne 1 mois⁷¹ ; l'endettement net s'intercale entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;
- les estimations d'EBITDA⁷², sur l'ensemble du panel, sont issues de consensus d'analystes.

Nous avons mis en relation le multiple de valeur d'entreprise obtenu par rapport à la croissance de l'EBITDA, qui confirme la pertinence de la prise en compte d'un multiple basé sur l'EBITDA pour notre échantillon de sociétés comparables : la qualité statistique de la régression par rapport à l'EBITDA, reflétée par le coefficient R²⁷³, est très bonne, avec un coefficient R² de l'ordre de 96%⁷⁴.

⁷⁰ Les sociétés cotées comparables de notre échantillon intègrent les frais de collection purement et simplement en charges, tandis qu'Orchestra Kazibao les active l'année du lancement des collections et les amortit intégralement l'année suivante (§ 3.2.2.4). En conséquence, nous avons procédé au retraitement des frais de collection en considérant qu'ils devaient venir s'imputer sur les frais d'exploitation ; nous avons reproduit ce retraitement sur les prévisions à plus long terme utilisées dans l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 3.3.4.3.1).

⁷¹ Au 26 novembre 2012.

⁷² Au titre de 2012, 2013 et 2014.

⁷³ En termes statistiques, le coefficient R², compris entre 0 et 1, permet d'apprécier l'intensité de la corrélation entre les variables ; plus ce coefficient tend vers 1, plus cette corrélation est avérée.

Nous avons réitéré le calcul de la régression soulignant la forte corrélation entre le taux de croissance anticipé de l'EBITDA et le multiple correspondant sur l'échantillon de comparables, en l'élargissant à une vingtaine de sociétés opérant dans le secteur textile ; les résultats confirment la qualité statistique de la régression, avec un coefficient R2 de l'ordre de 94%.

3.3.3.3 Application du Price-to-Book ratio

Dans un contexte où les sociétés présentes sur les indices de référence affichent une capitalisation boursière inférieure aux capitaux propres, les sociétés moins liquides de l'échantillon de comparables n'échappent pas à cette situation.

Le *Price-to-Book* mesure la valeur de marché des fonds propres relativement à leur dernière valeur comptable connue. S'il apparaît que le prix d'Offre de 12 € par action est inférieur à l'actif net comptable par action (§ 3.3.1.1), nous constatons cependant que le *Price-to-Book* médian de l'échantillon de sociétés comparables retenu est de 0,4 (§ 3.3.3.4), ce qui confirme la tendance sectorielle d'un niveau de fonds propres cotés largement inférieurs aux fonds propres comptables.

3.3.3.4 Synthèse

Nous présentons ci-dessous les multiples obtenus, par rapport à l'EBITDA (§ 3.3.3.2), sur la base du cours moyen 1 mois à fin novembre 2012 des entités composant notre panel de comparables (§ 3.3.3.1) et à titre de recoupement, au *Price-to-Book* de ces mêmes comparables au 26 novembre 2012 (§ 3.3.3.3) :

Multiples boursiers		
Société	P/Book	EV / EBITDA
		2013e
Adolfo Dominguez SA	0,3x	4,0x
Charles Voegle Holding AG	0,4x	6,7x
Damartex SA	0,6x	3,5x
Etam Developpement	0,4x	2,3x
French Connection	0,4x	na/ns
KappAhl AB	1,7x	8,9x
Vet Affaires	0,2x	8,3x
Moyenne	0,6x	5,6x
Médiane	0,4x	5,3x

⁷⁴ Les sociétés Charles Voegle et French Connection ont été exclues de la régression statistique en raison de données imparfaites.

L'application du multiple médian⁷⁵ de 5,3x à l'EBITDA prévisionnel 2013 de la Société situe la valeur d'entreprise d'Orchestra Kazibao à un niveau de 107,4 M€, et sous déduction de l'endettement net de 66,5 M€, la valeur de ses fonds propres à **40,9 M€**.

La transposition du *Price to Book* médian des comparables de 0,4x à l'actif net comptable de la Société ramène la valeur de ses fonds propres à **28,8 M€**.

Les deux approches comparatives décrites ci-dessus conduisent ainsi à une fourchette de valeur par action de **8,1 €⁷⁶ à 11,6 €** :

	Multiples boursiers - 1 mois	
	P/Book	EV / EBITDA
	2012	2013e
Agrégats Orchestra Kazibao	75,8	20,1
Valeur d'entreprise		107,4
Dette Nette		66,5
Valeur des Fonds Propres	28,8	40,9
Valeur par action	8,1	11,6
Prime / décote sur prix d'Offre	47,5%	3,9%

3.3.4 Valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou *Discounted Cash-Flows (DCF)*

Parallèlement aux travaux menés sur la valorisation comparative, nous avons également recherché une valeur intrinsèque de la Société et du titre Orchestra Kazibao en actualisant, à compter du 1^{er} mars 2013, les flux de trésorerie prévisionnels issus du plan d'affaires 2012 – 2016 que nous a présenté le management.

3.3.4.1 Rappel des principes de la méthode DCF

La valeur d'une entreprise correspond aux flux nets de trésorerie prévisionnels destinés aux investisseurs, actualisés à un taux intégrant les risques et la valeur de l'argent dans le temps.

Dans la pratique, cette valeur d'entreprise est estimée sur la base des cash-flows libres futurs⁷⁷, lesquels sont actualisés à un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital (fonds propres et externes).

⁷⁵ Le recours à la médiane est de nature à relativiser l'impact des extrêmes.

⁷⁶ Par référence au nombre d'actions dilué ; la valeur *Price to Book* rapportée au nombre d'actions en circulation ressort à 7,3 €.

⁷⁷ Excédent brut d'exploitation ou EBITDA (*Earning Before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization*) équivalent au résultat d'exploitation (EBIT) avant charges calculées, retraité de la variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR) et des investissements (Capex).

Le calcul de la valeur résiduelle repose sur la capitalisation du cash-flow libre durable au coût du capital ; il table sur une hypothèse de continuité de l'exploitation à terme et tient compte d'une croissance à l'infini en phase avec la croissance attendue à long terme (méthode dite de Gordon Shapiro). Le taux d'actualisation s'appliquant pour la capitalisation des cash-flows libres correspond au coût moyen pondéré du capital (*Weighted Average Cost of Capital* ou «WACC ») combinant, s'il y a lieu, le coût des fonds propres et de la dette après impôts.

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, est ajoutée à la valeur d'entreprise des activités opérationnelles le cas échéant la valeur des actifs hors exploitation, et en est déduit l'endettement financier net.

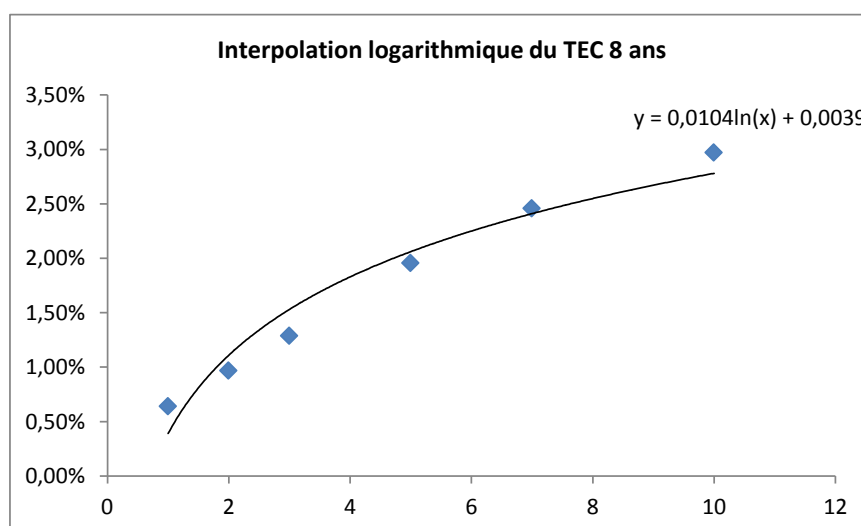
3.3.4.2 Taux d'actualisation

Le coût des fonds propres a été estimé directement à partir de la formule du MEDAF dont les composantes sont détaillées ci-après :

3.3.4.2.1 Taux sans risque

Le plan d'affaires utilisé comme référence pour nos travaux comporte en définitive une durée totale de 8 ans, dans la mesure où nous avons étiré la période explicite de prévisions 2012 – 2016 jusqu'en 2020 (§ 3.3.4.3.). L'indice TEC ne fournit pas d'information relative au taux sans risque pour une durée équivalente à 8 années ; nous avons donc procédé à une interpolation logarithmique à partir des moyennes

2 ans des indices TEC 1,2,3,5,7 et 10. L'application d'une durée de huit années à l'équation logarithmique obtenue fait ressortir un taux sans risque de **2,55%**⁷⁸ :



⁷⁸ 2,55% = $0,0104 \cdot \ln(8) + 0,0039$.

3.3.4.2.2 Prime de risque du marché

La prime de risque moyenne des principales valeurs françaises échangées (CAC 40) a été estimée à **8,82%**⁷⁹ ; on soulignera la difficulté d'apprécier la prime de marché dans la période de crise qui tend à perdurer.

3.3.4.2.3 Gearing

Le *gearing* se définit comme le poids de l'endettement financier net de la Société rapporté aux fonds propres. Il est utilisé pour le « réendettement » du beta moyen issu de l'échantillon de comparables, et pour déterminer le poids relatif de l'endettement et des fonds propres dans le volume de capitaux apportés.

Nous avons retenu un *gearing* cible de 100% = 1 correspondant au rapport entre l'endettement et les capitaux propres prévisionnels⁸⁰ actés dans le plan d'affaires⁸¹.

3.3.4.2.4 Beta

Nous avons recherché pour chacune des sociétés comparables, sur une période de 2 ans, le beta « désendetté » de l'action par rapport à son indice de référence, afin de tempérer les aléas boursiers. Nos bases de données renvoient une valeur du beta désendetté moyen de **0,84** :

Beta Désendetté	
Société	2-Y
Charles Voegele Holding AG	0,47
French Connection	3,69
Vet Affaires	0,42
Adolfo Dominguez SA	0,41
Etam Developpement	0,50
KappAhl AB	0,30
Damartex SA	0,07
Moyenne	0,84
Médiane	0,42

Le « réendettement » du beta a été effectué par application du *gearing* cible de la Société (§ 3.3.4.2.3) ; le beta « réendetté » de la Société ressort ainsi à **1,42**.

⁷⁹ Moyenne des données Small Cap Vision (8,82%) en date du 11 septembre 2012 calculée sur le CAC 40.

⁸⁰ Ce *gearing* correspond à la structure de financement *post* acquisition Prémaman ; en l'absence de valeur de marché de la dette, il se réfère à des agrégats comptables.

⁸¹ Soit un rapport de 50% entre :

- l'endettement financier net et le total [fonds propres + endettement financier net],
- ou entre les fonds propres et le total [fonds propres + endettement financier net] (§ 3.3.4.2.8).

3.3.4.2.5 Prime de risque spécifique

Nous avons retenu une prime de risque spécifique de 2% afin de tenir compte de plusieurs facteurs qui, bien que difficilement quantifiables, nous semblent significatifs dans l'appréciation du risque inhérent à l'environnement et au modèle économique d'Orchestra Kazibao ; en particulier :

- risque d'intégration de Prémaman, dont le retour à l'équilibre n'est prévu qu'à moyen terme ;
- marges d'exploitation du prêt-à-porter enfant de plus en plus faibles ;
- risque potentiel de défaut inhérent au niveau élevé d'endettement.

3.3.4.2.6 Coût de la dette

Nous avons calculé un coût de la dette en rapportant les charges financières de l'exercice N au stock de dette au début du même exercice N, sur la période de prévisions du plan d'affaires. Le coût moyen de l'endettement financier avant impôt ressort ainsi à près de 4%.

3.3.4.2.7 Taux d'imposition

Le taux d'impôt retenu en DCF s'établit à 30% ; il résulte d'un mix des niveaux d'imposition dans les zones d'implantation du Groupe et a été rapproché du taux effectif d'impôt sur la durée du plan d'affaires.

3.3.4.2.8 Synthèse

Le WACC utilisé pour l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie s'élève donc à 10% :

WACC	
Taux sans risque - Interpolation 8 ans	2,55%
Beta de l'actif économique	0,84
Beta réendetté	1,42
Prime de risque de marché	8,82%
Prime de risque spécifique	2,0%
Coût des fonds propres	17,1%
Coût de la dette	4,0%
Coût de la dette net d'IS	2,8%
D / (D+E)	50,0%
E / (D+E)	50,0%
WACC	10,0%

Dans la conjoncture actuelle qui ne facilite pas la fixation des composantes du taux d'actualisation, il nous paraît utile de rapprocher le WACC d'un taux de rendement implicite, que nous approchons par le rapport entre la moyenne des résultats attendus dans le plan d'affaires du management (§ 3.3.4.3.1) et la capitalisation boursière de la Société ; rapporté à l'actif économique de la Société pris dans son ensemble, ce taux de rendement attendu serait sensiblement supérieur au taux d'actualisation que nous retenons, ce qui corrobore la décote sur les fonds propres comptables d'Orchestra Kazibao (§ 3.3.3.4).

3.3.4.3 Plan d'affaires d'Orchestra Kazibao

3.3.4.3.1 Plan d'affaires du management 2012-2016

Le plan d'affaires élaboré par le management d'Orchestra Kazibao s'étend sur la période 2012-2016 ; la durée de la période explicite s'étend donc sur quatre années.

Le périmètre du plan d'affaires s'entend avec le groupe Prémaman, qui a rejoint Orchestra – Kazibao en 2012 (§ 3.2.2.3).

L'exposition d'Orchestra Kazibao aux fluctuations des cours du coton et du taux de change EUR / USD n'est pas modélisée dans les prévisions.

Le plan d'affaires intègre des frais de développement liés aux frais de collection de l'année ; ces frais⁸² sont activés l'année du lancement des collections et amortis intégralement l'année suivante (§ 3.2.2.4). Comme dans l'approche de valorisation par les multiples boursiers (§ 3.3.3.2) et en suivant la pratique des sociétés comparables, nous avons retraité dans le plan d'affaires les frais de collection, en considérant qu'ils devaient s'imputer directement, l'année même de leur survenance, sur les frais d'exploitation et contribuer à la formation de l'excédent brut d'exploitation à partir duquel les flux de trésorerie sont calculés.

Le plan d'affaires est sous-tendu par les hypothèses suivantes :

- des taux de croissance du chiffre d'affaires très élevés ; à titre d'information le taux de croissance annuel moyen entre 2012 et 2016 est de 21%. La généralisation de la Carte Club qui s'est opérée au prix d'importants efforts en matière de logistique, et l'intégration des activités de Prémaman contribuent au fort développement du volume d'activité ;
- la marge d'EBIT⁸³ ressortant du plan d'affaires est de 1,5% du chiffre d'affaires à la fin de l'exercice 2016, en progression constante sur la durée du plan ;
- un Besoin en Fonds de Roulement (BFR) moyen au début de la période de prévisions de 10% du chiffre d'affaires, qui se stabilise à 6,7% du chiffre d'affaires en 2016 ;
- des investissements décroissants passant de 14,5% du chiffre d'affaires en 2012 (acquisition de Prémaman) à 2,8% du chiffre d'affaires en 2016.

La problématique à laquelle le management sera confronté, dans le cadre de l'exécution du plan d'affaires, est le redressement de la marge d'EBIT, alors que :

- la mise en place de la Carte Club impacte positivement les volumes et *in fine* le niveau d'EBIT, mais a un effet moins favorable sur la marge d'EBIT relativement au chiffre d'affaires généré ;

⁸² De différentes natures (salaires, frais de déplacement,...).

⁸³ Après retraitement des frais de collection.

- l'intégration de Prémaman, dans le même registre, aura également une incidence positive sur le volume d'activités, mais un impact plus incertain sur la marge d'EBIT.

En synthèse, nous considérons que les hypothèses du plan d'affaires tel que présenté par le management et les aléas d'exécution confèrent à ces prévisions un caractère volontariste.

3.3.4.3.2 Extrapolation du plan d'affaires 2017-2020 et flux normatif

Nous avons extrapolé le plan d'affaires du management sur une période de transition de quatre années supplémentaires, dans le but de faire converger les flux de trésorerie futurs vers un niveau que nous considérons comme normatif, et de réduire mécaniquement le poids de la valeur terminale dans la valeur d'entreprise.

Les hypothèses sous-jacentes à cette extrapolation sont les suivantes :

- une convergence du taux de croissance du chiffre d'affaires de 10,9% en 2016 à un niveau normatif de 2% ;
- un taux de marge d'EBIT normatif progressant de 1,5% du chiffre d'affaires en 2016 à 2% en année terminale, en ligne avec les taux de marge anticipés par les analystes en charge du suivi des sociétés cotées de mon échantillon de comparables⁸⁴ ;
- un niveau de BFR normatif de 6,7% du chiffre d'affaires ;
- des amortissements en décroissance relativement au chiffre d'affaires, passant de 4,2% du chiffre d'affaires en 2016 à 2,8% en année terminale ; ce niveau est exactement en ligne avec les investissements qui représentent 2,8% du chiffre d'affaires en année terminale.

Le flux normatif, qui peut s'assimiler à un résultat d'exploitation (EBIT) fiscalisé minoré d'une variation de BFR résiduelle, extériorise un retour sur les capitaux employés (ROCE⁸⁵) de 7,6% inférieur au taux d'actualisation de 10% (§ 3.3.4.2.8), ce qui recèle une perte de valeur pour les actionnaires à l'horizon du plan d'affaires. Toutefois, le ROCE final en 2016 du plan d'affaires fourni par le management ressort à 4,3%, à comparer au ROCE normatif après extrapolation du plan d'affaires de 7,6% en 2020. L'amélioration implicite de la rentabilité dans le plan d'affaires étiré jusqu'en 2020 est *de facto* favorable aux actionnaires.

⁸⁴ Source : Infincials.

⁸⁵ Return On Capital Employed (EBIT fiscalisé / [capitaux employés = actif immobilisé + BFR]).

3.3.4.3.3 Synthèse de la valeur

L'analyse de la sensibilité de la valeur unitaire de l'action Orchestra Kazibao aux différents paramètres retenus dans la modélisation en DCF (taux d'actualisation, taux de croissance à l'infini et taux de marge d'EBIT normatif) conduit aux résultats suivants :

Analyse sensibilité valeur par action au WACC et taux de croissance

	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
9,0%	15,43	15,99	16,60	17,25	17,95
9,5%	12,85	13,31	13,81	14,33	14,90
10,0%	10,59	10,97	11,37	11,81	12,27
10,5%	8,58	8,90	9,24	9,59	9,97
11,0%	6,80	7,06	7,34	7,64	7,95

Analyse sensibilité valeur par action au taux de croissance et taux de marge d'EBIT normatif

	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
1,6%	6,47	6,72	6,98	7,26	7,56
1,8%	8,53	8,84	9,18	9,53	9,91
2,0%	10,59	10,97	11,37	11,81	12,27
2,2%	12,64	13,09	13,57	14,08	14,62
2,4%	14,70	15,22	15,77	16,35	16,98

Analyse sensibilité valeur par action au taux de marge d'EBIT normatif et WACC

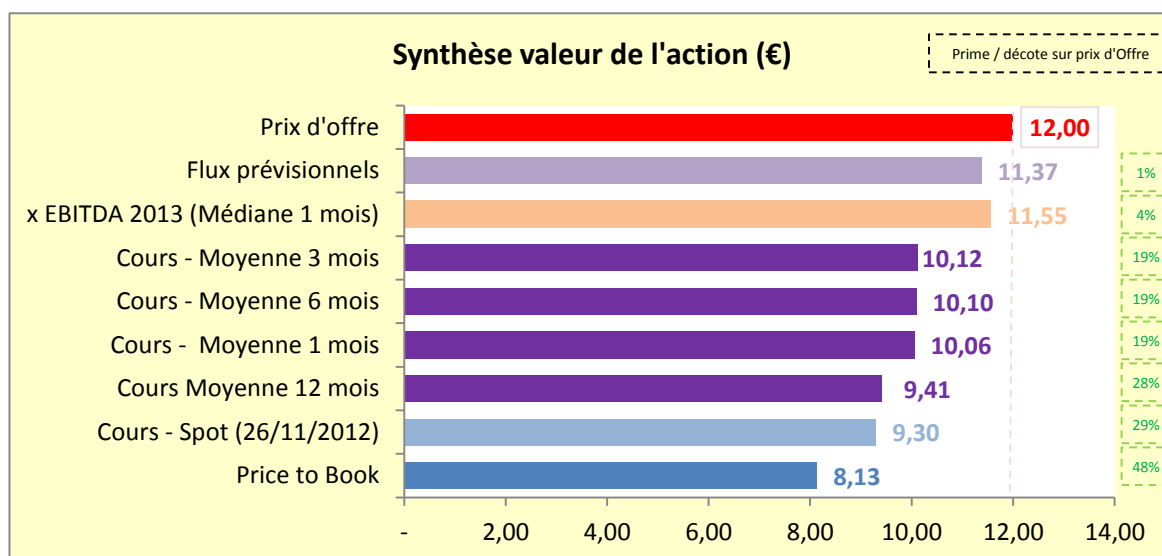
	9,00%	9,50%	10,00%	10,50%	11,00%
1,6%	11,17	8,94	6,98	5,26	3,73
1,8%	13,89	11,37	9,18	7,25	5,54
2,0%	16,60	13,81	11,37	9,24	7,34
2,2%	19,31	16,24	13,57	11,23	9,15
2,4%	22,03	18,68	15,77	13,21	10,96

Nous retiendrons à l'issue de ces analyses de sensibilité une fourchette réduite de valeurs unitaires du titre Orchestra Kazibao comprises entre 9 € et 14 €, avec une valeur centrale de 11,37 €.

3.4 Synthèse de la valorisation multicritères

Les valeurs obtenues à l'issue de notre évaluation multicritères sont résumées dans le tableau et les graphiques ci-dessous :

Synthèse							
	Multiples / Beta (DCF)	Agrégats (WACC)	VE (M€)	Dette financière nette	CP (M€)	Nombre d'actions	Prime / décote induite
Price to Book	0,4x	75,8			28,8	3 541 291	48%
Cours - Spot (26/11/2012)					32,9	3 541 291	29%
Cours Moyenne 12 mois					33,3	3 541 291	28%
Cours - Moyenne 1 mois					35,6	3 541 291	19%
Cours - Moyenne 6 mois					35,8	3 541 291	19%
Cours - Moyenne 3 mois					35,8	3 541 291	19%
x EBITDA 2013 (Médiane 1 mois)	5,3x	20,1	107,4	(66,5)	40,9	3 541 291	4%
Flux prévisionnels	1,42	10%	97,6	(57,3)	40,3	3 541 291	6%
Prix d'offre					42,5	3 541 291	



3.5 Analyse des éléments de valorisation de l'établissement présentateur

Nous avons examiné la restitution des travaux d'évaluation réalisés par ARKEON Finance.

Les méthodes d'évaluation que nous avons employées sont dans l'ensemble comparables à celles auxquelles a eu recours l'établissement présentateur, ce dernier mettant en œuvre, en sus, la méthode de la rente de *goodwill*.

Il ressort de la comparaison de nos travaux de valorisation avec ceux effectués par ARKEON Finance les principaux points suivants, étant précisé que l'établissement présentateur modélise la levée des options de souscription d'actions par la contrepartie de la trésorerie y afférente, tandis que nous utilisons la méthode de rachat d'actions au cours du jour de l'exercice (§ 3.1.3.2).

3.5.1 Valorisation analogique

La confrontation de la valorisation par les comparables boursiers appelle les commentaires ci-dessous, nos deux échantillons étant rigoureusement identiques :

- L'établissement présentateur valorise Orchestra Kazibao en fonction des multiples d'EBITDA 2013 et 2014 en année pleine. Nous avons pour notre part « calendarisé » les agrégats d'EBITDA des sociétés comparables pour les aligner sur la date d'arrêté des comptes annuels à fin février d'Orchestra Kazibao, et n'avons donc retenu que les multiples d'EBITDA 2013 ;
- La valeur selon les multiples d'EBITDA auxquels ARKEON Finance se réfère résulte d'une moyenne des multiples d'EBITDA médians 2013 et 2014. Les agrégats d'EBITDA 2014 des sociétés comparables font apparaître une croissance plus marquée pour l'année 2014, entraînant un tassement de la valorisation analogique au titre de cette même année. La valorisation analogique du titre Orchestra Kazibao par l'établissement présentateur est par conséquent moins élevée que celle ressortant de nos travaux ; la prise en compte du seul EBITDA 2013 ferait ressortir une valeur selon ARKEON Finance plus proche de celle que nous avons déterminée ;
- L'établissement présentateur considère, pour chaque année (2013 et 2014), une dette nette prospective de fin d'exercice. Nous retenons pour notre part une position de dette nette de début d'exercice, considérant que l'actif économique et l'endettement net de début d'exercice contribuent à la génération du flux annuel.

3.5.2 Valorisation intrinsèque

L'examen comparé de l'application de la méthode de l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie met également en exergue quelques divergences entre l'établissement présentateur et l'expert indépendant, notamment dans le niveau des paramètres structurant le modèle DCF (taux d'actualisation et taux de croissance) ; nos hypothèses, toutes choses égales par ailleurs, augmentent la valeur du titre, dans la mesure où :

- le taux d'actualisation retenu par ARKEON Finance est de 11,4%, le nôtre de 10% ;
- nous retenons un taux de croissance à l'infini de 2% *versus* 1% pour ARKEON Finance.

Sur un plan plus méthodologique, l'établissement présentateur tronque l'horizon explicite du plan d'affaires communiqué par le management de la Société, en ne retenant que les trois premières années de prévisions (jusqu'en février 2015) :

- au-delà, ARKEON Finance extrapole le plan d'affaires jusqu'en février 2022 avec un flux normatif correspondant à une marge d'EBIT de 2,5% du chiffre d'affaires ;
- nous avons retenu l'intégralité de la période explicite de prévisions du plan d'affaires de la Société jusqu'en février 2017, puis l'avons extrapolée jusqu'en février 2021, avec un flux normatif correspondant à une marge d'EBIT de 2% du chiffre d'affaires.

En outre, le classement par ARKEON Finance des frais de collection en investissements, que nous avons pour notre part intégrés en charges d'exploitation, tend à majorer la valeur terminale déterminée par l'établissement présentateur, si l'on considère qu'à l'infini les dotations aux amortissements égalisent les investissements.

Les résultats de la rente de *goodwill* calculée à titre de recoupement par l'établissement présentateur confirment le principe d'une décote sur les fonds propres comptables⁸⁶.

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux de l'établissement présentateur est présentée ci-après :

	Ledouble SA	Arkeon Finance
DCF	9€ - 14€	8,5€ - 16,8€
Valeur centrale DCF	11,37 €	12 €
Comparables boursiers	11,55 €	7,10 €
Cours de bourse - spot à 12 mois	9,30€ - 10,12€	8,57€ - 10,09€
Price-to-Book	8,13 €	7,90 €

⁸⁶ 11,9 € par action ; nous observons que la base de calcul de la rente de *goodwill*, qui est une moyenne sur la période 2012 à 2014 de l'excédent brut d'exploitation net d'impôt, s'entend hors frais de collection, qui ont été traités par ARKEON Finance en investissements ; le retraitement de ces dépenses en flux d'exploitation, tel que nous l'avons opéré, conduirait à une valeur par action sensiblement inférieure au prix d'offre.

3.6 Observations complémentaires

3.6.1 Absence de complément de prix

Le contrat de cession d'actions admises aux négociations sur un marché réglementé conclu le 12 juillet 2011 entre le cédant Grand Wish Limited et les cessionnaires Financière Mestre et M. Jean-Claude Yana dispose que :

- les actions cédées sont transférées aux cessionnaires en contrepartie d'un prix par action cédée égal à 6 €, en ligne avec le prix de l'OPA ;
- en cas de dépôt d'une Offre Publique d'Acquisition, à tout moment dans le délai de 12 mois à compter de la date de signature du contrat au 12 juillet 2011, le cédant aura droit à un complément de prix dont le montant sera égal à la différence positive, si elle existe, entre le prix offert et 6 €.

Compte tenu de la date de l'annonce de l'OPRA le 27 novembre 2012, ce dispositif ne trouve plus à s'appliquer.

Par ailleurs, nous n'avons pas relevé de disposition susceptible de remettre en cause l'objectivité du prix de 12 € proposé dans le cadre de la présente Offre, ou de constituer un complément de prix au profit de tel ou tel actionnaire.

3.6.2 Relution des actionnaires n'apportant pas leurs titres à l'Offre

L'OPRA respecte les intérêts des actionnaires qui décideraient ne pas apporter leurs titres à l'Offre, dans la mesure où l'annulation par la Société des titres auto-détenus avant l'Offre et de ceux apportés à l'Offre aurait un impact relatif sur l'actionnariat en place en termes de bénéfice net par action ; à titre informatif, nous avons chiffré cet impact relatif à environ 0,5 € par action sur l'exercice en cours 2012, en tablant sur l'apport de titres à l'Offre à concurrence du plafond de 10% des actions en circulation :

Effet relatif sur le BNPA de l'annulation des titres détenus au titre du programme de rachat d'actions et de l'Offre

Nombre d'actions en circulation au 26 novembre 2012	A	3 910 019
Nombre d'actions autodétenues au titre du programme de rachat d'actions	B	-374 154
Nombre d'actions concernées par l'Offre (10% du capital social)	C	-391 002
Nombre d'actions amenées à être annulées à l'issue de l'Offre	D = B + C	-765 156
Nombre d'actions composant le capital à l'issue de l'Offre	E = A - D	3 144 863
Résultat net prospectif au 28 février 2013 (K€)		8 124
Bénéfice Net par Action pré-Offre (€)		2,08
Bénéfice Net par Action post-Offre (€)		2,58
Effet relatif sur Bénéfice Net Par Action (BNPA)		0,51

3.7 Conclusion

A l'issue de nos travaux de valorisation du titre Orchestra Kazibao, nous retenons les points suivants :

- Le prix de l'Offre de 12 € extériorise une prime sur l'ensemble des critères d'évaluation que nous avons retenus ;
- Dans un environnement concurrentiel tendu, la restructuration suivant l'acquisition de Prémaman en 2012, est de nature à peser sur les performances de la Société avant de produire son plein effet, et pourrait décaler la réalisation des *cash-flows* futurs tels qu'ils ont été cadencés dans le plan d'affaires.

Dans ce contexte, nous sommes d'avis que le prix proposé de 12 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant volontairement leurs titres aux fins de bénéficier de la liquidité qui leur est offerte, dans le cadre d'une Offre facultative pour les actionnaires d'Orchestra Kazibao.

Fait à Paris, le 18 décembre 2012.

Olivier CRETTE

Dominique LEDOUBLE

ANNEXES

- Programme de travail détaillé et rémunération de l'expert Annexe 1
- Principales étapes de l'expertise Annexe 2
- Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par l'expert Annexe 3
- Principales sources d'information exploitées Annexe 4
- Composition de l'équipe Annexe 5
- Liste des expertises et analyses financières réalisées par Ledouble SA Annexe 6
- Profitabilité historique de la Société et des comparables Annexe 7
- Présentation des comparables Annexe 8

Annexe 1 : Programme de travail détaillé et rémunération de l'expert

1. Travaux préliminaires et prise de connaissance

- revue de presse et recherches documentaires
- analyse de l'Offre et de son cadre juridique
- étude de l'évolution historique du titre de la Société
- entretiens avec le management et l'établissement présentateur
- échanges avec l'établissement présentateur sur les bases de valorisation

2. Travaux de valorisation

- revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants de la Société au travers des décisions d'assemblées, des rapports de gestion et des délibérations du conseil d'administration
- constitution d'un panel de « comparables »
- approches d'évaluation multicritères (références boursières et prévisionnelles)
- recherche de transactions comparables

3. Rapport d'expertise indépendante

- réunions et entretiens téléphoniques
- rédaction d'une lettre de mission et d'une proposition de lettre d'affirmation destinées au management de la Société
- rédaction de l'attestation d'équité
- administration et supervision de la mission

4. Rémunération de l'expert

Le montant des honoraires aux termes de la lettre de mission de l'expert en date du 14 novembre 2012 portant sur la présente Offre s'établit à 50.000 € (hors taxes).

Annexe 2 : Principales étapes de l'expertise

- **Novembre**

⇒ Semaine du 12 novembre au 18 novembre :

- Contacts préalables
- Exploitation des informations publiques disponibles
- Examen de l'évolution du cours de bourse de la Société jusqu'à l'annonce de l'Offre

⇒ Semaine du 19 novembre au 25 novembre :

- Contacts, réunion et entretiens avec le management de la Société
- Demandes d'informations
- Examen des premiers éléments de valorisation

⇒ Semaine du 26 novembre au 2 décembre :

- Désignation de l'expert par le Conseil d'administration et proposition de lettre de mission
- Constitution d'un panel de sociétés comparables et recherche de transactions comparables
- Exploitation des informations recueillies comprenant le plan d'affaires, et mise en œuvre d'une évaluation multicritères
- Demandes d'informations complémentaires

- **Décembre**

⇒ Semaine du 3 décembre au 9 décembre :

- Contacts, entretiens et point d'étape avec l'établissement présentateur
- Travaux d'évaluation multicritères
- Rédaction de la trame du rapport d'expertise indépendante
- Demandes d'informations complémentaires

⇒ Semaine du 10 décembre au 16 décembre :

- Point d'étape avec l'établissement présentateur et étude de ses éléments de valorisation
- Exploitation du projet de note d'information
- Levée des points en suspens
- Finalisation et transmission du texte de la lettre d'affirmation
- Transmission du projet de rapport d'expertise indépendante
- Finalisation du rapport d'expertise indépendante

⇒ Semaine du 17 décembre au 22 décembre :

- Contacts avec les représentants de la Société et de l'établissement présentateur
- Délivrance de l'attestation d'équité en vue du conseil d'administration et du dépôt de la note d'information auprès de l'AMF.

Annexe 3 : Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par l'expert

1) SOCIETE

Orchestra Kazibao

Jean-Claude Yana	Conseiller du Président
------------------	-------------------------

2) INITIATEUR ET CONSEILS

ARKEON Finance

Karen Beberac	Analyste Financier
Gilbert Ferrand	Responsable de la Recherche
Mathieu Jasmin	Analyste Financier
Jean-Pierre Tabart	Analyste Financier

Dolfi Missika Minchella Sicsic & Associés

Philippe Missika	Avocat Associé
Cornelia Emmerlich	Avocat

3) COMMISSAIRES AUX COMPTES

Axiome Audit

Steve Amat	Associé
------------	---------

PricewaterhouseCoopers Audit

Céline Darnet	Associée
Luc Deschamps	Associé

Annexe 4 : Principales sources d'information exploitées

Notes d'information de l'OPA et de l'OPRA

- Note de présentation de l'Offre publique d'achat visant les actions de la société Orchestra Kazibao initiée par la Financière Mestre et M. Jean-Claude Yana, agissant de concert, présentée par ARKEON Finance
- Note d'information en réponse de la société Orchestra Kazibao relative à l'offre publique d'achat visant les actions de la société Orchestra Kazibao initiée par la Financière Mestre et M. Jean-Claude Yana, agissant de concert, présentée par ARKEON Finance
- Rapport de l'expert indépendant dans le cadre de l'Offre publique d'achat visant les actions Orchestra Kazibao initiée par la Financière Mestre et M. Jean-Claude Yana, agissant de concert, présentée par ARKEON Finance
- Versions successives du projet de note d'information établi par Orchestra Kazibao relative à la présente Offre et éléments de valorisation de l'établissement présentateur.

Documentation juridique de la Société

- Conventions de cessions d'actions relatives aux sociétés anonymes Prémaman, Babyland Distribution et Babydis du 27 juin 2012.
- Contrat de cession d'actions admises aux négociations sur un marché réglementé conclu le 12 juillet 2001 entre Grand Wish Limited Le Cédant, et Financière Mestre et M. Jean-Claude Yana, Les Cessionnaires
- Procès-verbaux des Conseils d'Administration de 2009 à 2012
- Procès-verbaux des Assemblées Générales de 2008 à 2012 et projets de résolutions de l'Assemblée Générale Extraordinaire du 14 janvier 2013
- Extrait Kbis au 15 novembre 2012 et statuts au 2 février 2011
- Liste des bénéficiaires d'options de souscription au 26 novembre 2012
- Contrat de crédit multidevises à terme et renouvelable du 18 juillet 2008 et avenants n°1 du 18 juillet 2008 et n°2 du 18 juillet 2008 y afférents.
- Etat des privilèges et des inscriptions au greffe du tribunal de commerce
- Contrat de liquidité du titre et relevé de titres historisé dans le cadre du contrat de liquidité – Situation au 26 novembre 2012
- Bilan social 2011 et 2010.

Documentation comptable et financière de la Société

- Rapport financier semestriel du 31 août 2012 et au 31 août 2011
- Rapport d’audit des commissaires aux comptes sur les comptes semestriels consolidés condensés – Période du 1^{er} mars 2012 au 31 août 2012
- Rapports de gestion des exercices clos :
 - le 29 février 2012
 - le 28 février 2011
 - le 28 février 2010
 - le 29 février 2008
- Comptes annuels consolidés des exercices clos :
 - le 29 février 2012
 - le 28 février 2011
 - le 28 février 2010
 - le 29 février 2008
- Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes sociaux et consolidés des exercices clos le 29 février 2012 et le 28 février 2011
- Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés de l’exercice clos le 28 février 2010, le 29 février 2008
- Plan d’affaires 2012 – 2016 du management.

Documentation sectorielle

- Communiqués Xerfi :
 - « Le marché du prêt-à-porter enfant poursuit sa mue », 5 novembre 2012
 - « La distribution de prêt-à-porter enfant – Perspectives du marché à l’horizon 2013 – Analyse du jeu concurrentiel et des axes de développement », octobre 2012
- Insee : Estimations de population, Projections de population de 2007 à 2060
- Reuters : « Nouvelle année noire attendue pour le prêt-à-porter en 2013 », 29 novembre 2012
- Note d’information relative à l’offre publique de rachat par Etam Développement portant sur 2.857.142 actions Etam Développement en vue de la réduction de son capital (visa de l’AMF du 11 mai 2010)
- Note d’information relative à l’offre publique de rachat par Vet’Affaires portant sur 350.000 actions Vet’ Affaires en vue de la réduction de son capital (visa de l’AMF du 4 juin 2009)
- Recommandation AMF n° 2012-16 – Arrêté des comptes 2012.

- Thomson One
- InFinancials
- Xerfi

Informations en ligne

- <http://www.orchestra-kazibao.com/informations-financieres>⁸⁷
- <http://www.amf-france.org/>⁸⁸
- http://cib.natixis.com/presentation/official_rate.aspx⁸⁹
- <http://www.boursorama.com/cours.phtml?symbole=1rPKAZI>⁹⁰
- <http://www.ifm-paris.com/>⁹¹
- <http://www.insee.fr>⁹²

⁸⁷ Site de la Société.

⁸⁸ Site de l'AMF.

⁸⁹ Site de Natixis.

⁹⁰ Site de Boursorama.

⁹¹ Site de l'Institut Français de la Mode.

⁹² Site de l'INSEE.

Annexe 5 : Composition de l'équipe

Ledouble SA est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. A ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine au cours des quatre années écoulées figurent en **annexe 6**. Ledouble SA est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

Dominique LEDOUBLE (62 ans), Président de Ledouble SA

- HEC, expert-comptable et commissaire aux comptes, docteur en droit
- A fondé Ledouble SA (anciennement CDL) en 1993 après avoir été Directeur du Développement à la Fiduciaire de France puis associé de Salustro-Reydel
- Président de la Fédération Française des Experts en Evaluation (FFEE)
- Fondateur et Président d'honneur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI)
- Membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV)
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante ou de commissariat aux apports ou à la fusion
- Professeur associé au CNAM et chargé de cours à Sciences-Po

Olivier CRETTE (48 ans), Associé

- EM Lyon, expert-comptable et commissaire aux comptes, docteur en sciences de gestion
- Membre du Comité directeur de l'APEI
- Membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV)
- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes
- Conduit régulièrement des missions d'attestation d'équité et d'évaluation portant sur des opérations publiques ou privées
- Chargé d'enseignement au CNAM, à l'IAE de Paris et à l'Université Paris IX – Dauphine

Nicolas POUPET (29 ans)

- Master en sciences de gestion (finance) de l'université Paris Dauphine
- Master II Finance de l'IAE de Paris
- Expert-comptable stagiaire
- Intervient dans des missions de commissariat aux apports et à la fusion et des attestations d'équité

Marc de LA BEDOYERE (26 ans)

- Master en sciences de gestion (finance) de l'université Paris Panthéon-Sorbonne
- Master Spécialisé Ingénierie Financière de l'EM Lyon
- Intervient dans des missions de commissariat aux apports et à la fusion et des attestations d'équité

-=-

Agnès PINIOT (46 ans), Associée en charge de la revue indépendante

Agnès Piniot n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de la présente expertise ; elle est intervenue au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble SA conformément à l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08 du 25 juillet 2006.

- MSTCF, Université Paris IX – Dauphine, Expert-comptable et commissaire aux comptes, Expert en finance près la Cour d'Appel de Versailles
- Membre de l'APEI
- Membre de la Commission « Evaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes
- Conduit régulièrement des missions d'évaluation portant sur des opérations publiques ou privées, ainsi que des interventions d'assistance aux litiges à caractère privé

Annexe 6 : Liste des dernières expertises et analyses financières réalisées par Ledouble SA

<u>Année</u>	<u>Société concernée</u>	<u>Etablissement présentateur</u>
<u>2012</u>	<u>Leguide.com</u>	<u>Natixis</u>
<u>2011</u>	<u>Xiring</u>	<u>Oddo Corporate Finance</u>
<u>2011</u>	<u>Eurosic</u>	<u>BNP Paribas</u>
<u>2011</u>	<u>Maurel et Prom Nigeria</u>	<u>=</u>
<u>2011</u>	<u>Metrologic</u>	<u>HSBC</u>
<u>2011</u>	<u>Merci Plus</u>	<u>Oddo Corporate Finance</u>
<u>2011</u>	<u>Stallergenes</u>	<u>Deutsche Bank</u>
<u>2010</u>	<u>Initiative & Finance Investissement</u>	<u>Rothschild & Cie Banque</u>
<u>2010</u>	<u>Sperian Protection</u>	<u>Lazard et Deutsche Bank</u>
<u>2010</u>	<u>Sodifrance</u>	<u>Portzamparc</u>
<u>2010</u>	<u>Radiall</u>	<u>Oddo Corporate Finance</u>
<u>2009</u>	<u>Foncière Développement Logements</u>	<u>Société Générale et CA LYON</u>
<u>2009</u>	<u>L'Inventoriste</u>	<u>Dexia Securities France</u>
<u>2009</u>	<u>GiFi</u>	<u>SGCIB</u>
<u>2009</u>	<u>Homair Vacances</u>	<u>Arkeon Finance</u>
<u>2008</u>	<u>Keyrus</u>	<u>CA LYON</u>
<u>2008</u>	<u>Réponse</u>	<u>Rothschild Transaction R</u>
<u>2008</u>	<u>SASA</u>	<u>Oddo Corporate Finance</u>
<u>2008</u>	<u>Sodexo</u>	<u>Lazard</u>
<u>2008</u>	<u>Alain Afflelou</u>	<u>Lazard</u>
<u>2008</u>	<u>CEDIP</u>	<u>Oddo Corporate Finance</u>
<u>2007</u>	<u>HF COMPANY</u>	<u>Europe Offering</u>
<u>2007</u>	<u>TOUAX</u>	<u>Société Générale</u>
<u>2007</u>	<u>XRT</u>	<u>BNP Paribas</u>
<u>2007</u>	<u>Aufeminin.com</u>	<u>BNP Paribas</u>
<u>2007</u>	<u>Cross Micropole</u>	<u>Oddo Corporate Finance</u>
<u>2007</u>	<u>Lucia</u>	<u>BNP Paribas</u>
<u>2007</u>	<u>Buffalo grill</u>	<u>Rothschild et IXIS CB</u>
<u>2007</u>	<u>APEM</u>	<u>Société Générale</u>

Annexe 7 : Profitabilité historique d'Orchestra Kazibao et des sociétés comparables

Return on Equity (ROE)				Return on Capital employed (ROCE)				EBITDA / Sales (EBITDA margin)				EBIT / Sales (EBIT margin)					
Company name	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	
Adolfo Dominguez SA	2,9%	0,8%	(3,4%)	(7,3%)	4,9%	3,9%	(3,1%)	(11,0%)	10,9%	11,1%	6,3%	1,1%	3,5%	2,9%	(2,4%)	(8,5%)	
Charles Voegelé Holding AG	3,1%	(2,8%)	3,9%	(28,7%)	7,6%	0,7%	7,5%	(21,3%)	8,5%	5,4%	9,1%	(2,1%)	4,0%	0,3%	3,1%	(11,2%)	
Damartex SA	6,8%	10,9%	15,4%	7,4%	8,4%	15,7%	15,6%	7,3%	3,6%	5,1%	5,3%	3,9%	2,0%	3,5%	3,9%	2,2%	
Etam Développement	2,1%	5,9%	5,7%	2,2%	9,4%	8,4%	8,7%	5,9%	9,0%	4,6%	8,5%	7,4%	5,2%	4,1%	4,1%	2,8%	
French Connection	(12,6%)	(11,5%)	12,3%	7,3%	(28,8%)	(24,7%)	22,5%	9,6%	0,1%	3,7%	5,7%	3,0%	(7,5%)	(3,5%)	4,1%	1,9%	
KappAhl AB	63,9%	65,3%	70,8%	11,8%	24,5%	19,6%	20,2%	7,6%	18,9%	15,6%	15,4%	8,9%	14,1%	10,8%	10,8%	4,5%	
Vet Affaires	5,5%	3,4%	12,6%	3,3%	11,0%	8,6%	30,6%	7,5%	7,0%	5,3%	9,5%	5,4%	5,1%	2,7%	7,8%	2,9%	
	Mean	10,2%	10,3%	16,8%	(0,6%)	5,3%	4,6%	14,6%	0,8%	8,3%	7,3%	8,5%	3,9%	3,8%	3,0%	4,5%	(0,8%)
	Median	3,1%	3,4%	12,3%	3,3%	8,4%	8,4%	15,6%	7,3%	8,5%	5,3%	8,5%	3,9%	4,0%	2,9%	4,1%	2,2%
Orchestra Kazibao	6,5%	4,3%	1,4%	7,8%	4,9%	1,7%	1,5%	7,0%	9,6%	10,7%	9,2%	8,7%	3,5%	1,2%	1,2%	2,9%	

Annexe 8 : Présentation des comparables⁹³

Adolfo Dominguez SA

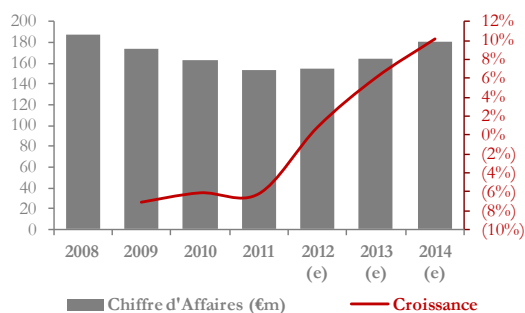
⇒ Présentation :

Adolfo Dominguez est une société espagnole engagée dans le *design*, la fabrication, le marketing et la distribution de vêtement et accessoires pour hommes, femmes et enfants ainsi que dans la distribution de mobilier de maison.

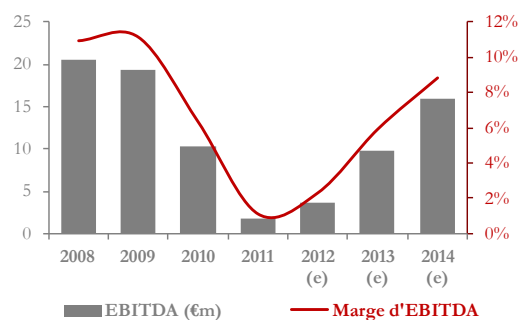
Début 2012, la société écoule ses produits à travers 469 magasins et est présente, entre autres, en Argentine, Belgique, Chine, Panama, Mexique, Etats-Unis, France, Israël, Japon, Pérou, Portugal, Grande Bretagne et Allemagne.

⇒ Profil financier :

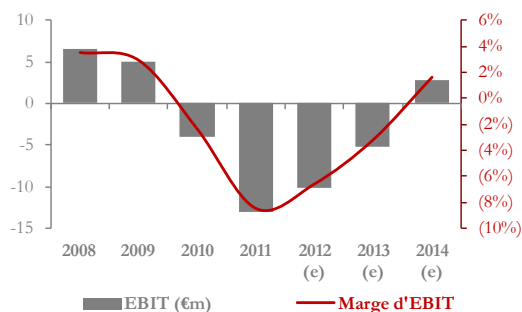
Chiffre d'affaires - Croissance



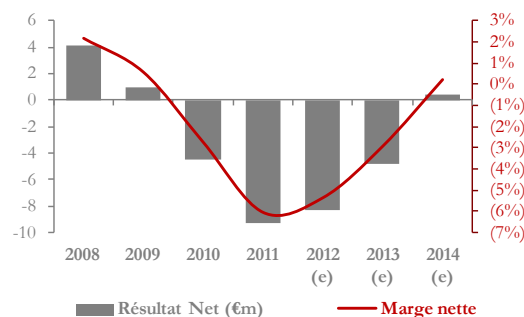
EBITDA - Marge d'EBITDA



EBIT - Marge d'EBIT



Résultat net - Marge nette



⁹³ Les présentations et données sont issues de Reuters et d'Infinancials

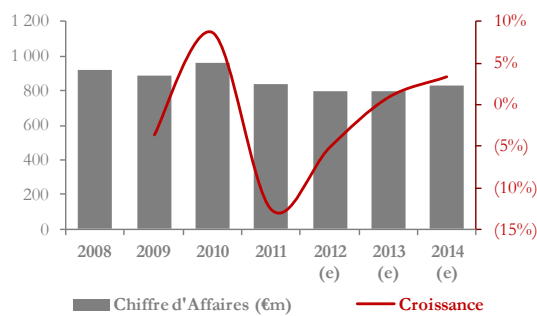
Charles Voegele Holding AG

⇒ Présentation :

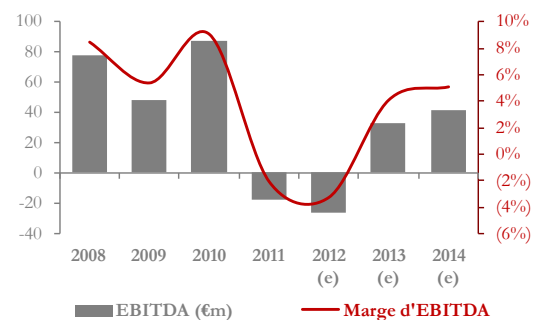
Charles Voegele Holding AG est une société suisse créée en 1955. Elle commercialise des vêtements pour hommes, femmes et enfants. Les cibles principales sont les hommes et les femmes de plus de 40 ans. Cependant, la société cherche à se diversifier. Elle a accédé aux marchés réglementés en 1999.

⇒ Profil financier :

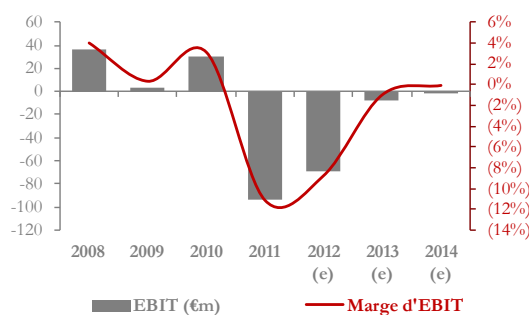
Chiffre d'affaires - Croissance



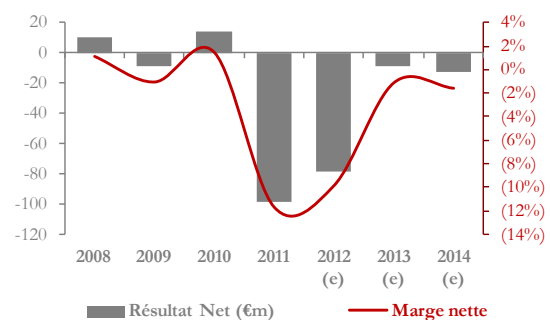
EBITDA - Marge d'EBITDA



EBIT - Marge d'EBIT



Résultat net - Marge nette



Damartex

⇒ Présentation :

Damartex figure parmi les principaux distributeurs européens de vêtements et d'accessoires pour seniors. Les produits du groupe sont vendus sous les marques Afibel, Damart, Damart Sport, Happy D. by Damart, Maison du Jersey, Jours heureux, Sedagyl et Delaby. L'activité du groupe s'organise autour de 3 familles de produits :

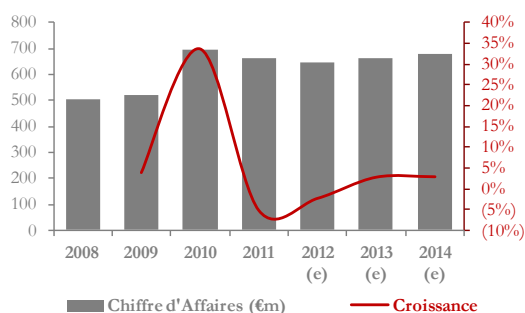
- vêtements pour hommes et femmes ;
- sous-vêtements ;
- accessoires : chaussures, sacs, bonnets, gants, etc.

Le groupe propose également des accessoires de maison et des produits de bien-être.

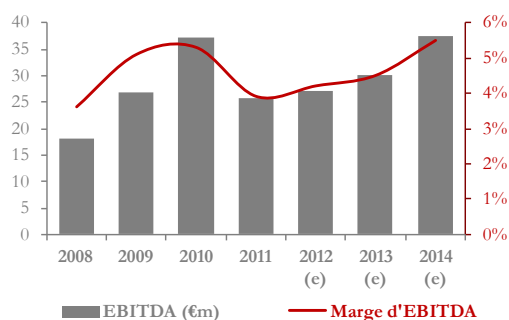
A fin juin 2011 (date de clôture des comptes annuels), la commercialisation des produits est assurée au travers de la vente par catalogue (71,8% du chiffre d'affaires), de la vente en magasin (24,5% du chiffre d'affaires) et de la vente en ligne (3,7% du chiffre d'affaires).

⇒ Profil financier :

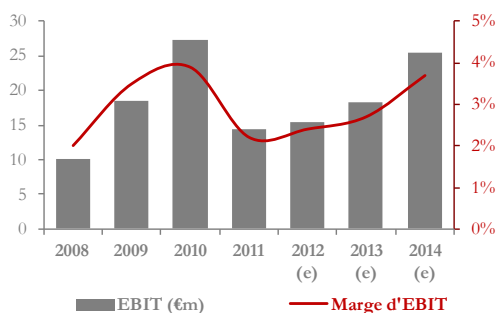
Chiffre d'affaires - Croissance



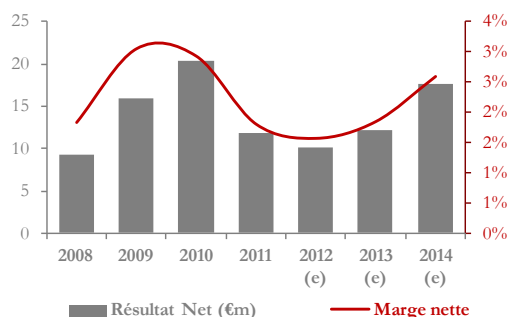
EBITDA - Marge d'EBITDA



EBIT - Marge d'EBIT



Résultat net - Marge nette



Etam Developpement SCA

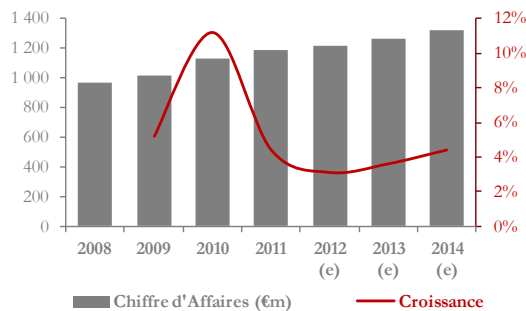
⇒ Présentation :

Orientée vers une clientèle féminine, Etam est une société française de *design* et de distribution de prêt-à-porter.

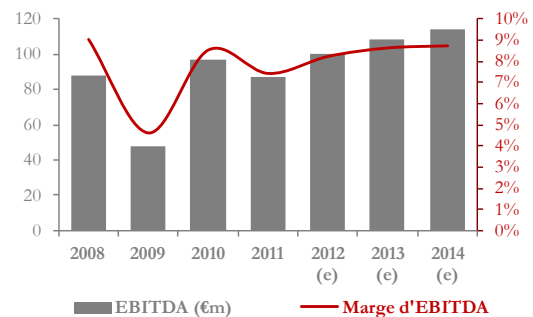
La société écoule ses produits à travers 900 points de vente en Europe, 3.000 magasins en Chine et via un réseau international de franchise.

⇒ Profil financier :

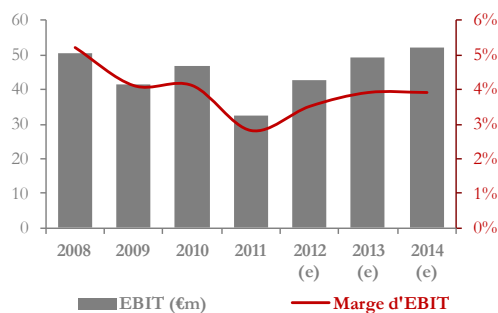
Chiffre d'affaires - Croissance



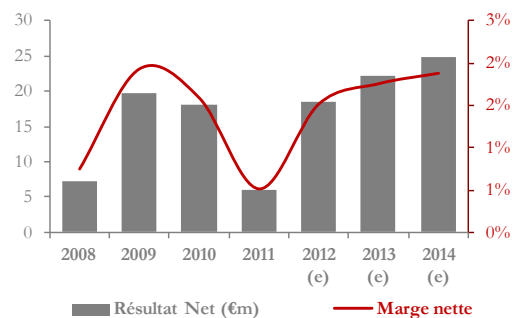
EBITDA - Marge d'EBITDA



EBIT - Marge d'EBIT



Résultat net - Marge nette



French Connection

⇒ Présentation :

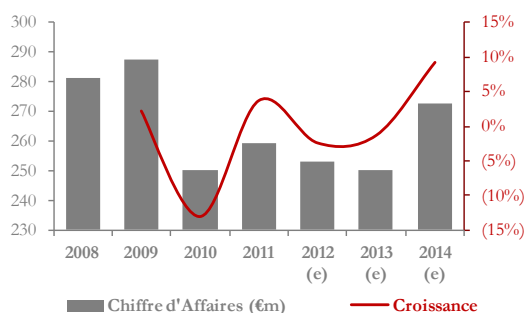
French Connection conçoit, produit et distribue des vêtements pour hommes et femmes dans près de 50 pays. Sa marque principale, « French Connection », représente plus de 90% de ses ventes et est distribuée dans des boutiques, dont le groupe est propriétaire, en Europe, aux Etats-Unis et au Canada.

Le groupe s'organise autour de 5 segments :

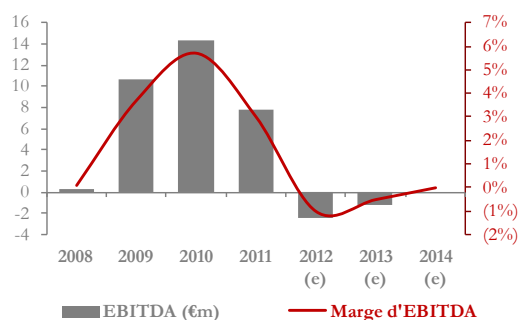
- UK/Europe Retail : vêtements *fashion* et accessoires via des boutiques, des concessions et internet ;
- UK/Europe Wholesale : vêtements *fashion* et accessoires via des grands magasins, des magasins multimarques et des franchisés ;
- North America Retail : vêtements *fashion* et accessoires via des boutiques et internet ;
- North America Wholesale : vêtements *fashion* et accessoires via des magasins multimarques.
- Hong Kong Wholesale : vêtements *fashion* et des accessoires via son bureau à Hong Kong à des grands magasins et d'opérateurs agréés.

⇒ Profil financier :

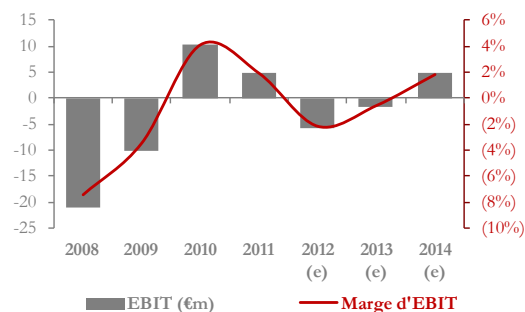
Chiffre d'affaires - Croissance



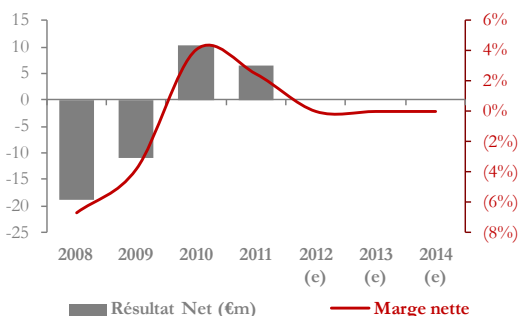
EBITDA - Marge d'EBITDA



EBIT - Marge d'EBIT



Résultat net - Marge nette



Vet Affaires SA

⇒ Présentation :

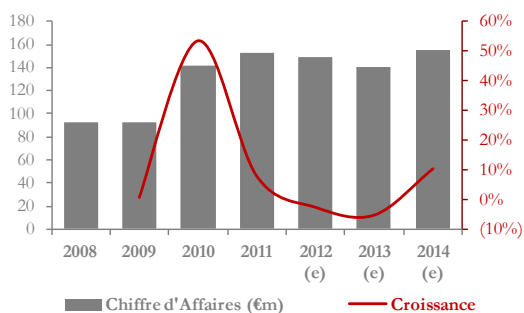
Vet Affaires est une chaîne de distribution de prêt-à-porter pour hommes, femmes et enfants, de linge de maison et d'accessoires. La société distribue ses produits dans plus de 100 magasins en France.

La société opère à travers 4 filiales :

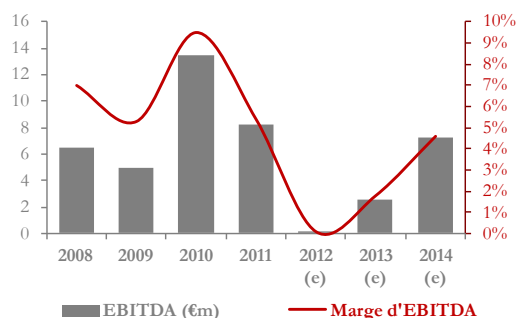
- SARL PMDIS ;
- SARL Central'Vet ;
- SAS YVET ;
- Et SARL Formavet.

⇒ Profil financier :

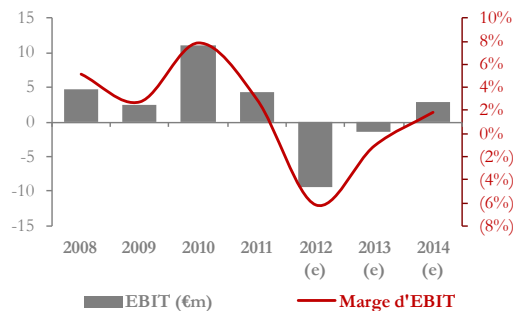
Chiffre d'affaires - Croissance



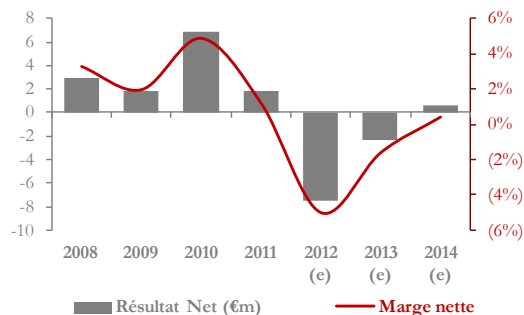
EBITDA - Marge d'EBITDA



EBIT - Marge d'EBIT



Résultat net - Marge nette



KappAhl AB

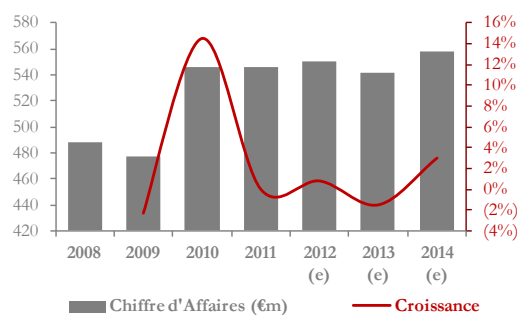
⇒ Présentation :

KappAhl est une société suédoise engagée dans le *design*, le marketing et la vente de vêtements et accessoires ; centrée sur le segment femme 30-50 ans, elle propose aussi des produits pour les hommes et les enfants.

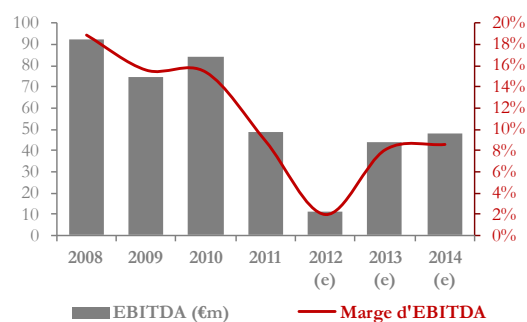
Fin 2012, la société dispose de 388 magasins dans 5 pays (Suède : 165 ; Norvège : 103 ; Finlande : 62 ; Pologne : 53 ; République Tchèque : 5).

⇒ Profil financier :

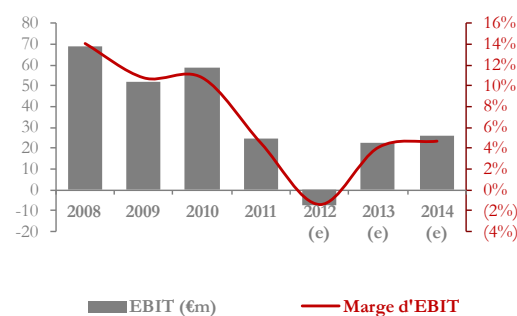
Chiffre d'affaires - Croissance



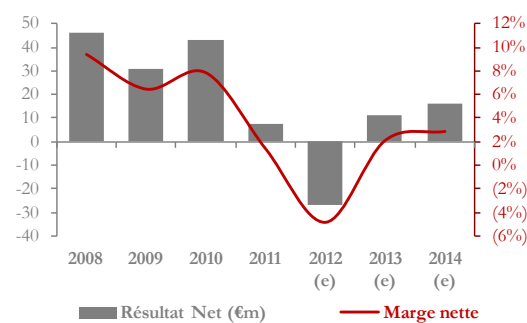
EBITDA - Marge d'EBITDA



EBIT - Marge d'EBIT



Résultat net - Marge nette



4. Avis motivé du Conseil d'administration de la Société

Au cours de la séance du 19 décembre 2012, le Conseil d'administration de la Société, après avoir pris connaissance (i) de l'ensemble des termes de l'opération envisagée, telle que présentée dans le présent projet de note d'information relative à l'Offre, (ii) des éléments d'appréciation du prix offert établis par ARKEON Finance, (iii) de l'engagement irrévocable de non apport de la Société Financière Mestre détenant 45,96% de son capital et des membres du Concert groupe familial MESTRE détenant 46,68% de son capital, (iv) du rapport du cabinet LEDOUBLE SA, représenté par Monsieur Dominique LEDOUBLE et Monsieur Olivier CRETTE, en qualité d'expert indépendant en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF concluant au caractère équitable du prix offert dans le cadre de l'Offre projetée et (v) de l'engagement des membres des Concerts Groupe familial Mestre et Gotlib de neutraliser une partie de leurs droits de vote afin de ne pas peser sur l'approbation de la résolution relative à cette opération (annulation des titres autodétenus et annulation des titres rachetés dans le cadre de l'Offre)⁹⁴, a considéré à l'unanimité de tous ses membres présents ou représentés, que :

- l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires ;
- aucun impact n'est attendu en matière d'emploi du fait de cette opération, aucun changement au sein de la direction en place n'étant notamment envisagé à l'issue de l'Offre, et la Société entend poursuivre son activité dans la continuité de la stratégie actuellement suivie.

Le Conseil a constaté que cette opération constitue une opportunité offerte aux actionnaires qui le souhaitent, d'obtenir une liquidité de leurs actions à un prix représentant une prime de 19,70% sur le cours moyen sur un mois pondéré par les volumes au 26 novembre 2012. Le Conseil a noté par ailleurs que l'Offre préserve également l'intérêt des actionnaires qui souhaiteront continuer à accompagner ORCHESTRA-PREMAMAN puisqu'ils bénéficieront d'un effet relutif sur le bénéfice net par action 2012 estimé à 12% (dans l'hypothèse d'un nombre d'actions apportées à l'Offre égal au nombre d'actions visées par celle-ci).

En conséquence, le Conseil a décidé le lancement d'une réduction de capital, par le biais d'une offre publique de rachat portant sur un nombre maximum de 391.002 actions de la Société, soit 10% du capital, à un prix de 12 euros par actions, pour un montant global et maximum de 4,7 millions d'euros, sous réserve (i) du vote par l'Assemblée Générale Mixte du 14 janvier 2013 de la résolution relative à l'autorisation de procéder à ladite réduction de capital (ii) de l'obtention de la part de l'Autorité des marchés financiers d'une décision de dérogations aux dépôts d'une offre publique obligatoire par la Société Financière Mestre et le Concert Groupe familial Mestre d'une part du fait de l'accroissement de leurs participations en capital de plus de 2%, et par le Concert Gotlib d'autre part du fait du franchissement du seuil de détention de 30% en capital ainsi qu'à raison de l'accroissement de sa participation en capital de plus de 2% (iii) du caractère définitif de décision de dérogations obtenue.

⁹⁴ En s'engageant irrévocablement à répartir leurs droits de vote dans les conditions suivantes :

- deux tiers des voix pour l'adoption de la résolution ;
- un tiers des voix contre l'adoption de cette résolution.

Monsieur Marcel et Monsieur Charles GOTLIB ont déclaré partager, en leurs qualités de membres du Conseil d'Administration, pleinement l'avis favorable des autres membres du Conseil d'administration quant à l'intérêt de la mise en œuvre de cette offre publique de rachat sous les réserves précitées. En revanche, en leur qualité de membres du Concert Gotlib, ils ont précisé que les membres du Concert Gotlib n'ont pas arrêté de décision commune quant à l'apport éventuel d'actions à cette Offre et que chaque membre s'est réservé la possibilité d'apporter ou non tout ou partie de ses actions à l'Offre⁹⁵.

Enfin, le Conseil a confirmé sa volonté d'annuler concomitamment à la réduction de capital à l'Offre 374.154 actions auto-détenues représentant 9,57% du capital. Un nouveau Conseil d'Administration se tiendra pour constater la réalisation des conditions définitives susvisées et mettre en œuvre l'offre publique de rachat.

⁹⁵ Néanmoins, en date du 11 janvier 2013, le Concert Gotlib a déclaré son intention d'apporter 10% de sa participation à l'Offre soit 115.605 titres.

5. Informations relatives à la Société

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 ORCHESTRA-PREMAMAN seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Ces informations qui feront l'objet d'un document d'information spécifique établi par la Société, seront disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de ORCHESTRA-PREMAMAN (<http://www.orchestra-kazibao.com/informations-financieres/>) et pourront être obtenues sans frais auprès de : ARKEON Finance, 27 rue de Berri, 75008 Paris.

6. Personne assumant la responsabilité de la note d'information

6.1 Pour la présentation de l'Offre

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, ARKEON Finance, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'il a examinée sur la base des informations communiquées par les Initiateurs et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

M. Cédric POUZET
Directeur Général Adjoint
ARKEON Finance

6.2 Pour la Société

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

M. Pierre MESTRE
Président Directeur Général