

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

PORTANT SUR LES ACTIONS DE LA SOCIETE



INITIEE PAR LA SOCIETE FINORA

PRESENTEE PAR



PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR FINORA

PRIX DE L'OFFRE

23 euros par action Etam Développement

DUREE DE L'OFFRE

Le calendrier de l'offre publique sera déterminé par l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») conformément à son Règlement général



Le présent projet de note d'information a été déposé le 3 septembre 2013 auprès de l'AMF conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-16 et 231-18 de son Règlement général. Le présent projet de note d'information a été établi par Finora et engage la responsabilité de ses signataires.

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

Le présent projet de note d'information est disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais auprès de Finora 149 avenue Louise, Ixelles – 1050, Bruxelles, Belgique et de Natixis (47, quai d'Austerlitz - 75013 Paris).

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Finora seront mises à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF. Un communiqué de presse sera publié conformément aux dispositions de l'article 221-3 du Règlement général de l'AMF afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

1. PRESENTATION DE L'OFFRE	3
1.1 Motifs et contexte de l'Offre	4
1.2 Intention de l'Initiateur pour les douze mois à venir	5
1.3 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'Offre	6
2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE.....	6
2.1 Termes de l'Offre	6
2.2 Titres visés par l'Offre	6
2.3 Modalités de l'Offre	7
2.4 Procédure de présentation des actions à l'Offre	8
2.5 Calendrier indicatif de l'Offre	8
2.6 Coûts et modalités de financement de l'Offre	9
2.7 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	9
2.8 Régime fiscal de l'Offre	10
2.9 Droit applicable.....	15
3. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE	15
3.1 Choix des méthodes d'évaluation	15
3.2 Eléments financiers utilisés pour les travaux d'évaluation	17
3.3 Appréciation de l'Offre au regard des différents critères d'évaluation retenus.....	20
3.4 Synthèse des éléments d'appréciation de l'Offre	27
4. MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A L'INITIATEUR	28
5. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION	28
5.1 Initiateur	28
5.2 Etablissement présentateur	29

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement de l'article 233-1, 1° du Règlement général de l'AMF, la société Finora, société anonyme de droit belge au capital de 1 000 000 d'euros, dont le siège social est situé 149 avenue Louise, Ixelles – 1050, Bruxelles, Belgique, identifiée au Registre du commerce de Bruxelles sous le numéro d'entreprise 0812.682.925 (« **Finora** » ou l'« **Initiateur** »), agissant de concert avec les membres du Concert (tel que ce terme est défini ci-dessous), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Etam Développement, société en commandite par actions au capital de 12 169 313 euros, dont le siège social est situé 78, rue de Rivoli – 75004 Paris, enregistrée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro 308 382 035 RCS Paris (« **Etam Développement** » ou la « **Société** »), d'acquérir dans les conditions décrites ci-dessous (l'« **Offre** ») la totalité des actions de la Société non-détenues par le Concert.

Les actions Etam Développement sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000035743, mnémonique TAM.

Finora est une société holding dont 100% du capital et des droits de vote sont détenus par la famille Milchior. À la date du présent projet d'Offre, Finora détient 2 773 680 actions de la Société représentant 34,75% de son capital et 24,07% de ses droits de vote. Par ailleurs, la famille Milchior détient directement 1 448 932 actions de la Société représentant 18,15% de son capital et 22,86% de ses droits de vote.

La famille Milchior agit de concert avec la famille Tarica (le « **Concert** »). Le Concert détient, à ce jour, 5 419 317 actions de la Société représentant 67,89% de son capital et 67,34% de ses droits de vote (le détail de la répartition du capital et des droits de vote au sein du Concert est décrit au paragraphe 1.1.1 ci-dessous).

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, le projet d'Offre est présenté par Natixis qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.1 Motifs et contexte de l'Offre

1.1.1 Contexte de l'Offre

Le tableau ci-dessous présente la répartition du capital de la Société à l'issue de l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire des actionnaires du 30 mai 2013 :

	Actions		Droits de vote	
	nb	%	nb	%
Famille Milchior	1 448 932	18,15%	2 634 864	22,86%
FINORA ⁽¹⁾	2 773 680	34,75%	2 773 680	24,07%
Sous-total famille Milchior	4 222 612	52,90%	5 408 544	46,93%
Famille Tarica	1 196 705	14,99%	2 352 910	20,42%
Sous-total Concert	5 419 317	67,89%	7 761 454	67,34%
Inteco ⁽²⁾	583 037	7,30%	1 166 074	10,12%
Linto ⁽²⁾	564 275	7,07%	1 128 550	9,79%
Auto-détention	0	0,00%	0	0,00%
Public	1 415 918	17,74%	1 469 172	12,75%
TOTAL	7 982 547	100,00%	11 525 250	100,00%

(1) Finora est détenue par la famille Milchior.

Source Etam Développement

(2) Holding financier de droit américain contrôlé par la famille Lindemann.

Le 3 septembre 2013, la Société a déposé une offre publique d'achat simplifiée portant sur 798 254 actions Etam Développement réalisée dans le cadre du programme de rachat d'actions autorisé par l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire des actionnaires du 30 mai 2013 (l'« **OPAS Rachat d'actions** ») au même prix que celui de l'Offre, soit 23 euros par action Etam Développement. L'OPAS Rachat d'actions sera ouverte le 3 octobre 2013 et clôturée le 16 octobre 2013.

Finora s'est engagée à conserver au moins 399 128 actions (5% du capital) sur la totalité des actions de la Société qu'elle acquerra dans le cadre de l'Offre. Les actions de la Société acquises par Finora dans le cadre de l'Offre au-delà de 399 128 pourront être apportées par Finora à l'OPAS Rachat d'actions, dans la limite maximum de 10% du capital.

1.1.2 Motifs de l'Offre

L'objectif de l'Offre est d'offrir aux actionnaires de la Société une liquidité satisfaisante que le marché, dans le contexte actuel, ne parvient pas à leur offrir.

Les capacités financières de la Société au regard de ses besoins présents et à venir ne lui permettant pas de faire une offre publique de rachat d'actions portant sur une part supérieure à 10% du capital social de la Société, la famille Milchior a accepté de compléter l'offre de liquidité faite par la Société dans le cadre de l'OPAS Rachat d'actions. En conséquence, l'Offre précède l'OPAS Rachat d'actions afin de permettre à tous les actionnaires de la Société de pouvoir céder leurs actions Etam Développement dans des conditions satisfaisantes et notamment sans risque de réduction.

1.1.3 Historique des participations de l'Initiateur sur les douze derniers mois

Ni l'Initiateur, ni la famille Milchior, ni aucun membre du Concert n'a acquis d'actions de la Société au cours des 12 derniers mois précédant le dépôt de l'Offre, ni n'a conclu de contrat ou acquis d'instruments lui permettant d'acquérir des actions de la Société à sa seule initiative.

Le nombre d'actions et de droits de vote de la Société détenus au jour du dépôt de l'Offre par l'Initiateur, la famille Milchior et les membres du Concert figure au paragraphe 1.1.1 ci-dessus.

1.2 Intention de l'Initiateur pour les douze mois à venir

Stratégie

L'Offre n'entraîne pas de changement de contrôle de la Société. La famille Milchior restera l'actionnaire majoritaire grâce aux actions de la Société détenues directement par la famille Milchior et indirectement au travers de la société Finora.

La famille Milchior a l'intention, à l'issue de l'Offre, de poursuivre l'activité de la Société dans la continuité de la stratégie actuellement suivie. Il est prévu de poursuivre l'activité de la Société dans ses métiers actuels et l'Offre ne devrait avoir aucun impact sur la politique commerciale, industrielle et financière de l'entreprise.

Emploi – Composition des organes sociaux et de direction après l'Offre

L'Initiateur n'envisage pas de changement au sein de la direction en place et l'Offre n'aura aucun impact en matière d'emploi.

Statut juridique de la Société

Il n'est pas envisagé de modifier les statuts de la Société à la suite de l'Offre.

Maintien de la cotation des actions de la Société à l'issue de l'Offre

L'Initiateur a l'intention de maintenir l'admission des actions de la Société aux négociations sur Euronext Paris à l'issue de l'Offre. Ainsi, l'Initiateur n'envisage pas de demander à l'AMF le retrait obligatoire de la Société ni de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait.

Distribution de dividendes

L'Initiateur n'a pas l'intention de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société.

Synergies, gains économiques et perspectives d'une fusion

L'Offre ne s'inscrivant pas dans le cadre d'un projet de rapprochement avec d'autres sociétés, il n'existe pas de synergies ou d'économies qui lui soient liées. En outre, pour les mêmes raisons, aucune perspective de fusion n'est envisagée dans le cadre de l'Offre.

1.3 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'Offre

La société Inteco, détenant 583 037 actions de la Société représentant 7,30% du capital et 10,12% des droits de vote, s'est engagée auprès de l'Initiateur à ne pas apporter à l'Offre les actions de la Société qu'elle détient.

La société Linto, détenant 564 275 actions de la Société représentant 7,07% du capital et 9,79% des droits de vote, s'est engagée auprès de l'Initiateur à ne pas apporter à l'Offre les actions de la Société qu'elle détient.

M. George Lindemann, détenant 2 424 actions de la Société représentant 0,03% du capital et 0,02% des droits de vote, s'est engagé auprès de l'Initiateur à ne pas apporter à l'Offre les actions de la Société qu'il détient.

Les sociétés Inteco et Linto ainsi que M. George Lindemann se sont également engagés à ne pas apporter à l'OPAS Rachat d'actions les actions de la Société qu'ils détiennent.

2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

2.1 Termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13 et suivants du Règlement général de l'AMF, Natixis, en qualité d'établissement présentateur et agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 3 septembre 2013 le projet d'Offre auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique d'achat volontaire.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société, à acquérir toutes les actions de la Société visées par l'Offre qui seront apportées à l'Offre, au prix de 23 euros par action, pendant une période de 10 jours de négociation.

Conformément à l'article 213-13 du Règlement général de l'AMF, Natixis garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

2.2 Titres visés par l'Offre

Il est rappelé qu'à la date du présent projet de note d'information, l'Initiateur détient 2 773 680 actions de la Société, représentant 34,75% du capital et 24,07% des droits de vote de la Société.

Par ailleurs, l'Initiateur est membre, avec la famille Milchior et la famille Tarica, du Concert qui détient 5 419 317 actions de la Société représentant 67,89% du capital et 67,34% des droits de vote de la Société.

L'Offre porte sur l'intégralité des actions de la Société émises et non détenues par le Concert susvisé soit, à la date du présent projet de note d'information, 2 563 230 actions de la Société représentant 32,11% du capital et 32,66% des droits de vote de la Société (sous réserve des engagements de pas apporter à l'Offre décrits au paragraphe 1.3 ci-dessus).

2.3 Modalités de l'Offre

Le présent projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 3 septembre 2013. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du Règlement général de l'AMF, le projet de note d'information tel que déposé auprès de l'AMF est tenu gratuitement à la disposition du public aux sièges de Finora et Natixis et a été mis en ligne sur le site Internet de l'AMF.

En outre, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du projet de note d'information a été diffusé par l'Initiateur le 3 septembre 2013.

Le présent projet d'Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF publiera sur son site internet une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette déclaration de conformité emportera visa de la note d'information et ne pourra intervenir qu'après le dépôt d'un projet de note en réponse par la Société incluant notamment le rapport de l'expert indépendant désigné en application des dispositions de l'article 261-1 I du Règlement général de l'AMF. La note d'information ayant ainsi reçu le visa de l'AMF et les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur seront, conformément à l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, tenues gratuitement à la disposition du public auprès de Natixis et de l'Initiateur, au plus tard à la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur le site internet de l'AMF.

Un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et NYSE Euronext publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

Dans ces conditions, l'Offre sera ouverte pendant une durée de 10 jours de négociation. Un calendrier prévisionnel est présenté au paragraphe 2.5 ci-dessous.

L'Offre est soumise au droit français.

2.4 Procédure de présentation des actions à l'Offre

Les actionnaires de la Société dont les actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (établissements de crédit, entreprises d'investissement, etc.) et qui souhaitent apporter leurs actions de la Société à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre d'apporter à l'Offre conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par cet intermédiaire.

Les actions de la Société inscrites en compte sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre.

L'Offre s'effectuant par achats dans le marché, le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, trois jours de négociation après chaque exécution, les frais de négociation (à savoir les frais de courtage et la TVA y afférente) restant en totalité à la charge de l'actionnaire apportant ses titres à l'Offre. Le membre du marché acheteur agissant pour le compte de l'Initiateur est Natixis.

Il est précisé qu'aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers par le biais desquels les actionnaires auront apporté leurs actions de la Société à l'Offre.

Les actions de la Société apportées à l'Offre doivent être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit et restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute action de la Société apportée qui ne répondrait pas à cette condition.

2.5 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et NYSE Euronext publiera un avis annonçant les principales caractéristiques de l'Offre.

Le calendrier ci-dessous est présenté à titre purement indicatif.

3 septembre 2013	Dépôt du projet de note d'information auprès de l'AMF.
3 septembre 2013	Publication du communiqué de dépôt du projet de note d'information sur les sites internet de l'AMF et de la Société.
3 septembre 2013	Publication du projet de note d'information sur les sites internet de l'AMF et de la Société.
17 septembre 2013	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa sur la note d'information.
18 septembre 2013	Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF et de la Société de la note d'information visée, ainsi que des documents « Autres informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société et de l'Initiateur.

	Publication d'un communiqué sous forme d'avis financier précisant les modalités de mise à disposition de la note d'information visée et des documents d'information relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société et de l'Initiateur.
19 septembre 2013	Ouverture de l'Offre (10 jours de négociation).
2 octobre 2013	Clôture de l'Offre.
3 octobre 2013	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre. Ouverture de l'OPAS Rachat d'actions.
16 octobre 2013	Clôture de l'OPAS Rachat d'actions.
29 octobre 2013 au plus tard	Publication par NYSE Euronext de l'avis de résultat de l'OPAS Rachat d'actions. Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'OPAS Rachat d'actions.

2.6 Coûts et modalités de financement de l'Offre

2.6.1 Frais liés à l'Offre

Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, y compris les frais d'acquisition, les honoraires et frais de ses conseils financiers, juridiques, comptables ainsi que les frais de publicité, en ce compris les frais relatifs au financement de l'Offre, est estimé à environ [●] euros (hors taxes).

2.6.2 Modalités de financement

Le coût théorique total maximum de l'Offre, incluant les frais visés au paragraphe 2.6.1 du présent projet de note d'information et prenant pour hypothèse un apport de 100% des actions de la Société visées par l'Offre (tel que prévu au paragraphe 2.2 du présent projet de note d'information) dans les conditions visées ci-dessus, est estimé à [●] euros. Compte tenu des engagements de non apport à l'Offre des sociétés Inteco, Linto et de M. George Lindemann décrits au paragraphe 1.3 du présent projet de note d'information, le coût réel total maximum de l'Offre incluant les frais est estimé à [●] euros.

Sur la base de ce coût réel maximum de [●] euros, le financement de l'Offre est assuré par recours à un crédit bancaire auprès du groupe Natixis.

2.7 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France. L'Offre n'a fait l'objet d'aucune formalité, d'aucun enregistrement ou visa en dehors de France et aucune mesure ne sera prise en vue d'un tel

enregistrement ou d'un tel visa. Le présent projet de note d'information n'est donc pas destiné à être diffusé dans des pays autres que la France.

Le présent projet de note d'information et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre de vente ou d'achat de valeurs mobilières ou une sollicitation d'une telle offre dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale ou à toute personne à laquelle une telle offre ou sollicitation ne pourrait être valablement faite.

Les titulaires d'actions Etam Développement en dehors de France ne peuvent pas participer à l'Offre sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet. En effet, la participation à l'Offre et la distribution du présent projet de note d'information peuvent faire l'objet de réglementations spécifiques ou de restrictions particulières, applicables conformément aux législations qui y sont en vigueur hors de France. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation depuis un pays où l'Offre ferait l'objet de telles restrictions. En conséquence, les personnes en possession du présent projet de note d'information 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 et/ou de valeurs mobilières dans l'un de ces pays. La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des règles locales et restrictions qui lui sont applicables.

2.8 Régime fiscal de l'Offre

En l'état actuel de la législation française, le régime fiscal applicable à l'Offre est décrit ci-dessous.

L'attention des titulaires d'actions de la Société qui participeront à l'Offre est toutefois attirée sur le fait que ces informations ne constituent qu'un simple résumé du régime fiscal en vigueur n'ayant pas vocation à constituer une étude exhaustive au regard tant de la description que des conséquences fiscales susceptibles de s'appliquer et qu'il convient d'étudier leur situation personnelle avec leur conseiller fiscal habituel. Ce résumé est fondé sur les dispositions légales françaises et conventionnelles actuellement en vigueur. Il est ainsi susceptible d'être affecté par d'éventuelles modifications de ces dispositions et de leur interprétation par les autorités fiscales compétentes (avec ou sans effet rétroactif).

Les personnes n'ayant pas leur domicile fiscal en France doivent en outre se conformer à la législation fiscale en vigueur dans l'État de ce domicile fiscal, compte tenu de la convention fiscale signée entre la France et cet État, s'il en est.

2.8.1 Titulaires d'actions de la Société, personnes physiques résidents fiscaux de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé, et ne réalisant pas des opérations de bourse à titre habituel

2.8.1.1 *Impôt sur le revenu en principal*

(A) Régime de droit commun

La plus-value de cession des actions de la Société réalisée par les actionnaires personnes physiques dans le cadre de l'Offre, directement ou indirectement, par l'intermédiaire d'une société interposée (notamment, société relevant de l'impôt sur le revenu exerçant une activité civile d'acquisition et de gestion d'un portefeuille-titres) ou d'une fiducie, entre dans la détermination du revenu global imposable de ces derniers. Elle est soumise au barème progressif de l'impôt sur le revenu (article 150-0 A et suivants du Code Général de Impôts (« CGI »)) composé de tranches d'impositions allant de 0% à 45%, applicables en fonction de l'importance du revenu net global imposable et de la situation personnelle et familiale du contribuable.

La plus value de cession imposable est déterminée (i) par différence entre le prix de l'Offre et le prix de revient fiscal des actions de la Société majoré des frais d'acquisition, (ii) le résultat ainsi obtenu étant réduit d'un abattement variable selon la durée de détention des actions cédées, qui est de :

- 20% pour les actions détenues depuis deux ans au moins et moins de quatre ans à la date de cession ;
- 30% pour les actions détenues depuis quatre ans au moins et moins de six ans à la date de cession ; et
- 40% pour les actions détenues depuis six ans au moins à la date de cession.

Cette durée de détention est décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des actions de la Société, sauf cas particuliers énoncés à l'article 150-0 D 1 du CGI.

Les moins-values subies lors de la cession d'actions de la Société dans le cadre de l'Offre, s'il en est, ne sont imputables que sur les gains de même nature réalisés au cours de l'année de cession et des dix années suivantes (article 150-0 D 11° du CGI).

L'apport des actions de la Société à l'Offre mettra fin à un éventuel sursis ou report d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures au regard de ces actions.

(B) Option de certains dirigeants et salariés pour une imposition forfaitaire (article 200A, 2 bis du CGI)

Par dérogation au régime de droit commun, la plus value réalisée à l'occasion de la cession des actions apportées à l'Offre peut être imposée au taux forfaitaire de 19%, sur option fiscale de l'actionnaire concerné, sous certaines conditions tenant notamment (i) à l'exercice par ce dernier d'une fonction de direction ou d'une activité salariée au sein de la Société de manière continue au cours des cinq années précédant la cession, rémunérée à plus de 50% de ses revenus professionnels et (ii) à la détention par ce dernier, directement ou par personne interposée ou avec son groupe familial, de manière continue au cours des cinq années précédant la cession, de droits dans la Société (a) ayant représenté de manière continue pendant au moins deux ans au cours des dix années précédant la cession 10% au moins des droits de vote ou des droits dans les bénéfices sociaux de la Société et (b) représentant à la date de la cession 2% au moins des droits de vote ou des droits dans les bénéfices sociaux de la Société.

Une option pour ce régime est exclusive de l'abattement pour durée de détention ci-dessus.

(C) Actions de la Société détenues dans le cadre d'un plan d'épargne en actions (« PEA »)

Les titulaires d'actions de la Société dans le cadre d'un PEA pourront participer à l'Offre.

Le PEA ouvre droit à une exonération d'impôt sur le revenu sur la plus value de cession à condition (i) que le produit de cession soit réinvesti dans le PEA pendant la durée du plan et (ii) qu'aucun retrait ou rachat total ou partiel du PEA ne soit effectué avant l'expiration d'un délai de 5 ans à compter de l'ouverture de ce plan. Dans le cas contraire, l'imposition du gain net global réalisé dans le cadre du plan, depuis son ouverture, est soumise à l'impôt sur le revenu (i) au taux de 22,5 % si le retrait ou le rachat du PEA a lieu avant l'expiration de la deuxième année et (ii) au taux de 19 % si le retrait du PEA intervient entre deux et cinq ans.

Les moins-values de cession, s'il en est, ne sont ni imputables ni reportables sur des plus-values de même nature éventuellement réalisées hors du PEA.

2.8.1.2 Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus (article 223 sexiès du CGI)

Les contribuables passibles de l'impôt sur le revenu sont en outre soumis à une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus applicable si leur revenu fiscal de référence, incluant la plus value de cession des actions de la Société, excède certaines limites.

Cette contribution s'élève à :

- 3% pour la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 250.000 et 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction comprise entre 500 000 et 1 000 000 d'euros pour les contribuables soumis à imposition commune ;

- 4% pour la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction supérieure à 1.000.000 d'euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

2.8.1.3 Prélèvements sociaux (article L 245-16 du Code de la Sécurité Sociale)

La plus value de cession est en outre assujettie aux prélèvements sociaux (les « **Prélèvements Sociaux** ») au taux global de 15,5%, soit :

- 8,2% au titre de la contribution sociale généralisée (« **CSG** »),
- 0,5% au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale,
- 4,8% au titre du prélèvement social et de sa contribution additionnelle, et
- 2% au titre du prélèvement de solidarité.

Ces prélèvements sont dus sur la plus value imposable à l'impôt sur le revenu, mais avant abattement pour durée de détention ci-dessus, s'il en est, et quel que soit le régime applicable en matière d'impôt sur le revenu (taux progressif ou forfaitaire, ou exonération).

Toutefois, en matière de PEA, l'assiette des Prélèvements Sociaux s'apprécie au regard de la situation nette globale du PEA à la date du retrait ou de la clôture du PEA et selon que ces événements interviennent avant l'expiration de la cinquième année, entre la cinquième et la huitième année ou au-delà de la huitième année.

La CSG est déductible du revenu global, à hauteur de 5,1% de la plus value imposable avant abattement pour durée de détention ci-dessus, au titre de l'année de son paiement, sauf imposition à un taux forfaitaire ou exonération de la plus value.

Les titulaires d'actions de la Société sont invités à étudier leur situation au regard des Prélèvements Sociaux avec leur propre conseil fiscal.

2.8.2 Titulaires d'actions de la Société soumis à l'impôt sur les sociétés

Sont concernées par le régime ci-après les sociétés dont le siège social est situé en France ainsi que celles dont le siège social est situé hors de France titulaires d'actions de la Société rattachables à un établissement stable ou une base fixe situé(e) en France.

2.8.2.1 Régime de droit commun

Les plus-values réalisées et les moins-values subies à l'occasion de la cession des actions de la Société sont en principe comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun (actuellement 33,1/3%). Certaines personnes morales sont susceptibles de bénéficier d'un taux réduit de 15% dans la limite de 38.120 euros (article 219-I b du CGI)

L'impôt sur les sociétés est majoré d'une contribution sociale de 3,3% assise sur cet impôt diminué d'un abattement de 763 000 euros par période de douze mois, sous réserve des exonérations prévues dans certaines conditions (article 235 ter ZC du CGI).

Les redevables de l'impôt sur les sociétés réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 250 000 000 euros (hors taxes) sont en outre assujettis à une contribution exceptionnelle de 5% assise sur cet impôt (article 235 ter ZAA du CGI).

Les moins-values réalisées lors de la cession actions de la Société dans le cadre de l'Offre viennent, en principe, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun. Il est en outre précisé que l'apport des actions à l'Offre est susceptible de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires concernés dans le cadre d'opérations antérieures.

2.8.2.2 Régime spécial des plus-values à long terme (actions de la Société qui constituent des titres de participation)

Les cessions d'actions de la Société détenues depuis deux ans au moins et entrant dans la catégorie fiscale et comptable des titres de participation sont exonérées d'impôt sur les sociétés sauf réintégration, dans les résultats imposables au taux de droit commun, de 12% du montant brut de la plus-value réalisée, au titre d'une quote-part forfaitaire de frais et charges (article 219 I-a *quinquies* du CGI).

Les actions de la Société constitutives de titres de participation sont (i) les actions revêtant ce caractère sur le plan comptable, (ii) les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par une entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que (iii) les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères (tel que défini aux articles 145 et 216 du CGI) si ces 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.

2.8.3 Titulaires d'actions de la Société non-résidents fiscaux français

Sous réserve des dispositions d'une convention fiscale internationale, s'il en est, signée entre la France et l'Etat de leur domicile fiscal, sont imposables en France sur la plus value de cession des actions de la Société :

- au taux de 45%, les titulaires d'actions de la Société autres que ceux visés ci-après qui sont (i) des personnes physiques non domiciliées en France au sens de l'article 4B du CGI, ou (ii) des personnes morales ou organismes quelle qu'en soit la forme dont le siège social est situé hors de France (ne disposant pas d'un établissement stable ou d'une base fixe en France auxquels les actions sont rattachables) (iii) ayant détenu directement ou indirectement, ensemble avec leur conjoint, leurs ascendants et descendants, s'agissant des personnes physiques, plus de 25% des droits aux bénéfices de la Société à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la cession.
- au taux de 75%, les titulaires d'actions qui sont établis ou constitués dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI, quelque soit le pourcentage de droits sociaux qu'ils détiennent ou ont détenus dans la Société.

Les titulaires d'actions de la Société non-résidents fiscaux français sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel afin notamment de prendre en considération le régime d'imposition applicable dans l'Etat de leur domicile fiscal.

2.8.4 Titulaires d'actions de la Société soumis à un autre régime fiscal

Les titulaires d'actions de la Société soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus et qui participent à l'Offre, notamment les contribuables dont les opérations portant sur les actions dépassent la gestion de portefeuille ou qui ont inscrit ces actions à l'actif de leur bilan commercial, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur propre conseil fiscal.

2.9 **Droit applicable**

Le présent projet d'Offre et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant au présent projet d'Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

3. **ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE**

La présentation ci-après des éléments d'appréciation du prix de l'Offre est une synthèse des travaux d'évaluation réalisés par Natixis (ci-après la « Banque »), banque présentatrice de l'Offre, à la demande de Finora. Dans le cadre de ces travaux, la Banque a réalisé une évaluation de la société Etam Développement (« Etam » ou la « Société ») sur la base d'une approche multicritères comprenant les méthodes d'évaluation usuelles tout en prenant en compte les spécificités d'Etam.

3.1 **Choix des méthodes d'évaluation**

Afin d'apprécier le prix de l'Offre de 23 euros par action en numéraire, la banque présentatrice a réalisé une analyse multicritères.

3.1.1 Méthodes retenues

Dans le cadre de l'analyse multicritères, les méthodes d'évaluation suivantes ont été retenues à titre principal :

- Cours de bourse ;
- Objectifs de cours des analystes ;
- Multiples boursiers de sociétés comparables ;
- Actualisation des flux de trésorerie disponible (« DCF »).

3.1.2 Méthodes écartées

3.1.2.1 *Transactions de référence*

L'Initiateur n'ayant pas réalisé de transactions portant sur le capital d'Etam lors des 12 derniers mois, cette méthode n'a pas été retenue.

3.1.2.2 Actif net comptable (« ANC »)

L'ANC au 31 décembre 2012 ressort à 34 € par action. Au 30 juin 2013, l'ANC d'Etam est de 35€ par action.

Nous ne retenons pas cette méthode car l'ANC est une méthode d'évaluation patrimoniale statique, qui ne permet pas à ce titre d'évaluer l'ensemble du cycle de création de valeur, qui doit s'analyser de manière prospective. Par ailleurs, l'ANC ne prend pas en compte les contraintes des actifs d'Etam sur le moyen terme, dont la préservation de la valeur nécessite notamment des investissements importants.

3.1.2.3 Actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué (ANR) consiste à rétablir à leur valeur de marché les différents éléments actifs et passifs inscrits au bilan de la société évaluée.

Cette méthode, utilisée dans le cas de holdings diversifiés, de foncières, ou de sociétés détentrices de nombreux actifs (immobiliers ou non liés au cycle d'exploitation) qui peuvent avoir une valeur de marché indépendante d'un processus d'exploitation, ne paraît pas pertinente pour évaluer une entreprise dans une optique d'exploitation.

3.1.2.4 Actualisation des dividendes futurs

Cette méthode d'évaluation consiste à actualiser les flux de dividendes prévisionnels. Toutefois, le dividende d'une société comme Etam n'est pas représentatif de la capacité de génération de cash-flow de la Société, et est par ailleurs dépendant de la structure financière et de la politique de distribution de la Société, à l'inverse de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible qui permet d'appréhender l'ensemble de la capacité génératrice de cash-flow de l'activité, et qui n'est pas dépendante des politiques de distribution et de structure financière.

Par ailleurs, la société Etam n'a pas versé de dividende dans un passé récent (exercices 2009, 2010, 2011 et 2012). Les analystes financiers couvrant la valeur n'anticipent pas de distribution pour les prochains exercices.

3.1.2.5 Primes constatées dans des offres précédentes

Cette méthode consiste à appliquer les primes offertes dans des offres publiques comparables.

Cette approche n'a pas été retenue car le niveau de primes dans le panel d'offres observées sur le marché présente une forte dispersion, liée notamment aux différences de structures d'offres, de détention actionnariale, et de contexte d'opération.

Par ailleurs, les primes offertes dans le cadre de l'OPRA 2010 ne peuvent pas constituer une référence dans la mesure où (i) le contexte de marché était différent et (ii) il s'agissait d'une seule offre partielle de la société sur son capital.

3.1.2.6 Transactions comparables dans le secteur

La méthode des multiples de transactions consiste à appliquer les multiples extériorisés lors de transactions intervenues dans le même secteur d'activité ou dans un secteur présentant des caractéristiques similaires en termes de modèle d'activité.

Cette approche n'a pas été retenue car (i) aucun échantillon pertinent n'a pu être déterminé pour la Chine, (ii) les opérations identifiées en Europe portant sur des sociétés comparables de lingerie sont peu nombreuses, anciennes, et portent principalement sur la majorité du capital, et (iii) la rentabilité des cibles est souvent supérieure à celle d'Etam : marge d'EBITDA de l'ordre de 14% en moyenne sur l'ensemble des transactions identifiées en Europe dans la lingerie et la distribution textile.

3.2 Eléments financiers utilisés pour les travaux d'évaluation

Ces travaux d'évaluation reposent sur les informations et documents fournis par la Société dont notamment les comptes consolidés annuels historiques, le plan d'affaires établi par Etam sur la période 2013-2016, les résultats du premier semestre 2013 et des informations complémentaires spécifiques nécessaires à l'évaluation. Ces informations sont supposées exactes et complètes et il n'est pas entré dans le cadre de la mission de la Banque de les soumettre à une vérification indépendante. Ces informations n'ont fait l'objet d'aucun audit de la part de Natixis.

3.2.1 Plan d'affaires 2013-2016

Le plan d'affaires 2013-2016 de la Société, approuvé par le conseil de surveillance d'Etam, est construit sur la base d'hypothèses pour chacune des enseignes et activités du groupe en Europe et en Chine. La Banque s'est entretenue avec certains membres du comité de direction afin de bien appréhender les principales hypothèses de ce plan d'affaires. La Banque n'a néanmoins pas procédé à une validation de ce plan d'affaires. Les grandes lignes directrices de ce plan d'affaires sont les suivantes :

3.2.1.1 Activités en Europe

Etam : l'objectif 2016 est de faire d'Etam une marque *Lifestyle* centrée sur la lingerie en (i) continuant d'investir sur l'image de marque, (ii) élargissant l'offre au chaussant dans un premier temps et en (iii) développant des magasins plus attractifs de 300 à 400 m². Cet objectif s'accompagne d'investissements importants sur la période.

- Activité Lingerie : (i) des prévisions prudentes avec une croissance organique modérée du chiffre d'affaires compte tenu d'un marché européen de la lingerie structurellement difficile ; (ii) la poursuite du réaménagement du parc magasins, avec des ouvertures de magasins plus grands, le transfert des plus grands magasins prêt-à-porter vers la Lingerie, et la fermeture des magasins ne répondant plus à la nouvelle stratégie d'enseigne ; (iii) la poursuite d'investissements importants de rénovation du parc et de réaménagement/agrandissement de magasins.
- Activité Prêt-à-porter : dans un marché en baisse, redressement de l'activité par (i) des gains de parts de marché en *like for like* grâce à une meilleure attractivité via un travail

important sur les collections ; (ii) une évolution du parc vers un objectif de 150 magasins de plus petite taille (transferts/échanges des grands magasins vers l'activité Etam Lingerie) permettant de recréer une *Shopping Experience* positive et ciblée. Les ouvertures devraient donc être très limitées sur la période du plan d'affaires, la Société souhaitant concentrer ses efforts sur le parc existant.

- Activité Undiz : poursuite d'un développement rapide avec (i) le maintien d'un taux de croissance organique supérieur au marché grâce à l'excellent positionnement « petits prix » de cette marque de lingerie audacieuse à la communication décalée (ii) une politique d'investissement soutenue avec l'ouverture d'environ 60 magasins d'ici 2016, en France mais aussi à l'international (Espagne et Europe du Nord), y compris en franchise.

1.2.3 : poursuite du retournement amorcé en 2012 avec (i) l'amélioration de l'offre produit pour servir le cœur de clientèle de la marque (la femme active de 35 à 55 ans) et le développement de l'esprit *Urban Casual* dans la collection pour servir la modernité de la marque ; (ii) la rénovation de plus d'une centaine de magasins d'ici 2016 et (iii) la poursuite du maillage français avec l'ouverture d'une dizaine de magasins dans des zones *Premium* et la reprise du développement international (Suisse, Allemagne, Russie).

3.2.1.2 Activités en Chine

En Chine, après avoir connu une année 2012 très difficile, le groupe doit aujourd'hui capitaliser sur les racines françaises de la marque Etam pour atteindre des objectifs ambitieux pour 2016. Ainsi, le groupe a engagé une transformation de son *business model* : (i) développement d'un parc de magasins de centres commerciaux, (ii) distribution en Chine de l'offre européenne d'Etam Lingerie, (iii) européanisation de l'offre produits d'Etam, Etam Week-End et ES, et enfin (iv) accélération du développement de l'e-commerce.

3.2.1.3 Investissements (Europe et Chine)

- En 2013, la Société prévoit 55M€ d'investissements bruts dont près de 53% dédiés aux ouvertures / transferts de magasins, 42% aux rénovations et 5% d'investissements divers (maintenance, systèmes d'information ...).
- Sur la période du plan d'affaires, la Société prévoit de réaliser des investissements significatifs :
 - i. en Europe, des investissements conséquents comprenant des ouvertures, du *remodelling*, le roll-out de nouveaux concepts et des transferts de magasins entre enseignes, afin de soutenir la croissance et les marges de cette zone géographique ; et
 - ii. en Chine, des investissements significatifs en lien avec le développement de la nouvelle stratégie et l'ouverture de magasins en centres commerciaux (vs corners grands magasins).

3.2.1.4 Besoin en fonds de roulement (Europe et Chine)

- Au 31 décembre 2012, le besoin en fonds de roulement net de la Société était de -14M€. La structure de ce BFR reflète la diversité des *business models* d'Etam :
 - i. Le BFR Europe à fin 2012 présente un excédent de 23 jours de chiffre d'affaires.
 - ii. Le BFR Chine à fin 2012 présente un besoin de financement correspondant à 28 jours de chiffre d'affaires, reflet de stocks plus élevés et du paiement différé du chiffre d'affaires après commissions par les grands magasins dans lesquels les corners Etam sont situés.
- Sur la période du plan d'affaires, le niveau de BFR est basé sur les niveaux historiques normalisés sur chaque zone (calculé en pourcentage du chiffre d'affaires).

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

La dette financière nette consolidée de la Société au 30 juin 2013 qui s'établit à 138M€, retenue dans l'évaluation par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie, est détaillée ci-dessous avec les retraitements additionnels nécessaires (provisions,...). Elle est décomposée entre les activités Europe d'une part, et les activités Chine d'autre part :

Dette nette retraité	30 juin 2013		
	GROUPE	EUROPE	CHINE
Dette financière	203	198	6
Instruments dérivés passifs	7	7	-
Provisions (nettes d'IS)	16	16	-
Passifs relatifs aux cessions	-	-	-
Dividende statutaire	1,6	1,6	-
Trésorerie	(66)	(43)	(22)
Instruments dérivés actifs	(0,7)	(0,7)	-
Titres mis en équivalence	-	-	-
Actifs destinés à la vente	-	-	-
Dette nette retraitée	161	178	(17)

Au 30 juin 2013, Etam détient 76% de Modasia, holding consolidant l'intégralité des activités du groupe en Chine. Ainsi, dans les travaux d'évaluation, la valeur des fonds propres de l'activité en Chine a été retraitée de la valeur des minoritaires (24%).

3.2.3 Nombre d'actions

La valeur par action est obtenue en divisant la valeur des fonds propres, calculée selon les différentes méthodes d'évaluation retenues, par le nombre d'actions totalement dilué au 30 juin 2013.

Le nombre d'actions totalement dilué retenu dans le cadre des travaux d'évaluation s'élève à 7 982 547 actions qui correspond au nombre de titres en circulation au 30 juin 2013. A noter qu'au 30 juin 2013, la Société ne possède pas de titre d'autocontrôle.

3.3 Appréciation de l'Offre au regard des différents critères d'évaluation retenus

Le groupe Etam comprend plusieurs filiales opérant sur plusieurs zones géographiques, ce qui rend son évaluation complexe, notamment pour les raisons suivantes : (i) une partie importante de l'activité du groupe est réalisée en Chine et nécessite donc une évaluation propre compte tenu des caractéristiques spécifiques (perspectives de croissance, risques...) de cette zone ; (ii) il n'existe pas de sociétés cotées directement comparables à Etam.

À l'exception du cours de bourse et des objectifs de cours, aucune méthode d'évaluation globale ne capture entièrement l'aspect international des activités du groupe Etam ainsi que ses spécificités. Nous avons donc fondé nos travaux d'évaluation du groupe Etam sur une somme des parties : activités Europe d'une part, et activités Chine d'autre part. L'analyse multicritères inclut pour chacune des parties : la méthode DCF et les comparables boursiers (malgré les limites de cette dernière). La valorisation du groupe Etam est réalisée au 30 juin 2013.

3.3.1 Cours de bourse

Les actions de la Société sont cotées sur le compartiment C du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris (code Isin FR0000035743). La Société a été introduite sur le second marché à Paris en juin 1997.

3.3.1.1 *Analyse de la liquidité du titre Etam*

Le flottant représente 17,74% du capital et se caractérise par :

- des échanges quotidiens faibles, compris entre 652 et 1 752 titres en fonction de la période de référence, soit entre 0,01 et 0,03% du capital et moins de 0,2% du flottant ;
- des échanges cumulés sur 6 mois de 189 633 titres, soit seulement 2,4% du capital.

Le tableau suivant présente ces différents volumes au 29 août 2013 :

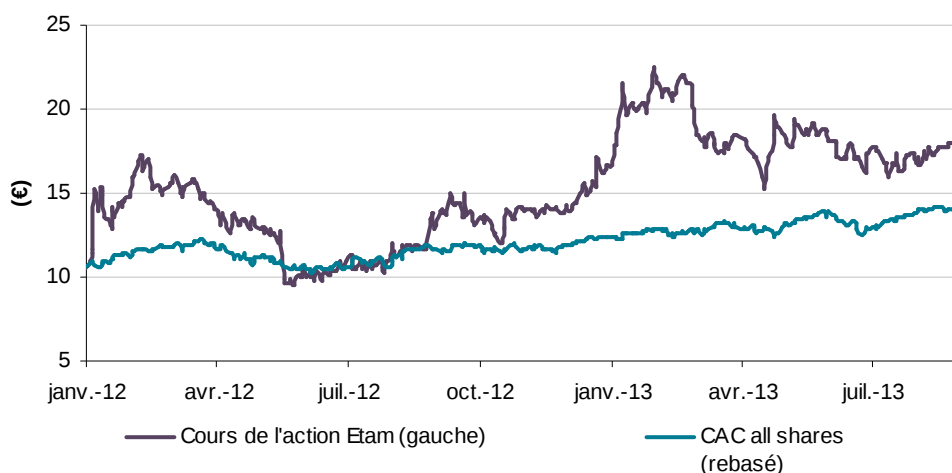
(en €/action)	Volumes quotidiens moyens		Rotation	
	nombre de titres	montant en €	Sur le capital	Sur le flottant
Au 29/8/13				
Spot	652	11 673	0,01%	0,05%
1 mois	874	15 301	0,01%	0,06%
3 mois	1 240	21 616	0,02%	0,09%
6 mois	1 493	26 306	0,02%	0,11%
12 mois	1 752	30 303	0,02%	0,12%

Source : NYSE Euronext

Le titre Etam présente donc une liquidité faible, tant en montant absolu (moins de 40 000€ par jour) qu'en pourcentage du flottant. Ceci limite la pertinence du cours de bourse dans la mesure où il est difficile et long de prendre des positions significatives sur le titre. Néanmoins, le cours de bourse reste une référence pour les actionnaires minoritaires et est donc pris en compte comme référence de valorisation.

3.3.1.2 Evolution du cours de bourse

Le cours de bourse d'Etam a évolué comme suit depuis 2012 :



Source : NYSE Euronext

Le graphe ci-dessus appelle les commentaires suivants :

- porté par la publication de résultats en ligne avec les attentes des analystes, le titre Etam a surperformé le marché sur l'année 2012, avec néanmoins une baisse du cours notable à mi-parcours ;
- depuis janvier 2013, le titre Etam baisse et sous-performe le marché actions.

Le tableau suivant fait ressortir les primes sur les différentes références boursières :

	Cours moyen pondéré par les volumes	Prime / (Décote) sur le prix de l'Offre
<i>Au 29/8/13</i>		
Spot	17,90 €	28,5%
1 mois	17,51 €	31,3%
3 mois	17,43 €	32,0%
6 mois	17,62 €	30,6%
12 mois	17,29 €	33,0%
Plus haut 12 mois	22,50 €	2,2%
Plus bas 12 mois	12,00 €	91,7%

Source : NYSE Euronext

Le prix de l'Offre fait ressortir une prime de 28,5% sur le cours de bourse au 29 août 2013, jour de bourse précédant la suspension du cours, une prime comprise entre 31,3% et 32,0% sur les moyennes (pondérées par les volumes) de cours un et trois mois qui précèdent l'annonce et entre 30,6% et 33,0% sur les moyennes (pondérées par les volumes) de cours six et douze mois.

3.3.2 Objectifs de cours des analystes

Le titre Etam Développement est suivi par trois analystes de recherche, dont seulement deux communiquent un objectif de cours. Leurs objectifs de cours au 29 août 2013 sont les suivants :

Bureaux d'analyse	Date du dernier rapport disponible	Recommandation	Objectif de cours (€)	Prime / (décote) induite par le Prix de l'Offre (%)
Gilbert Dupont	19/07/13	accumuler	20,00	+15,0%
Société Générale	04/12/12	conserver	15,40	+49,4%
Moyenne			17,70	+29,9%

Source : Bloomberg

Le prix de l'Offre de 23 euros par action fait ressortir une prime de 29,9% par rapport à ce cours cible moyen.

3.3.3 Multiples boursiers de sociétés comparables

3.3.3.1 *Principe*

Cette méthode d'évaluation consiste à appliquer aux agrégats financiers prévisionnels de la Société les multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées jugées comparables.

Les multiples usuellement utilisés dans cette méthode de valorisation sont les suivants :

- Valeur d'Entreprise (« VE ») / chiffre d'affaires ;
- VE / EBE (Excédent Brut d'Exploitation) ;
- VE / REX (dans le cas d'Etam, le Résultat d'Exploitation (REX) utilisé est le résultat d'exploitation courant (ci-après « ROC ») qui ne prend pas en compte les charges opérationnelles non courantes ;
- le Price Earning Ratio (ci-après « PER »), ou multiple de résultat net, qui se définit comme le rapport entre la capitalisation boursière et le résultat net part du groupe.

3.3.3.2 *Multiples et agrégats retenus*

La référence aux multiples suivants a été écartée :

- Le multiple de VE / CA n'a pas été retenu car il ne permet pas la prise en compte des différences de rentabilité entre les sociétés de l'échantillon et la société observée.
- Le multiple de VE / EBE a également été écarté compte tenu de l'hétérogénéité des politiques immobilières menées par les sociétés de l'échantillon. Etam détient, à la différence de certains comparables de l'échantillon retenu, un certain nombre de murs de ses magasins, pour lesquels la Société ne comptabilise donc pas de loyers dans son EBE. A l'inverse, les comparables de l'échantillon louent la totalité ou la plupart de

leurs magasins, et comptabilisent ainsi plus de loyers dans leur EBE. Il existe donc un biais à appliquer la moyenne des multiples de VE / EBE des comparables aux agrégats d'Etam.

- Le PER a été écarté pour éviter le biais lié aux différences de structure financière entre les sociétés du secteur

Par conséquent, seuls les multiples de VE / REX ont été appliqués au ROC prévisionnel de Etam. Les multiples VE / REX sont les plus habituellement utilisés dans le secteur de la distribution textile, les marges opérationnelles constituant le métrique de référence de comparaison.

Ces multiples ont été calculés, pour chacune des sociétés de l'échantillon, sur la base i) de la capitalisation boursière (en date du 29 août 2013) des sociétés et ii) des prévisions pour les années 2013 et 2014, établies par les analystes financiers. Ils sont ensuite appliqués aux ROC 2013 et 2014 d'Etam, retraités de la CVAE et du dividende statutaire (la plupart des sociétés comparables n'enregistrant pas d'éléments comparables).

3.3.3.3 Échantillons retenus

Deux échantillons ont été constitués pour déterminer la valeur économique des activités en Europe d'une part et la valeur économique des activités en Chine d'autre part :

- Échantillon de sociétés européennes cotées :

Damartex (France), Calida (Suisse), Bjorn Borg (Suède), Silvano Fashion Group (Estonie), Charles Vogele (Suisse) et Adolfo Dominguez (Espagne). Ces sociétés sont spécialisées dans la distribution de Prêt-à-porter et/ou de lingerie en Europe de l'Ouest et du Sud (Calida est également présent dans la lingerie avec sa marque Aubade), avec une forte présence sur leur marché domestique.

Il convient de noter qu'il n'existe pas de sociétés européennes cotées présentes uniquement dans la Lingerie. En revanche, il en existe aux Etats-Unis (Hanesbrands, Ann Holdings, L brands) mais celles-ci ne sont pas comparables à Etam, compte tenu de leur capitalisation boursière importante (Hanesbrands : 6,1 Md\$, Ann : 1,6 Md\$, L brands : 16,6 Md\$, source : Datastream) et de la taille de leur marché domestique (315 millions d'habitants).

- Échantillon de sociétés chinoises cotées :

Giordano, Bosideng et I.T Ltd (spécialisées dans la distribution Prêt-à-porter) ainsi que Daphne (spécialisé dans la distribution de chaussures) ont été retenues.

Les groupes de taille trop importante (ex. : Belle) ou plus proches du secteur du luxe (ex. : Ports) ou spécialisés dans la distribution de vêtements de sport (ex. : 361 Degrees) n'ont pas été retenus dans l'échantillon.

Les grands groupes internationaux H&M, Inditex, Next et Fast Retailing n'ont pas été retenus dans les échantillons car ces derniers :

- i. présentent une taille de capitalisation sensiblement plus élevée que Etam (H&M : 41,0 Md€, Inditex : 62,7 Md€, Next : 9,1 Md€, Fast Retailing : 25,9 Md€, source : Datastream) ;
- ii. disposent de réseaux de magasins dans un très grand nombre de pays à travers le monde, notamment dans des zones non-couvertes par Etam (Amériques, Europe du Nord, Asie et Japon...) et
- iii. disposent d'un profil de croissance (moyenne annuelle 2013e : +9,8%, source : Datastream) et de marges opérationnelles (moyenne 2013e : 17,4% du CA, source : Datastream) plus élevés et jusqu'à présent plus résilients qu'Etam.

A noter également que nous n'avons pas retenu les groupes Camaïeu et Benetton, utilisés en 2010 comme comparables d'Etam dans la note d'information relative à l'OPRA 2010, car ces deux sociétés ont fait l'objet d'un retrait de cote, respectivement en juin 2011 et en mars 2012.

Le tableau ci-dessous présente les multiples calendarisés au 31/12 des échantillons d'activités en Europe et en Chine, ainsi que leurs niveaux de marge :

<u>Société</u>	<u>Capitalisation boursière</u>	<u>Marge d'exploitation (REX/CA)</u>		<u>VE / REX</u>	
		<u>2013e</u>	<u>2014e</u>	<u>2013e</u>	<u>2014e</u>
	<i>Eur</i>	<i>%</i>	<i>%</i>	<i>x</i>	<i>x</i>
<u>Europe</u>					
Calida	153	10,9%	11,6%	6,30x	5,78x
Bjorn Borg	84	10,4%	12,2%	12,09x	9,98x
Charles Vogele	86	-2,4%	-0,9%	n.s.	n.s.
Adolfo Dominguez	55	-1,1%	2,8%	n.s.	n.s.
Damartex	127	3,0%	3,2%	5,57x	5,17x
Silvano	102	13,0%	14,6%	5,38x	4,26x
Moyenne Europe		5,6%	7,3%	7,34x	6,30x
<u>Chine</u>					
Bosideng	1 288	14,9%	15,7%	7,13x	6,26x
Giordano	1 142	15,8%	16,5%	10,56x	9,35x
Daphne	804	9,8%	10,2%	7,01x	6,04x
IT Limited	264	6,0%	7,0%	6,23x	4,81x
Moyenne Chine		11,6%	12,4%	7,73x	6,61x

3.3.3.4 Application des multiples

Le tableau ci-dessous récapitule les résultats obtenus par la méthode des multiples boursiers :

	Fourchette basse	Valeur centrale	Fourchette haute
Valeur d'entreprise (M€)	317,4	327,1	336,8
Prix par action (€)	19,32 €	20,42 €	21,53 €

L'application des multiples boursiers moyens des échantillons retenus aux ROC 2013e et 2014e respectivement de l'activité en Europe et de l'activité en Chine, et après prise en compte des éléments présentés en section 3.2.2, conduit à une fourchette de valorisation comprise entre 19,32€ à 21,53€ par action.

Le prix d'Offre de 23 euros par action extériorise une prime de 12,6% par rapport à la valeur centrale (20,42€) issue de l'approche par comparaison avec les sociétés cotées comparables.

3.3.4 Actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF)

3.3.4.1 *Principe*

Cette méthode de valorisation estime la valeur économique d'une société par la somme des flux de trésorerie futurs générés par la société, actualisés au coût moyen pondéré du capital.

La valeur des fonds propres de la société est ainsi égale à la valeur économique de la société diminuée du montant des dettes financières nettes de la société et diminuée de la valeur des intérêts minoritaires (dans le cas présent, les intérêts minoritaires correspondent uniquement aux 24% du capital de Modasia détenus par la société Intertex).

La valeur économique est composée :

- De la valeur actualisée des flux futurs de trésorerie disponible durant la période prévisionnelle. Les flux futurs correspondent au cash flow dégagé par l'activité après financement des variations du besoin en fonds de roulement et des investissements d'exploitation ;
- D'une valeur terminale qui représente la valeur actualisée des flux au-delà de la période prévisionnelle.

Plus spécifiquement, dans le cadre des travaux d'évaluation du groupe Etam, la valeur économique d'Etam a été déterminée en additionnant la valeur économique des enseignes en Europe avec la valeur économique des activités en Chine afin de prendre en compte (i) des prévisions d'évolution de chiffres d'affaires, de marges opérationnelles et des montants d'investissements différents et (ii) des hypothèses de financement également différentes.

3.3.4.2 *Hypothèses opérationnelles (flux futurs)*

Les flux futurs de trésorerie disponible reposent sur :

- i. le plan d'affaires 2013-2016 de la Société ; et
- ii. des extrapolations sur quatre ans (2017 à 2020) sur la base d'un atterrissage réalisé par la Banque, sur les principaux agrégats des activités en Europe et en Chine :

croissance du chiffre d'affaires à surface et taux de change constants, marge opérationnelle, investissements, besoin en fonds de roulement...

3.3.4.3 Hypothèses financières : coût moyen pondéré du capital

Afin de déterminer la valeur économique respectivement des activités en Europe et des activités en Chine, deux coûts moyens pondérés du capital (« CMPC ») ont été calculés :

a) Le CMPC Europe est calculé sur la base des éléments suivants :

- Taux sans risque : 2,0% correspondant à la moyenne entre le taux sans risque calculé par l'équipe de recherche économique de Natixis (moyenne 1 mois) et celui fourni par Bloomberg)
- Prime de risque de marché : 8,6% correspondant à la moyenne entre la prime de risque de la recherche actions Natixis (moyenne 1 mois) et la prime de risque Bloomberg
- Moyenne des betas désendettés de sociétés cotées comparables : 0,87 (calculée à partir du beta de sociétés internationales dans le secteur de la lingerie et du Prêt à Porter dont le R^2 est supérieur à 15%)
- Pondération dette / valeur d'entreprise : 9% en raison du niveau d'endettement faible généralement observé dans le secteur
- Taux d'imposition normatif : 34,4%

Sur cette base, le coût moyen pondéré du capital pour l'Europe s'établit à 9,4%.

b) Le CMPC Chine est calculé sur la base des éléments suivants :

- Taux sans risque : 3,7% (source : Bloomberg)
- Prime de risque de marché : 10,3% (source : Bloomberg)
- Moyenne des betas désendettés des sociétés cotées comparables : 0,97 ;
- Pondération dette / valeur d'entreprise : 0% en raison du niveau d'endettement nul généralement observé dans le secteur
- Taux d'imposition normatif : 25%

Sur cette base, le coût moyen pondéré du capital pour la Chine s'établit à 13,7%.

3.3.4.4 Valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée sur la base de l'actualisation d'un flux de trésorerie normalisé, en lui appliquant un taux de croissance perpétuelle :

- Europe : le flux de trésorerie normalisé prend en compte un taux de croissance à l'infini conservateur de 1,5%
- Chine : le flux de trésorerie normalisé prend en compte un taux de croissance à l'infini de 2,5% reflétant les perspectives de croissance supérieure du marché chinois

3.3.4.5 Conclusions

Le tableau ci-dessous présente les résultats de la valorisation par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie disponible

	Fourchette basse	Valeur centrale	Fourchette haute
Valeur d'entreprise (M€)	315,0	337,4	362,9
Prix par action (€)	18,8 €	21,6 €	24,8 €

Sur la base des hypothèses décrites ci-dessus, la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie fait ressortir une valeur par action Etam comprise entre 18,8€ et 24,8€, avec une valeur centrale de 21,6€.

Le tableau ci-dessous présente une sensibilité de la valeur par action en fonction du CMPC et du taux de croissance perpétuelle :

Prix par action (€)		Variation du CMPC (%)				
		-0,50%	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%
Variation du taux de croissance à l'infini (%)	-0,50%	22,8	21,3	19,9	18,6	17,3
	-0,25%	23,8	22,2	20,8	19,4	18,1
	0,00%	24,8	23,2	21,6	20,2	18,8
	0,25%	26,0	24,2	22,6	21,1	19,6
	0,50%	27,1	25,3	23,6	22,0	20,5

Le prix de l'Offre de 23 euros se situe donc dans le haut de la fourchette de valorisation par actualisation des flux futurs de trésorerie disponible. La prime extériorisée par le prix de l'Offre sur cette valeur centrale de 21,6€ obtenue par cette méthode est de 6,5%.

3.4 Synthèse des éléments d'appréciation de l'Offre

Le tableau ci-dessous récapitule les résultats obtenus par l'analyse multicritères et fait apparaître les primes induites par le prix de l'Offre de 23 euros par action Etam :

	Fourchette basse	Valeur centrale	Fourchette haute	Prime induite par le prix d'offre sur la valeur centrale (%)
Cours de bourse				
CMP au 29 août 2013	-	17,9 €	-	28,5%
Moyenne 1 mois ⁽¹⁾	-	17,5 €	-	31,3%
Moyenne 3 mois ⁽¹⁾	-	17,4 €	-	32,0%
Moyenne 6 mois ⁽¹⁾	-	17,6 €	-	30,6%
Moyenne 12 mois ⁽¹⁾	-	17,3 €	-	33,0%
Plus haut 1 an	-	22,5 €	-	2,2%
Plus bas 1 an	-	12,0 €	-	91,7%
Objectif de cours des analystes	15,4 €	17,7 €	20,0 €	29,9%
Multiples boursiers	19,3 €	20,4 €	21,5 €	12,6%
Actualisation des flux de trésorerie disponibles	18,8 €	21,6 €	24,8 €	6,5%

(1) Moyenne des cours pondérés par les volumes au 29 août 2013

En conclusion, le prix de l'Offre :

- Extériorise des primes significatives sur les différents cours de bourse ;
- Se situe sensiblement au-dessus des valorisations analogiques ;
- Se situe dans la borne haute de la fourchette de valorisation par actualisation des flux futurs de trésorerie disponible, méthode qui permet de capter la génération des cash flows futurs.

4. MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A L'INITIATEUR

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les « Autres informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur feront l'objet d'une note spécifique déposée auprès de l'AMF et mise à disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

5. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION

5.1 Initiateur

« À ma 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. »

Finora

Représentée par [●]

5.2 Établissement présentateur

« Conformément à l'article 231-18 du Règlement général de l'AMF, Natixis, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre, qu'elle a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur, 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. »

Natixis

Représentée par [●] et par [●]