

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE

PORTANT SUR 798 254 ACTIONS

RÉALISÉE DANS LE CADRE DU PROGRAMME DE RACHAT D'ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ



PRÉSENTÉE PAR



NOTE D'INFORMATION ÉTABLIE PAR ETAM DÉVELOPPEMENT

PRIX DE L'OFFRE

23 euros par action Etam Développement

DUREE DE L'OFFRE

10 jours de négociation



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'AMF a, en application de la décision de conformité de l'offre publique du 17 septembre 2013, apposé le visa n° 13-502 en date du 17 septembre 2013 sur la présente note d'information. Cette note d'information a été établie par la société Etam Développement 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 de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Etam Développement (www.etamdeveloppement.com) et peut être obtenue sans frais auprès de Natixis, 47, quai d'Austerlitz - 75013 Paris.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Etam Développement 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. PRÉSENTATION DE L'OFFRE	3
1.1 CONDITIONS GÉNÉRALES DE L'OFFRE	3
1.2 MOTIFS DE L'OFFRE ET INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ	3
1.3 CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE	5
1.4 RÉGIME FISCAL DE L'OFFRE	14
1.5 FRAIS LIÉS À L'OFFRE ET MODALITÉS DE FINANCEMENT	18
1.6 INCIDENCE DE L'OFFRE SUR L'ACTIONNARIAT ET LES COMPTES DE LA SOCIÉTÉ	18
1.7 DROIT APPLICABLE	22
2. ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE L'OFFRE	22
2.1 CHOIX DES MÉTHODES D'ÉVALUATION	22
2.2 ÉLÉMENTS FINANCIERS UTILISÉS POUR LES TRAVAUX D'ÉVALUATION	24
2.3 APPRÉCIATION DE L'OFFRE AU REGARD DES DIFFÉRENTS CRITÈRES D'ÉVALUATION RETENUS	27
2.4 SYNTHÈSE DES ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DE L'OFFRE	35
3. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT – ATTESTATION D'ÉQUITÉ	36
3.1 RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT EN DATE DU 2 SEPTEMBRE 2013	36
3.2 ADDENDUM AU RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	86
4. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	88
5. MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ	89
6. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION	89
6.1 ETAM DÉVELOPPEMENT	89
6.2 ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR	89

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

1.1 Conditions générales de l'Offre

La gérance de 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 (ci-après « **Etam Développement** » ou la « **Société** ») a décidé, en application de l'autorisation qui lui a été conférée par l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire des actionnaires du 30 mai 2013, conformément à l'article L. 225-209 du Code de commerce, de proposer aux actionnaires de Etam Développement de leur racheter leurs actions dans la limite de 10% du capital dans le cadre du programme de rachat d'actions de la Société approuvé par l'assemblée générale des actionnaires, sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** »). Cette Offre est réalisée conformément aux dispositions de l'article 233-1 6° du règlement général de l'AMF.

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.

Le descriptif du programme de rachat d'actions prévu à l'article 241-2 du règlement général de l'AMF a été publié le 24 avril 2013 au Bulletin des annonces légales obligatoires et est disponible sur le site Internet de la Société (www.etamdeveloppement.com). De plus, la résolution par laquelle l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire des actionnaires a décidé l'adoption du programme de rachat est reproduite au paragraphe 1.3.1 ci-dessous.

L'Offre porte sur un nombre maximum de 798 254 actions, représentant environ 10% du capital social de la Société pour un prix de 23 euros par action de la Société, soit un montant maximum de 18 359 842 euros.

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Natixis (ci-après « **Natixis** »), agissant en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a déposé le 3 septembre 2013 le projet d'Offre auprès de l'AMF.

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Natixis 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 Contexte de l'Offre

Le 3 septembre 2013, la société Finora, membre du concert majoritaire de la Société (un descriptif des participations du concert majoritaire figure dans le tableau au paragraphe 1.6.1 ci-dessous) (le « **Concert** ») a déposé une offre publique d'achat simplifiée portant sur la totalité des actions non-détenues par le Concert (l'« **OPAS Finora** ») au prix de 23 euros par action Etam Développement, identique au prix de l'Offre. L'OPAS Rachat d'actions sera

ouverte le jour de négociation suivant la publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre comme indiqué dans le calendrier indicatif figurant au paragraphe 1.3.11 ci-dessous.

La société 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'OPAS Finora. Les actions de la Société acquises par la société Finora dans le cadre de l'OPAS Finora au-delà de 399 128 seront apportées par la société Finora à l'Offre, dans la limite maximum de 10% du capital.

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, c'est-à-dire avant la réalisation de l'OPAS Finora :

	Actions		Droits de vote	
	nb	%	nb	%
<i>Pierre Milchior</i>	723 472	9,06%	1 183 944	10,27%
<i>Laurent Milchior</i>	361 820	4,53%	723 640	6,28%
<i>Vanessa Milchior</i>	361 820	4,53%	723 640	6,28%
<i>Rachel Milchior</i>	1 820	0,02%	3 640	0,03%
<i>Finora ⁽¹⁾</i>	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 Pierre, Laurent et Vanessa Milchior.

Source : Etam Développement

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

1.2.2 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'Offre. En conséquence, l'OPAS Finora initiée par la famille Milchior précède l'Offre afin de permettre à tous les actionnaires de la Société de pouvoir céder leurs actions Etam Développement dans des conditions satisfaisantes sans risque de réduction (voir paragraphe 1.3.7).

Conformément aux objectifs du programme de rachat d'actions autorisé par l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire des actionnaires du 30 mai 2013 et en application de l'autorisation conférée par ladite assemblée générale dans sa huitième résolution à

caractère extraordinaire, les actions de la Société acquises dans le cadre de l'Offre seront annulées par décision de la gérance.

1.2.3 Intentions de la Société pour les douze mois à venir

Stratégie

Etam Développement entend poursuivre son activité 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'Offre n'entraînera pas de changement au sein de la direction en place et 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 sauf pour ce qui concerne la réduction de capital consécutive à l'annulation des actions rachetées dans le cadre de l'Offre.

Intention concernant la cotation des actions de la Société à l'issue de l'Offre

L'Offre n'aura pas pour conséquence le retrait des actions d'Etam Développement d'Euronext Paris.

Annulation des actions apportées à l'Offre

Les actions de la Société apportées à l'Offre seront annulées par la gérance en application des pouvoirs qui lui ont été conférés par décision de l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire des actionnaires du 30 mai 2013 dans sa huitième résolution.

Distribution de dividendes

L'Offre ne modifiera pas 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 Caractéristiques de l'Offre

1.3.1 Cadre juridique de l'Offre

Le programme de rachat d'actions, qui s'inscrit dans le cadre des dispositions de l'article L. 225-209 du Code de commerce, a été autorisé par l'assemblée générale ordinaire et

extraordinaire des actionnaires du 30 mai 2013 dans sa cinquième résolution à caractère ordinaire. Les termes de cette résolution sont les suivants :

« Cinquième résolution – Autorisation à donner à la Gérance à l'effet de faire racheter par la Société ses propres actions dans le cadre du dispositif de l'article L. 225-209 du Code de commerce

L'assemblée générale, statuant aux conditions de quorum et de majorité requises pour les assemblées générales ordinaires, connaissance prise du rapport de la Gérance et du descriptif du programme, décide :

- *De mettre fin au programme de rachat en cours décidé par l'assemblée générale du 30 mai 2012 dans sa neuvième résolution à caractère ordinaire,*
- *D'adopter le programme ci-après et à cette fin :*
 - *Autorise la Gérance, avec faculté de subdélégation, conformément aux dispositions des articles L. 225-209 et suivants du Code de commerce, à acheter, en une ou plusieurs fois aux époques qu'elle déterminera, des actions de la Société dans des limites telles que le nombre d'actions que la Société détiendra à quelque moment que ce soit ne dépasse pas 10 % du nombre d'actions composant le capital social, le cas échéant ajusté afin de tenir compte des éventuelles opérations d'augmentation ou de réduction de capital pouvant intervenir pendant la durée du programme, étant précisé que le nombre d'actions acquises par la Société en vue de leur conservation et de leur remise ultérieure en paiement ou en échange dans le cadre d'une opération de fusion, de scission ou d'apport ne peut excéder 5 % du capital ;*
 - *Décide que les actions pourront être achetées en vue :*
 - *D'assurer l'animation du marché de l'action Etam Développement par un prestataire de service d'investissement intervenant en toute indépendance dans le cadre d'un contrat de liquidité conforme à une charte de déontologie reconnue par l'Autorité des marchés financiers,*
 - *De conserver en vue de remettre ultérieurement ses actions à titre de paiements ou d'échange dans le cadre d'opérations de croissance externe, étant précisé que les actions acquises à cet effet ne peuvent excéder 5 % du capital de la Société,*
 - *D'attribuer des actions aux salariés et mandataires sociaux autorisés de la Société ou de son Groupe, par attribution d'options d'achat d'actions dans le cadre des dispositions des articles L. 225-177 et suivants du Code de commerce, ou par attribution d'actions gratuites dans le cadre des dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce, ou au titre de leur participation aux fruits de l'expansion de l'entreprise ou dans le cadre d'un plan d'actionnariat ou d'un plan d'épargne d'entreprise, et/ou toutes autres formes d'allocation d'actions à des salariés et/ou des mandataires sociaux du Groupe,*
 - *De remettre ses actions lors de l'exercice de droits attachés à des valeurs mobilières donnant droit par conversion, exercice, remboursement ou échange*

à l'attribution d'actions de la Société, dans le cadre de la réglementation boursière,

- o De procéder à l'annulation éventuelle des actions acquises, sous réserve de l'autorisation à conférer par la présente assemblée générale des actionnaires dans sa huitième résolution à caractère extraordinaire.*

et ce sans aucune hiérarchie au sein de cette énumération ;

- *Décide que le prix maximum d'achat par action ne pourra pas dépasser trente (30) euros hors frais ;*
- *Décide que la Gérance pourra toutefois ajuster le prix d'achat susmentionné en cas de modification du nominal de l'action, d'augmentation du capital par incorporation de réserves et attribution d'actions gratuites, de division ou de regroupement d'actions, d'amortissement ou réduction de capital, de distribution de réserves ou autres actifs et de toutes autres opérations portant sur les capitaux propres, pour tenir compte de l'incidence de ces opérations sur la valeur de l'action ;*
- *Décide que le montant maximum des fonds destinés à la réalisation de ce programme d'achat d'actions ne pourra dépasser 23 947 620 euros ;*
- *Décide que les actions pourront être achetées par tout moyen, et notamment en tout ou partie par des interventions sur le marché ou par achat de blocs de titres et le cas échéant par cession de gré à gré, par offre publique d'achat ou d'échange ou par l'utilisation de mécanismes optionnels ou instruments dérivés, à l'exclusion de la vente d'options de vente, et aux époques que la Gérance appréciera, y compris en période d'offre publique, dans la limite de la réglementation boursière. Les actions acquises au titre de cette autorisation pourront être conservées, cédées ou transférées par tous moyens y compris par voie de cession de blocs de titres et à tout moment y compris en période d'offre publique ;*
- *Confère tous pouvoirs à la Gérance, avec faculté de délégation pour, notamment :*
 - o Procéder à la réalisation effective des opérations ; en arrêter les conditions et les modalités ;*
 - o Passer tous ordres en bourse ou hors marché ;*
 - o Ajuster le prix d'achat des actions pour tenir compte de l'incidence d'éventuelles opérations sur le capital de la Société ;*
 - o Conclure tous accords en vue notamment de la tenue des registres d'achats et de ventes d'actions ;*
 - o Effectuer toutes déclarations auprès de l'Autorité des Marchés Financiers et de tous autres organismes ;*
 - o Effectuer toutes formalités ;*

- *Décide que la présente autorisation est donnée pour une durée expirant à l'issue de l'assemblée générale ordinaire annuelle qui sera appelée à statuer sur les comptes de l'Exercice clos le 31 décembre 2013, sans pouvoir excéder dix-huit mois à compter de la présente assemblée. »*

Par ailleurs, la même assemblée générale ordinaire et extraordinaire des actionnaires du 30 mai 2013 dans sa huitième résolution à caractère extraordinaire a autorisé la Gérance à annuler les actions détenues par la Société à la suite de la mise en œuvre du programme de rachat d'actions, dans les termes suivants :

« Huitième résolution – Autorisation à donner à la Gérance en vue d'annuler les actions rachetées par la société dans le cadre du dispositif de l'article L. 225-209 du Code de commerce

L'Assemblée Générale, connaissance prise du rapport de la Gérance et du rapport des commissaires aux comptes :

Donne à la Gérance l'autorisation d'annuler, sur ses seules décisions, en une ou plusieurs fois, dans la limite de 10 % du capital calculé au jour de la décision d'annulation, déduction faite des éventuelles actions annulées au cours des 24 derniers mois précédents, les actions que la société détient ou pourra détenir par suite des rachats réalisés dans le cadre de l'article L. 225-209 du Code de commerce ainsi que de réduire le capital social à due concurrence conformément aux dispositions légales et réglementaires en vigueur,

Fixe à vingt-quatre mois à compter de la présente Assemblée, soit jusqu'au 29 mai 2015, la durée de validité de la présente autorisation,

Donne tous pouvoirs à la Gérance pour réaliser les opérations nécessaires à de telles annulations et aux réductions corrélatives du capital social, imputer la différence entre le prix de rachat des actions annulées et leur valeur nominale sur les primes et réserves disponibles, modifier en conséquence les statuts de la société et accomplir toutes les formalités requises. »

Lors de sa séance du 18 juillet 2013, le conseil de surveillance d'Etam Développement a approuvé le principe de la mise en œuvre du programme de rachat d'actions autorisé par l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 30 mai 2013 et le lancement par la Société de l'Offre.

A cet effet, le conseil de surveillance a décidé de nommer le cabinet Ledouble (15, rue d'Astorg – 75008 Paris) comme expert indépendant en application des dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, afin de se prononcer sur le caractère équitable du prix de l'Offre.

Lors de sa séance du 3 septembre 2013, le conseil de surveillance d'Etam Développement a, au vu du rapport de l'expert indépendant, approuvé les termes de l'Offre, décidé son dépôt et émis l'avis motivé figurant au paragraphe 4 ci-dessous.

1.3.2 Prix de l'Offre

Le prix de l'Offre est de 23 euros par action Etam Développement (le « **Prix de l'Offre** »). Le Prix de l'Offre représente une prime de 28,5% sur le cours de bourse du 29 août 2013 et une prime de 31,3% sur la moyenne pondérée par les volumes des cours de bourse sur 1 mois.

1.3.3 Titres visés par l'Offre

A la date des présentes, le capital de la Société est composé de 7 982 547 actions et d'un total de 11 525 250 droits de vote théoriques et d'un total de 11 525 250 droits de vote exerçables.

L'Offre porte sur un maximum de 798 254 actions Etam Développement, soit environ 10% du capital social de la Société.

Les actions Etam Développement sont admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000035743, mnémonique TAM.

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

1.3.4 Opérations réalisées dans le cadre du programme de rachat d'actions

À ce jour, aucune opération n'a été réalisée dans le cadre du programme de rachat d'actions.

1.3.5 Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'Offre

À la connaissance de la Société, à l'exception des engagements mentionnés au paragraphe 1.3.12 des présentes, aucun accord n'est susceptible d'avoir une incidence significative sur l'Offre.

1.3.6 Modalités de l'Offre

Natixis, agissant pour le compte de la Société, a déposé le 3 septembre 2013 auprès de l'AMF le projet d'Offre portant sur 798 254 actions Etam Développement et garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements d'achat au prix de 23 euros par action pris par Etam Développement. À cette même date, un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org) sous la référence 213C1323.

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le projet de note d'information a été mis en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur le site internet de la Société (www.etamdeveloppement.com). Il peut également être obtenu sans frais au siège social d'Etam Développement (78, rue de Rivoli – 75004 Paris) ainsi qu'auprès de Natixis (47, quai d'Austerlitz - 75013 Paris). En outre, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du projet de note d'information a été diffusé par la Société le 3 septembre 2013.

Le 17 septembre 2013, l'AMF a déclaré l'Offre conforme aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables et publié à cet effet 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. 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 la Société 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 la Société, 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 1.3.11 ci-dessous.

1.3.7 Mécanismes de réduction dans le cadre de l'Offre

Dans l'hypothèse où le nombre d'actions présentées en réponse à l'Offre serait supérieur à 798 254, les règles de réduction propres à l'offre publique d'achat simplifiée s'appliqueront et il sera procédé, pour chaque actionnaire répondant à l'Offre, à une réduction de sa demande proportionnellement au nombre d'actions présentées à l'Offre. Les actions qui ne seront pas acceptées dans le cadre de l'Offre en raison de ce mécanisme de réduction proportionnelle seront restituées à leurs détenteurs.

Aux fins des stipulations qui précèdent, le nombre d'actions apportées à l'Offre sera arrondi, le cas échéant, au nombre entier immédiatement inférieur.

1.3.8 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.

Il est précisé qu'aucune commission ne sera versée par la Société 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. La Société se réserve le droit d'écarter toute action de la Société apportée qui ne répondrait pas à cette condition.

1.3.9 Centralisation des ordres

Chaque intermédiaire financier et l'établissement teneur des comptes nominatifs des actions de la Société devront, à la date indiquée dans l'avis de NYSE Euronext, transférer à NYSE Euronext les actions de la Société pour lesquelles ils ont reçu un ordre d'apport à l'Offre.

Après réception par NYSE Euronext de tous les ordres de présentation à l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, NYSE Euronext centralisera l'ensemble de ces ordres et déterminera le résultat de l'Offre.

1.3.10 Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison

L'AMF fera connaître le résultat définitif de l'Offre au plus tard 9 jours de bourse après la clôture de l'Offre et NYSE Euronext indiquera dans un avis la date et les modalités de livraison des actions de la Société et de règlement des fonds.

Aucun intérêt ne sera dû pour la période allant de l'apport des actions de la Société à l'Offre jusqu'à la date de règlement-livraison de l'Offre.

A la date de règlement-livraison, la Société créditera NYSE Euronext des fonds correspondants au règlement de l'Offre. A cette date, les actions de la Société apportées à l'Offre et l'ensemble des droits qui y sont attachés seront transférés à la Société. NYSE Euronext effectuera le règlement en espèces aux intermédiaires par le biais desquels les actions de la Société ont été apportées à l'Offre, à compter de la date de règlement-livraison.

1.3.11 Calendrier prévisionnel 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.
	Publication par l'AMF de l'avis de dépôt de l'Offre.
	Publication par la Société d'un communiqué de presse relatif au dépôt de l'Offre.
	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 et de l'OPAS Finora par l'AMF emportant visa sur les notes 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 des notes d'information relatives à l'Offre et à l'OPAS Finora, ainsi que des documents « Autres informations » relatifs aux caractéristiques, notamment

juridiques, financières et comptables de la Société et de Finora.

Publication d'un communiqué 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 Finora.

19 septembre 2013	Ouverture de l'OPAS Finora (10 jours de négociation).
2 octobre 2013	Clôture de l'OPAS Finora.
3 octobre 2013	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'OPAS Finora. Publication par Finora d'un communiqué de presse annonçant le nombre d'actions Etam Développement que Finora apportera à l'Offre.
4 octobre 2013	Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre. Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF et de la Société des documents « Autres informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société. Publication d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition des documents d'information relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société.
7 octobre 2013	Ouverture de l'Offre (10 jours de négociation).
18 octobre 2013	Clôture de l'Offre.
31 octobre 2013 au plus tard	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre. Publication par NYSE Euronext de l'avis de résultat de l'Offre et des conditions de règlement livraison.
4 novembre 2013 au plus tard	Règlement-livraison.

1.3.12 Intentions des actionnaires de la Société

Intention des membres de la gérance

M. Pierre Milchior et M. Laurent Milchior, gérants statutaires, ont indiqué qu'ils n'apporteraient pas leurs actions de la Société à l'Offre.

Mme Marie-Claire Tarica, gérant statutaire, a indiqué qu'elle apporterait 40 500 actions de la Société à l'Offre.

Intention des membres du conseil de surveillance

M. George Lindemann, détenant 2 424 actions de la Société représentant 0,03% du capital et 0,02% des droits de vote, a indiqué qu'il n'apporterait pas ses actions de la Société à l'Offre.

Intention des membres du Concert

La société 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'OPAS Finora. Les actions de la Société acquises par la société Finora dans le cadre de l'OPAS Finora au-delà de 399 128 pourront être apportées par la société Finora à l'Offre, dans la limite maximum de 10% du capital.

Comme indiqué ci-dessus, Mme Marie-Claire Tarica, gérant statutaire également membre du Concert, a indiqué qu'elle apporterait 40 500 actions de la Société à l'Offre.

Intention des autres actionnaires

La société Inteco, détenant 583 037 actions de la Société représentant 7,30% de son capital et 10,12% de ses droits de vote, s'est engagée à ne pas apporter ses actions à l'Offre.

De même la société Linto, détenant 564 275 actions de la Société représentant 7,07% de son capital et 9,79% de ses droits de vote, s'est engagée à ne pas apporter ses actions à l'Offre.

1.3.13 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. La présente note d'information n'est donc pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France.

La présente 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 de la présente 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 de la présente 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.

1.4 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.

Les rachats étant effectués sur le fondement de l'article L.225-209 du Code de Commerce, le gain réalisé par les actionnaires à cette occasion sera soumis au régime des plus-values conformément aux dispositions de l'article 112-6° du Code Général des Impôts (ci-après « CGI »).

1.4.1 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

1.4.1.1 *Impôt sur le revenu en principal*

(A) Régime de droit commun

La plus-value de rachat 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 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 rachat 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 rachetées, qui est de :

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

- 40% pour les actions détenues depuis six ans au moins à la date de rachat.

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 du rachat des 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 du rachat 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 du rachat 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 le rachat, 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 le rachat, de droits dans la Société (a) ayant représenté de manière continue pendant au moins deux ans au cours des dix années précédant le rachat 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 rachat à condition (i) que le produit de rachat 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 a lieu avant l'expiration de la deuxième année et (ii) au taux de 19 % si le retrait intervient entre deux et cinq ans.

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

1.4.1.2 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 rachat 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.

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

La plus value de rachat 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.

1.4.2 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.

1.4.2.1 Régime de droit commun

Les plus-values réalisées et les moins-values subies à l'occasion du rachat 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 du rachat des 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.

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

Les rachats d'actions de la Société détenues depuis deux ans au moins et entrant dans la catégorie fiscale et comptable des titres de participation sont exonérés 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.

1.4.3 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 rachat 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 le rachat.

- au taux de 75%, les titulaires d'actions qui sont établis ou constitués dans un État 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.

1.4.4 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.

1.5 Frais liés à l'Offre et modalités de financement

1.5.1 Frais liés à l'Offre

Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés par la Société 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 500 000 euros (hors taxes).

1.5.2 Modalités de financement

Le coût total maximum de l'Offre, incluant les frais visés au paragraphe 1.5.1 et prenant pour hypothèse un apport de 10% des actions de la Société à l'Offre dans les conditions visées ci-dessus, est estimé à 18,9 millions d'euros. La Société financera ce montant sur ses disponibilités.

1.6 Incidence de l'Offre sur l'actionnariat et les comptes de la Société

1.6.1 Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote d'Etam Développement

1.6.1.1 Répartition du capital et des droits de vote préalablement à l'OPAS Finora et 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, c'est-à-dire avant la réalisation de l'OPAS Finora :

	Actions		Droits de vote	
	nb	%	nb	%
<i>Pierre Milchior</i>	723 472	9,06%	1 183 944	10,27%
<i>Laurent Milchior</i>	361 820	4,53%	723 640	6,28%
<i>Vanessa Milchior</i>	361 820	4,53%	723 640	6,28%
<i>Rachel Milchior</i>	1 820	0,02%	3 640	0,03%
<i>Finora</i> ⁽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 Pierre, Laurent et Vanessa Milchior.*

Source : Etam Développement

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

1.6.1.2 Répartition « théorique » du capital et des droits de vote postérieurement à l'OPAS Finora et à l'Offre

Les tableaux ci-dessous donnent la répartition du capital de la Société après apport des actions à l'Offre en fonction des intentions d'apports telles qu'indiquées au paragraphe 1.3.12 et du taux de réponse des actionnaires composant le public. Les tableaux ci-dessous ne tiennent pas compte de l'évolution du capital qui résultera de l'OPAS Finora et qui pourrait avoir un impact significatif sur la participation du public et celle du Concert et de la société Finora, initiatrice de l'OPAS Finora.

Hypothèse 1 – apport de 5% des actions de la Société à l’Offre par le public et annulation des actions apportées

	Actions		Droits de vote	
	nb	%	nb	%
<i>Pierre Milchior</i>	723 472	9,54%	1 183 944	10,64%
<i>Laurent Milchior</i>	361 820	4,77%	723 640	6,50%
<i>Vanessa Milchior</i>	361 820	4,77%	723 640	6,50%
<i>Rachel Milchior</i>	1 820	0,02%	3 640	0,03%
<i>Finora</i> ⁽¹⁾	2 773 680	36,58%	2 773 680	24,93%
Sous-total famille Milchior	4 222 612	55,68%	5 408 544	48,61%
Famille Tarica	1 196 705	15,78%	2 352 910	21,15%
Sous-total Concert	5 419 317	71,46%	7 761 454	69,76%
Inteco ⁽²⁾	583 037	7,69%	1 166 074	10,48%
Linto ⁽²⁾	564 275	7,44%	1 128 550	10,14%
Auto-détention	0	0,00%	0	0,00%
Public	1 016 791	13,41%	1 070 045	9,62%
TOTAL	7 583 420	100,00%	11 126 123	100,00%

(1) *Finora est détenue par Pierre, Laurent et Vanessa Milchior.*

Source : Etam Développement

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

Hypothèse 2 – apport de 10% des actions de la Société à l’Offre par le public et annulation des actions apportées

	Actions		Droits de vote	
	nb	%	nb	%
<i>Pierre Milchior</i>	723 472	10,07%	1 183 944	11,04%
<i>Laurent Milchior</i>	361 820	5,04%	723 640	6,75%
<i>Vanessa Milchior</i>	361 820	5,04%	723 640	6,75%
<i>Rachel Milchior</i>	1 820	0,03%	3 640	0,03%
<i>Finora</i> ⁽¹⁾	2 773 680	38,61%	2 773 680	25,86%
Sous-total famille Milchior	4 222 612	58,78%	5 408 544	50,42%
Famille Tarica	1 196 705	16,66%	2 352 910	21,93%
Sous-total Concert	5 419 317	75,43%	7 761 454	72,35%
Inteco ⁽²⁾	583 037	8,12%	1 166 074	10,87%
Linto ⁽²⁾	564 275	7,85%	1 128 550	10,52%
Auto-détention	0	0,00%	0	0,00%
Public	617 663	8,60%	670 917	6,25%
TOTAL	7 184 292	100,00%	10 726 995	100,00%

(1) *Finora est détenue par Pierre, Laurent et Vanessa Milchior.*

Source : Etam Développement

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

1.6.1.3 Répartition « indicative » du capital et des droits de vote postérieurement à l’OPAS Finora et à l’Offre

L’attention du public est attirée sur le fait que la répartition « indicative » du capital et des droits de vote figurant au présent paragraphe 1.6.1.3 a été établie sur la base d’hypothèses

non vérifiables des intentions des actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'OPAS Finora et à l'Offre. Si la Société estime que ces hypothèses sont raisonnables, elle ne dispose d'aucun élément lui permettant de confirmer la réalisation de ces intentions.

Hypothèse 1 – apport de 15% des actions de la Société à l'OPAS Finora par le public et apport de 10% des actions de la Société par Finora (conformément à l'engagement pris au paragraphe 1.2.1) à l'Offre et annulation des actions apportées

	Actions		Droits de vote	
	nb	%	nb	%
<i>Pierre Milchior</i>	723 472	10,07%	1 183 944	11,04%
<i>Laurent Milchior</i>	361 820	5,04%	723 640	6,75%
<i>Vanessa Milchior</i>	361 820	5,04%	723 640	6,75%
<i>Rachel Milchior</i>	1 820	0,03%	3 640	0,03%
<i>Finora</i> ⁽¹⁾	3 172 807	44,16%	3 172 807	29,58%
Sous-total famille Milchior	4 621 739	64,33%	5 807 671	54,14%
Famille Tarica	1 196 705	16,66%	2 352 910	21,93%
Sous-total Concert	5 818 444	80,99%	8 160 581	76,08%
Inteco ⁽²⁾	583 037	8,12%	1 166 074	10,87%
Linto ⁽²⁾	564 275	7,85%	1 128 550	10,52%
Auto-détention	0	0,00%	0	0,00%
Public	218 536	3,04%	271 790	2,53%
TOTAL	7 184 292	100,00%	10 726 995	100,00%

(1) Finora est détenue par Pierre, Laurent et Vanessa Milchior.

Source : Etam Développement

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

Hypothèse 2 – apport de 8% des actions de la Société à l'OPAS Finora par le public et apport de 5% des actions de la Société à l'Offre (dont 3% par Finora conformément à l'engagement pris au paragraphe 1.2.1) et annulation des actions apportées

	Actions		Droits de vote	
	nb	%	nb	%
<i>Pierre Milchior</i>	723 472	9,54%	1 183 944	10,64%
<i>Laurent Milchior</i>	361 820	4,77%	723 640	6,50%
<i>Vanessa Milchior</i>	361 820	4,77%	723 640	6,50%
<i>Rachel Milchior</i>	1 820	0,02%	3 640	0,03%
<i>Finora</i> ⁽¹⁾	3 172 807	41,84%	3 172 807	28,52%
Sous-total famille Milchior	4 621 739	60,95%	5 807 671	52,20%
Famille Tarica	1 196 705	15,78%	2 352 910	21,15%
Sous-total Concert	5 818 444	76,73%	8 160 581	73,35%
Inteco ⁽²⁾	583 037	7,69%	1 166 074	10,48%
Linto ⁽²⁾	564 275	7,44%	1 128 550	10,14%
Auto-détention	0	0,00%	0	0,00%
Public	617 663	8,14%	670 917	6,03%
TOTAL	7 583 420	100,00%	11 126 123	100,00%

(1) *Finora est détenue par Pierre, Laurent et Vanessa Milchior.*

Source : Etam Développement

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

1.6.2 Incidence sur les comptes d'Etam Développement

L'Offre aura pour incidence une diminution de la trésorerie de la Société (autrement dit une augmentation de sa dette financière nette) d'un montant maximal de 18 359 842 euros euros, en contrepartie d'une diminution des capitaux propres consolidés, conformément à la comptabilisation des actions auto-détenues en normes IFRS.

1.7 Droit applicable

La présente 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 à la présente Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

2. ELÉMENTS D'APPRÉCIATION 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 d'Etam Développement (« Etam » ou la « Société »). Dans le cadre de ces travaux, la Banque a réalisé une évaluation de la Société sur la base d'une approche multicritères comprenant les méthodes d'évaluation usuelles tout en prenant en compte les spécificités d'Etam.

2.1 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.

2.1.1 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 »).

2.1.2 Méthodes écartées

2.1.2.1 Transactions de référence

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

2.1.2.2 Actif net comptable (« ANC »)

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

Cette méthode de valorisation n'a pas été retenue. L'ANC est en effet une méthode d'évaluation patrimoniale, fondée sur la valeur historique des actifs et passifs dans les comptes, qui ne permet pas d'appréhender de façon prospective la valeur d'une société en fonction de l'évolution de son périmètre d'activité, de ses marchés, de sa rentabilité et de ses investissements. Or, le groupe Etam a régulièrement indiqué depuis la publication de ses résultats du premier semestre 2012, avoir mis en œuvre une stratégie visant notamment à augmenter la taille de ses magasins Etam en Europe et à accompagner le développement du marché asiatique par l'ouverture de magasins dans les centres commerciaux en Chine.

Par ailleurs, la situation actuelle du groupe Etam est très différente de celle de 2010 lors de l'OPRA, avec une rentabilité des activités très inférieure en Chine et des réalisations en retrait par rapport aux objectifs qui avaient été fixés sur la période 2010 à 2013 sur l'Europe et la Chine.

2.1.2.3 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.

2.1.2.4 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.

2.1.2.5 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 (le prix de l'OPRA 2010 de 35 € extériorisait une prime de 18,6% sur le cours spot au 13 avril 2010 et de 35,3% sur le cours moyen pondéré par les volumes sur 1 mois au 13 avril 2010) qui portait sur 26,5% de son capital social 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.

2.1.2.6 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.

2.2 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.

2.2.1 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 :

Le plan d'affaires 2012-2016e du groupe sur l'Europe prévoit (i) un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de l'ordre de 7% entre 2012 (publié) et 2016e qui converge ensuite vers +1,0% dans les projections de Natixis jusqu'à 2020e et (ii) une marge d'EBE comprise entre 8% et 12% sur la période 2012 - 2016e.

Le plan d'affaires 2012-2016e du groupe sur la Chine prévoit (i) un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de l'ordre de 6% entre 2012 (publié) et 2016e qui converge ensuite vers +2,5% (taux de croissance à l'infini) dans les projections de Natixis jusqu'à 2020e et (ii) une marge d'EBE comprise entre 8% et 5% sur la période 2012 - 2016e.

Il est rappelé que le plan d'affaires de la Société et les données mentionnées ci-dessus doivent être appréciés au regard, d'une part, de l'évolution du modèle économique du Groupe en Chine qui nécessite de lourdes transformations qui prendront du temps et, d'autre part, des facteurs de risques opérationnels de la Société mentionnés au paragraphe III.1 (page 29) du rapport financier annuel de la Société.

2.2.1.1 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).

2.2.1.2 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.

2.2.1.3 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 pour un montant annuel moyen correspondant à environ 5% du chiffre d'affaires. Ces investissements ont pour objet :
 - i. en Europe, 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, le développement de la nouvelle stratégie et l'ouverture de magasins en centres commerciaux (vs corners grands magasins).

2.2.1.4 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).

2.2.2 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 retraitée	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%).

2.2.3 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.

2.3 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.

2.3.1 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.

2.3.1.1 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 :

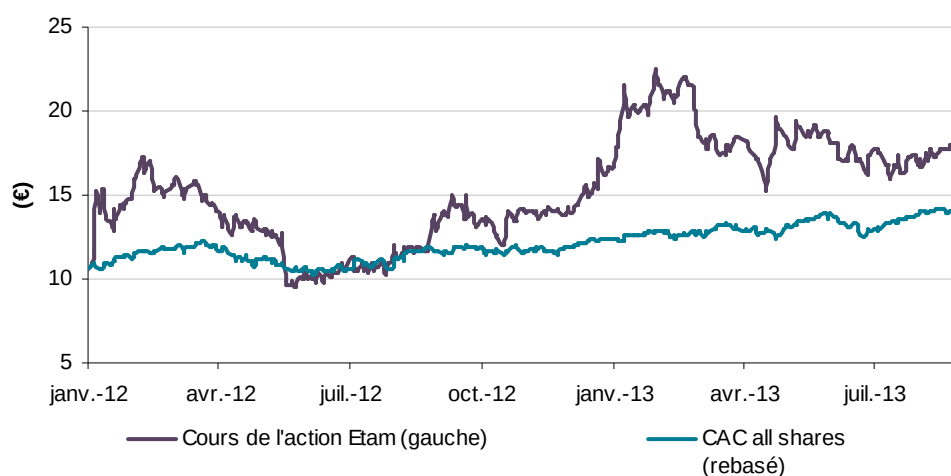
<i>(en €/action)</i>	Volumes quotidiens moyens		Rotation	
	nombre de titres	montant en €	Sur le capital	Sur le flottant
<i>Au 29/8/13</i>				
Spot	652	11 673	0,01%	0,05%
1 mois	874	15 301	0,01%	0,06%
3 mois	1 240	21 616	0,02%	0,09%
6 mois	1 493	26 306	0,02%	0,11%
12 mois	1 752	30 303	0,02%	0,12%

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.

2.3.1.2 Évolution 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.

2.3.2 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.

2.3.3 Multiples boursiers de sociétés comparables

2.3.3.1 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.

2.3.3.2 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 aux ROC prévisionnels de Etam Europe et Etam Chine. 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).

2.3.3.3 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>	%	%	x	x
<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

Source : Datastream

2.3.3.4 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 de résultats d'exploitation (VE/REX) estimés 2013 et 2014 de chacun des échantillons retenus précédemment aux ROC estimés 2013e et 2014e d'Etam Europe et d'Etam Chine, et après prise en compte des éléments présentés en section 2.2.2, 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.

2.3.4 Actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF)

2.3.4.1 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.

2.3.4.2 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...

2.3.4.3 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 R² 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%.

2.3.4.4 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

2.3.4.5 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€)	319,8	337,4	358,1
Prix par action (€)	19,4 €	21,6 €	24,2 €

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 19,4€ et 24,2€, 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%.

2.4 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	19,4 €	21,6 €	24,2 €	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.

3. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT – ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Dans le rapport de l'expert indépendant figurant au présent paragraphe 3, le terme « OPRA » signifie Offre tel que ce terme est défini au paragraphe 1.1 ci-dessus.

3.1 Rapport de l'expert indépendant en date du 2 septembre 2013

Dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (**OPAS**) initiée par la société holding Finora sur Etam Développement suivie de l'Offre Publique de Rachat d'Actions (**OPRA**) initiée par Etam Développement (**la Société**) sur ses propres actions¹, nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil de Surveillance d'Etam Développement du 18 juillet 2013, de nous prononcer sur le caractère équitable, pour les actionnaires visés par l'opération, du prix d'Offre de **23 €** par action Etam Développement.

¹ Compte tenu de la nature de l'Offre, Etam Développement est en l'occurrence à la fois la Cible dont les titres sont visés par l'Offre et l'Initiateur de cette Offre.

Cette désignation et le présent rapport entrent dans le cadre des articles 261-1.I 1² et 261-1.I 3³ du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08, elle-même complétée des recommandations AMF du 28 septembre 2006⁴. 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 conclu⁵ ; notre désignation en qualité d'expert indépendant s'entend donc exclusivement au sens des articles 261-1 I 1, 261-1 I 2° et 261-1 I 3° du règlement général de l'AMF.

La présente attestation d'équité s'entend au sens de l'article 262-1.I⁶ du règlement général de l'AMF.

Indépendance

Ledouble SA est indépendant d'Etam Développement, de ses actionnaires de référence, ainsi que de Natixis, établissement présentateur de l'Offre :

- Ledouble SA n'a aucun lien juridique ou financier avec Etam Développement ou ses actionnaires ;
- 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 concernées⁷ ;

² 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 son conseil de surveillance** ou de l'organe compétent, 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 :

[...]

1° Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre ;

[...] ».

³ 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 ;

[...] ».

⁴ Recommandations modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

⁵ 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. »

⁶ 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 ».*

⁷ 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**.

- Nous considérons que la mission qui nous est confiée ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec l'établissement présentateur⁸.

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 (§ 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 2006⁹. 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'Etam Développement 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 :

- l'analyse des modalités de déroulement de l'Offre, sur la base d'entretiens avec des représentants Etam Développement et de Natixis¹⁰ ; la liste de nos contacts figure en **annexe 3** ; ainsi que les projets de note d'information élaborés par l'Initiateur puis par la Société en réponse ;
- l'examen des rapports annuels de la Société ainsi que de l'information réglementée accessible sur son site Internet ; notamment la prise de connaissance du rapport du commissaire aux comptes portant sur la revue limitée des comptes semestriels consolidés de la Société au 30 juin 2013 ;
- l'intégration dans nos modèles de valorisation, des données prévisionnelles de 2013 à 2016 élaborées par le management d'Etam Développement ;
- 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, présentée en **annexe 7** ;

⁸ Au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF.

⁹ Recommandations modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

¹⁰ Etablissement présentateur de l'Offre.

- le recoupement entre les différentes méthodes de valorisation employées pour évaluer l'action Etam Développement 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 ;
- la prise de connaissance des éléments relatifs à l'OPRA intervenue en 2010, par la consultation des notes d'informations et des accords conclus dans le cadre de cette opération antérieure à la présente OPAS suivie d'une OPRA.

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'information¹¹.

Plan du rapport

Nous présenterons successivement :

- les objectifs et le périmètre de l'Offre (§ 1) ;
- l'activité et l'environnement d'Etam Développement (§ 2) ;
- notre évaluation multicritères de l'action Etam Développement (§ 3) et la synthèse de ces travaux (§ 4) ;
- nos observations sur les éléments de valorisation de l'établissement présentateur (§ 5).

La conclusion constitue en soi l'attestation d'équité pour les actionnaires Etam Développement visés par l'Offre (§ 6).

¹¹ Note d'information émise conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

Les montants ci-après sont susceptibles d'être exprimés en euros (€), milliers d'euros (k€) ou millions d'euros (M€).

Nous nous référons dans la présentation de nos travaux de valorisation du titre Etam Développement à des primes induites par les différents critères d'évaluation sur le prix d'Offre de 23 € proposé aux actionnaires visés par l'Offre.

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

1.1 Société dont les titres sont visés par l'Offre

Etam Développement, dont les titres sont visés par l'opération, est constituée en Société en Commandite par Actions, au capital de 12 169 313 €, sise 78 rue de Rivoli, 75004 Paris. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 308 382 035 depuis le 26 juillet 1991 et clôture son exercice social à la fin de l'année civile.

La société est cogérée par trois commandité-gérants : Monsieur Pierre Milchior, Madame Marie-Claire Milchior-Tarica et Monsieur Laurent Milchior.

Les actions composant le capital d'Etam Développement, actuellement au nombre de 7 982 547 (§ 1.3.1), sont admises depuis 1997 aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé NYSE Euronext¹².

Au 30 juin 2013, Finora détient 2 773 680 actions Etam Développement, représentant 34,75% du capital et 24,07% des droits de vote de la Société.

Par ailleurs, Finora est membre, avec les familles Milchior et Tarica, du Concert qui détient 5 419 317 actions de la Société représentant 67,89% de son capital et 67,34% de ses droits de vote.

L'Offre, qui est constituée de deux opérations consécutives, porte :

- pour l'OPAS, sur l'intégralité des actions de la société émises et non détenues par le Concert, soit 2 563 230 actions, représentant 32,11% du capital et 32,66% des droits de vote de la Société ;
- pour l'OPRA qui suivra, sur 798 254 actions Etam Développement, soit 10% du capital de la Société.

1.2 Objectifs de l'Offre

L'Offre intègre deux opérations successives.

1.2.1 OPAS

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

¹² Sous le code ISIN FR0000035743.

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, Finora a accepté de compléter l'offre de liquidité proposée par Etam Développement dans l'OPRA qui suivra.

En conséquence, l'OPAS initiée par Finora précède l'OPRA afin de permettre à tous les actionnaires de la Société de pouvoir céder leurs actions Etam Développement dans des conditions satisfaisantes sans risque de réduction de leur apport.

Le projet d'OPAS a fait l'objet d'une annonce en date du 29 août 2013¹³.

1.2.2 OPRA

Comme pour l'OPAS, l'objectif de l'OPRA est d'offrir aux actionnaires de la société une liquidité satisfaisante.

Les capacités financières de la société ne lui permettent pas de faire une offre publique de rachat d'actions portant sur une part supérieure à 10% du capital social de la Société.

En conséquence, l'OPRA porte sur 798 254 actions Etam Développement, soit 10% du capital.

Le projet d'OPRA a fait l'objet d'une annonce en date du 29 août 2013¹⁴.

1.3 GÉOGRAPHIE DU CAPITAL ET DES DROITS DE VOTE AVANT L'OFFRE

1.3.1 Nombre d'actions et de droits de vote

Au 30 juin 2013, la répartition du capital et des droits de vote au sein d'Etam Développement est la suivante :

Actionnariat - au 30/06/2014				
Actionnaire	Nombre de titres	% capital	Droits de vote	% droits de vote
Famille Milchior	1 448 932	18,2%	2 634 864	22,9%
Finora	2 773 680	34,7%	2 773 680	24,1%
Total Famille Milchior	4 222 612	52,9%	5 408 544	46,9%
Famille Tarica	1 196 705	15,0%	2 352 910	20,4%
INTECO ¹	583 037	7,3%	1 166 074	10,1%
LINTO ¹	564 275	7,1%	1 128 550	9,8%
Flottant	1 415 918	17,7%	1 469 558	12,8%
Total	7 982 547	100,0%	11 525 636	100,0%

¹ Holdings financiers de droit américain

Finora est une holding dont le capital et les droits de vote sont intégralement détenus par la famille Milchior. Elle est l'initiatrice de l'OPAS et dispose de 2 773 680 actions et droits de vote Etam Développement, représentant respectivement 34,7% du capital et 24,1% des droits de vote de la Société.

¹³http://www.etamdeveloppement.com/fr/finance/documents/CP_Etam_resultats_semestriels_2013.pdf.

¹⁴http://www.etamdeveloppement.com/fr/finance/documents/CP_Etam_resultats_semestriels_2013.pdf.

La famille Milchior détient également directement 1 448 932 actions de la Société représentant 18,15% de son capital et 22,86% de ses droits de vote.

Les familles Milchior et Tarica ont le contrôle du capital et des droits de vote d'Etam Développement et agissent de concert depuis l'introduction en bourse de la société. Ce Concert possède 5 419 317 actions de la Société représentant 67,89% de son capital et 64,34% de ses droits de vote.

Par ailleurs, deux sociétés de droit américain, Inteco et Linto, détiennent respectivement 7,30% et 7,07% des actions et respectivement 10,12% et 9,79% des droits de vote de la Société.

Aucun autre actionnaire ne détient directement ou indirectement, seul ou de concert, plus de 5% du capital et des droits de vote de la Société.

Il n'existe pas de droit de contrôle spécifique à l'exception d'un droit de vote double attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles est justifiée une inscription nominative au nom d'un même actionnaire depuis une durée minimale de quatre ans, ainsi qu'aux actions nominatives nouvelles attribuées gratuitement à un actionnaire en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices, primes d'émission, à raison des actions bénéficiant de ce droit.

Ce droit de vote double cesse dès lors que les actions en bénéficiant font l'objet d'une conversion au porteur ou d'un transfert. Il n'en est donc pas tenu compte dans le calcul du nombre d'actions composant le capital.

1.3.2 Instruments donnant accès au capital

La Société n'a mis en place aucun instrument dilutif.

1.4 PÉRIMÈTRE DE L'OFFRE ET NOMBRE POTENTIEL D'ACTIONS

1.4.1 OPAS

L'Offre couvre la fraction du capital d'Etam Développement non détenue par le Concert, soit 2 563 230 actions (§ 1.1).

L'Offre sera financée par recours à un crédit bancaire auprès de Natixis.

Les sociétés Inteco et Linto, ainsi que Monsieur George Lindemann, se sont engagés à ne pas apporter leurs titres à l'Offre.

1.4.2 OPRA

L'Offre porte sur un maximum de 798 254 actions Etam Développement, soit 10% du capital social de la Société.

Comme mentionné dans la note d'opération d'OPRA, les actionnaires de la Société ont pris les engagements suivants :

- Messieurs Pierre Milchior, Laurent Milchior et George Lindemann et les sociétés Inteco et Linto se sont engagés à ne pas apporter leurs titres à l'Offre ;
- Madame Marie-Claire Milchior-Tarica apportera 40 500 actions à l'Offre ;
- la société FINORA s'est engagée à conserver un minimum de 5% du capital de la Société qui seraient apportés à l'OPAS et peut apporter à l'OPRA les titres acquis dans le cadre de l'OPAS jusqu'à 10% du capital de la Société.

Dans l'hypothèse où le nombre d'actions présentées en réponse à l'OPRA serait supérieur à 798 254, les règles de réduction propres à l'offre publique d'achat simplifiée s'appliqueront et il sera procédé, pour chaque actionnaire, à une réduction de sa demande proportionnellement au nombre d'actions présentées à l'OPRA.

Ces éléments sont détaillés dans la note d'opération OPRA en son § 1.3.7.

2. PRÉSENTATION DE L'ACTIVITÉ ET DE L'ENVIRONNEMENT D'ETAM DÉVELOPPEMENT

Nous nous sommes employés, préalablement à l'évaluation multicritères de la Société et de son titre (§ 3), à établir un diagnostic à partir d'informations sectorielles, de marché et financières, afin de dégager les principales forces et faiblesses d'Etam Développement ainsi que les opportunités et menaces auxquelles la Société est confrontée sur son marché¹⁵.

2.1 POSITIONNEMENT D'ETAM DÉVELOPPEMENT SUR SON SECTEUR

2.1.1 Activité et structure du Groupe¹⁶

La société Setamil, exploitant des boutiques de lingerie en Belgique, a été créée en 1925 par Martin Milchior. Elle est devenue Etam Développement en 1997.

Successivement, le groupe s'est développé dans le prêt-à-porter sous la marque Etam en 1963 puis 1.2.3 en 1983.

En 1995, Etam Développement a débuté son implantation à l'étranger avec l'ouverture de magasins en Chine puis en Europe de l'Ouest et de l'Est.

Le groupe compte désormais 4 523 points de vente (incluant les franchises internationales) qui sont essentiellement géographiquement implantés en France (726 points de vente) et en Chine (3 355 points de vente). Le groupe n'est pas présent sur le continent américain.

En Europe, le groupe opère en Europe sous les marques suivantes :

Etam est la principale marque du groupe avec 912¹⁷ points de vente et un chiffre d'affaires de près de 620 M€. La marque est présente sur le marché de la lingerie sous les marques Etam et Undiz (entrée de gamme destinée aux jeunes) et sur celui du prêt-à-porter ;

¹⁵ Cf. matrice Swot (§ 2.3.4).

¹⁶ Source : <http://www.etamdeveloppement.com/fr/home.php>.

¹⁷ Incluant la France et l'étranger.

1.2.3 est une marque de prêt-à-porter de milieu de gamme qui compte un parc de 256 magasins et réalise un chiffre d'affaires de l'ordre de 160 M€.

En Chine, un chiffre d'affaires de 440 M€ positionne le Groupe comme le 5^{ème} distributeur de vêtements féminins au travers des marques Etam, Etam Week-End, ES, Etam Lingerie, E-Homme et E-Kids.

2.1.2 Politique d'expansion

La stratégie d'Etam Développement est différenciée sur ces deux zones principales d'activité à savoir l'Europe (essentiellement la France) et la Chine.

Les prévisions d'activité Europe se caractérisent par :

- une conquête de parts de marché en lingerie via une extension et un repositionnement des points de vente en France comme à l'international, associé à l'élargissement de l'offre produits pour Etam (chaussant dans un premier temps) ;
- l'internationalisation des marques 1.2.3 et Undiz.

En Chine, le Groupe souhaite capitaliser sur les racines françaises de la marque Etam en montant en gamme et en « européenisant » son offre sur l'ensemble des marques, notamment la lingerie. Etam Développement entend également développer son activité e-commerce ainsi que son réseau de magasins dans les centres commerciaux.

2.2 CARACTÉRISTIQUES DU MARCHÉ

Nous nous concentrons, ci-après, sur les caractéristiques des marchés français et chinois de l'habillement féminin (prêt-à-porter et petites pièces) et de la lingerie, dans la mesure où le Groupe réalise encore 56% de ses ventes en France¹⁸ et 36% en Chine.

2.2.1 Marché du prêt-à-porter féminin français

2.2.1.1 Présentation du marché

Le marché de l'habillement féminin en France a représenté en 2011 un volume annuel de 9,8 Md€, en décroissance depuis 2007¹⁹ et s'établit à 40% du marché de l'habillement.

Le marché de l'habillement est fortement corrélé à l'évolution du PIB. Avec la dégradation de l'économie (croissance réelle négative attendue du PIB de -0.3%²⁰ en 2013), des dépenses « contraintes » (alimentation ou logement) en progression, les mesures d'austérité induites par la crise de la dette et la montée du chômage, les arbitrages des ménages se font moins en faveur des vêtements mais plutôt sur des produits technologiques, des loisirs ou de la santé.

¹⁸ 64% des ventes sont réalisées au sein de l'Europe.

¹⁹ Source : Xerfi – Mars 2012 – dernières données disponibles.

²⁰ Source : OCDE – Mai 2013.

Dans ce contexte, le prêt-à-porter féminin demeure le segment le plus touché (par rapport à la mode masculine et enfantine) et son recul devrait encore s'aggraver l'an prochain, avec un repli qui pourrait atteindre 3,5% après une baisse estimée à 3,1% en 2012²¹.

Pour les six premiers mois de l'année 2013, la consommation d'articles d'habillement et de textiles a enregistré un recul de 2,3% en valeur à surface comparable par rapport à la même période de 2012²².

Les acteurs du marché, dont les produits sont pour la plupart fabriqués en dehors de l'hexagone, sont exposés aux variations des cours de change € / USD et des prix des matières premières. A titre indicatif, le cours du coton, après avoir subi une forte pression en 2011, s'est établi aujourd'hui autour de 0,93 \$ la livre

2.2.1.2 Acteurs du marché et stratégies

Le marché de la distribution de prêt-à-porter féminin en France s'organise autour de trois types de circuits :

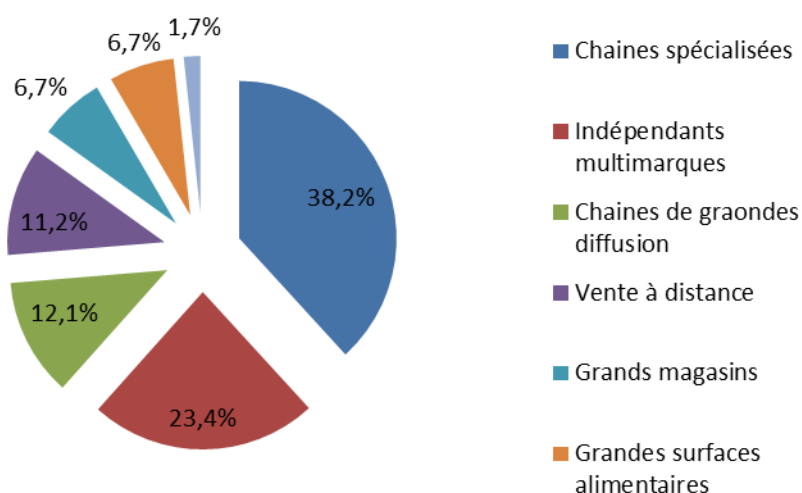
- les chaînes spécialisées (38,2% de part de marché), dont Etam fait partie avec des marques comme H&M, Zara, Camaieu, Promod, Carroll... ;
- les magasins indépendants multimarques (23,4% de part de marché) ;
- les circuits non spécialisés incluant :
 - o les chaînes de grande diffusion (12,1% de part de marché) avec La Halle, Kiabi, Géo...,
 - o la vente à distance (11,2% de part de marché),
 - o les grandes surfaces à prédominance alimentaire (6,7% de part de marché),
 - o les grands magasins (6,7% de part de marché) incluant par exemple Galeries Lafayette, Printemps, Le Bon Marché,
 - o les magasins populaires (1,7% de part de marché).

Les chaînes spécialisées et les magasins indépendants multimarques de grande diffusion dominent largement le marché avec plus de 60% des parts de marché.

²¹ Source : IFM – Novembre 2012.

²² Source : IFM – Juin 2013.

Segmentation des circuits de distribution



Les enseignes spécialisées dans l'habillement féminin cherchent à trouver de nouveaux leviers de croissance et à conquérir des parts de marchés notamment :

- en menant des politiques d'extensions de leurs réseaux par une augmentation du nombre des points de vente, l'objectif étant d'améliorer non seulement leur couverture du marché mais également de générer des économies d'échelle au niveau des coûts d'approvisionnement ;
- en créant de nouveaux concepts et enseignes : différenciation, élargissement de l'offre à d'autres produits (chaussures, accessoires...), collections capsules ou particulières ;
- en développant une offre d'e-commerce, la quasi-totalité des enseignes de prêt-à-porter féminin étant positionnées sur le segment internet.

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

- Les grandes surfaces alimentaires (GSA) et les magasins dits « populaires » repensent leurs espaces « textile » pour disposer de véritables espaces de vente dédiés à l'habillement proches du « concept-stores » des enseignes spécialisées.
- Les enseignes internet proposent des grandes marques et/ou leurs propres collections de prêt-à-porter et se tournent vers les réseaux sociaux.

Les grands magasins, positionnés haut de gamme, continuent à surperformer le marché suite à une augmentation de la fréquentation touristique étrangère.

En revanche, les magasins indépendants multimarques connaissent une décélération de leur activité avec le repli structurel de la demande, les pressions concurrentielles et la difficulté de comprimer certains postes de leurs charges.

2.2.2 Marché de la lingerie en France

2.2.2.1 Présentation du marché

Le marché de la lingerie féminine en France, qui occupe 12,1% du marché de l'habillement, a représenté en 2011 un volume annuel de 3 Md€, en repli de 1 % par rapport à 2010 mais en progression de 7,6% sur la période 2000-2011²³.

La France est le premier marché de la lingerie en Europe devant l'Allemagne et l'Italie.

Les dépenses de lingerie sont fortement soumises aux arbitrages de consommation. Le contexte économique défavorable, avec un pouvoir d'achat des ménages sous pression, a pesé sur le budget dédié aux achats d'articles de lingerie. La forte sensibilité aux prix a orienté les consommateurs vers les soldes ou les promotions et les articles importés moins haut de gamme aux prix plus attractifs.

Dans ce contexte, il est anticipé une poursuite du repli du marché de la lingerie (-1.5% en 2012)²⁴.

Les matières premières, et principalement le coton, qui représentent la principale charge d'exploitation des fabricants d'articles de lingerie, ont vu leurs prix s'envoler ces dernières années (cf. § 2.2.1.1). Associée à la faible répercussion dans les prix auprès des distributeurs due à la forte pression concurrentielle des pays asiatiques, la situation financière des fabricants apparaît moins favorable.

2.2.2.2 Acteurs du marché et stratégies

La distribution d'articles de lingerie rassemble un grand nombre de distributeurs. Les grandes surfaces alimentaires (GSA) le dominent largement, avec 36,4% de parts de marché, loin devant les enseignes spécialisées (16,1%) et les magasins indépendants multimarques (12,5%). Les GSA s'appuient sur un positionnement de prix attractif et de nouveaux espaces de vente dédiés à la lingerie proches du concept-stores des enseignes spécialisées.

Les chaînes spécialisées sont devenues des acteurs incontournables dans le secteur. Etam Lingerie domine le circuit, suivie par Rouge Gorge Lingerie, Darjeeling et Princesse TamTam. Leur stratégie de développement repose sur l'extension de leurs parcs de vente en renforçant le maillage du territoire afin d'accroître les volumes. Les autres leviers de croissance sont, d'une part, le renouvellement fréquent de l'offre de sous-vêtements et, d'autre part, l'élargissement de la gamme aux articles balnéaires, aux sous-vêtements masculins, aux vêtements d'intérieur (« *cocoonwear* » et « *loungewear* ») et aux cosmétiques. Ces enseignes misent également sur Internet en lançant leurs propres sites marchands afin de commercialiser leurs produits mais également de communiquer sur le lancement de leurs collections.

Les magasins indépendants multimarques ont perdu du terrain face aux chaînes spécialisées. Ils sont particulièrement vulnérables à la baisse de la demande malgré l'importance de la dimension conseil. L'absence de centrale d'achat les confronte à une difficulté pour proposer des prix attractifs tout en préservant leurs marges.

²³ Source : Xerfi – Avril 2012.

²⁴ Source : Xerfi – Avril 2012.

La vente à distance (10,8% de part de marché) regroupent les « veadistes » traditionnels qui se sont adaptés à l'essor du e-commerce et proposent plusieurs marques. De nouveaux acteurs sont également apparus.

Les grandes surfaces de prêt-à-porter (9,4% de part de marché) proposent une offre de sous vêtement dans leurs points de vente et sur leurs sites internet.

Les magasins dits populaires (8,1% de part de marché) ont renforcé leur présence en développant leurs marques de distribution tout en multipliant des partenariats avec des créateurs.

Les grands magasins (6,7% de part de marché) profitent de la fréquentation touristique étrangère mais sont potentiellement pénalisés par leur positionnement haut de gamme.

2.2.3 Le marché chinois

2.2.3.1 Le marché du prêt à porter

En 2012, le marché de l'habillement féminin en Chine est estimé à environ 47 milliards de dollars, soit une croissance annuelle de plus de 7% entre 2008 et 2012²⁵ (contre une croissance supérieure à 20% pour le marché total de l'habillement).²⁶

Avec la poursuite de la croissance du revenu disponible, la population chinoise rurale et urbaine consacre respectivement 7% et 11% de leurs dépenses en vêtements.

Les principaux canaux de distribution sont les grands magasins (38%) et les magasins spécialisés (28%).

2.2.3.2 Le marché de la lingerie

Depuis le milieu des années 90, le marché de la lingerie en Chine s'est transformé et développé.

Après avoir été longtemps perçus comme des vêtements de nécessité, la lingerie est désormais considérée comme un vêtement à part entière et un symbole de séduction et de luxe.

En 2012²⁷, le marché de la lingerie serait estimé à 2 milliards d'euros et progresserait de 20% par an depuis 2009.

Aujourd'hui, les chinoises consacraient environ 10% de leurs dépenses vestimentaires à la lingerie. Le marché est composé de marques internationales (60% du marché) et de marques nationales et asiatiques (40% du marché).

2.2.3.3 Le e-commerce en Chine

²⁵ Source : « Womenswear in China – ReportLinker – Février 2013.

²⁶ Source : China's apparel market, 2012 – Li & Fung Research Centre.

²⁷ <http://www.marketing-chine.com/chine/le-marche-de-la-lingerie-en-chine>. <http://poudreparticuliere.blogspot.fr/2012/11/lingerie-chinois-et-intime-aperçu-du.html>.

En à peine cinq ans, le B2C (*Business-to-Consumer*) est devenu un acteur important dans la distribution en Chine.

Le marché chinois de l'e-commerce devrait atteindre en 2014 environ 175 milliards de dollars.

En 2012, les ventes en ligne de vêtement ont atteint 50 milliards de dollars²⁸.

Néanmoins, la logistique demeure un gros défi que les acteurs du monde du e-commerce en Chine tentent d'améliorer afin de toucher plus de clients, notamment les personnes vivant dans des régions géographiques vastes et lointaines.

2.3 ÉVOLUTION D'ETAM DÉVELOPPEMENT

2.3.1 Analyse de l'activité et de la rentabilité

Le Groupe compte un effectif d'environ 22 000 personnes.

Au regard de l'information consolidée, l'activité et la profitabilité d'Etam Développement, exprimée en Excédent Brut d'Exploitation (EBITDA²⁹) ou Résultat d'Exploitation ou Opérationnel Courant (EBIT³⁰), a connu l'évolution suivante depuis 2008, en valeur brute et en valeur relative rapportée au chiffre d'affaires :

En M€	2008	2009	2010	2011	2012	1S 2013	CAGR
Chiffre d'affaires	987	1020	1127,1	1184,1	1217	597	5,4%
Var en %		3,3%	10,5%	5,1%	2,8%		
EBITDA	91,3	90,6	110,5	89,3	100	41	2,3%
Marge EBITDA	9,3%	8,9%	9,8%	7,5%	8,2%		
EBIT	37,3	43,9	52,8	41,5	42	18	3,0%
Marge EBIT	3,8%	4,3%	4,7%	3,5%	3,5%		

La forte hausse du chiffre d'affaires pour 2010 est imputable à l'activité en Chine (+38,1% et 15,9% à périmètre et taux de change constant) alors que l'Europe était en perte de croissance (+1,2% et -1% à périmètre et taux de change constant).

En 2011, dans un contexte de crise économique en Europe, le Groupe a continué sa progression de chiffre d'affaires associée à un recul de son résultat opérationnel courant. L'année a été marquée par la contre-performance de l'enseigne 1.2.3 (marge opérationnelle courante de -11,4% vs -4,3% en 2010), le changement des équipes de Direction de 1.2.3 et de l'activité lingerie d'Etam alors que la Chine a continué de dégager une rentabilité d'exploitation satisfaisante malgré, d'une part, le tassement de la croissance à magasins constants et, d'autre part, l'inflation des coûts, avec une marge opérationnelle courante de 5,9% (contre 8,1% en 2010).

En 2012, le chiffre d'affaires a progressé de 2,8% correspondant à une baisse de 3,4% à périmètre et taux de change constant. L'Europe a profité de la bonne tenue de la marque 1.2.3 et a présenté une bonne résilience dans un marché en baisse. Le marché chinois a été dopé par un taux de change positif qui a masqué les difficultés opérationnelles de la zone.

²⁸ <http://www.marketing-chine.com/analyse-marketing/les-ventes-en-ligne-de-vetements-de-la-chine-ont-atteint-50-milliards-de-dollars>.

²⁹ Excédent Brut d'Exploitation (EBE) ou *Earnings Before Interest Taxes Depreciation & Amortization* (EBITDA).

³⁰ Résultat d'exploitation ou Résultat Opérationnel Courant ou *Earnings Before Interests & Taxes* (EBIT).

La baisse constante de l'activité en Chine est liée :

- à une différenciation insuffisante et un manque d'attractivité des marques du Groupe,
- à l'évolution des canaux de distribution (augmentation des parts de marché des centres commerciaux et d'Internet),
- à l'accentuation de la concurrence des acteurs locaux et internationaux,
- au ralentissement de la croissance de la consommation textile.

Le taux de croissance annuel moyen cumulé du chiffre d'affaires sur la période 2008-2011 est ainsi de 5,4%, contre 2,3% pour l'EBITDA et 3% pour l'EBIT.

Il apparaît ainsi que l'augmentation du volume d'affaires ne se répercute pas intégralement sur la rentabilité.

Au 1^{er} semestre 2013, Etam Développement présente un chiffre d'affaires en progression de 0,7% à 597 M€ et une rentabilité relativement stable par rapport au 1^{er} semestre 2012. L'Europe affiche une bonne résilience en termes d'activité et de marge opérationnelle alors que la Chine enregistre une baisse de son activité en raison de la poursuite des problèmes structurels du groupe (évolution des canaux de distribution, positionnement des marques...).

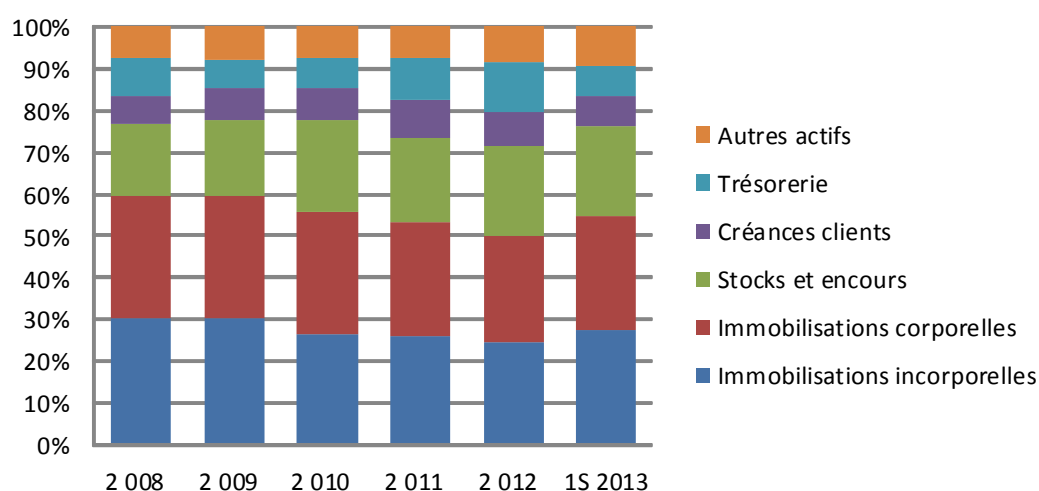
	30/06/2012			30/06/2013		
	Europe	Chine	1S 2012	Europe	Chine	1S 2013
Chiffre d'affaires	375,102	217,607	592,7	384,803	211,999	597
Var en %				2,6%	-2,6%	0,7%
Marge brute	223,64	123,209	346,8	227,444	116,948	344
Var en %				1,7%	-5,1%	-0,7%
EBITDA	22,157	18,16	40,3	29,07	12,051	41
Marge EBITDA	5,9%	8,3%	6,8%	7,6%	5,7%	6,9%
EBIT	12,965	6,075	19,0	18,15	0,233	18
Marge EBIT	3,5%	2,8%	3,2%	4,7%	0,1%	3,1%

La valeur du Groupe lors de la précédente OPRA, réalisée en avril 2010, avait été appréciée notamment à l'aide d'un plan d'affaires prévisionnel portant sur la période 2010 à 2013. Dans le contexte de marchés tel que décrit ci-avant, les réalisations de 2010 à 2012 et le budget 2013 pour l'Europe comme pour la Chine apparaissent en retrait par rapport aux anticipations qui avaient été faites, de sorte que la situation actuelle d'Etam Développement est différente de celle qui était prévue début 2010.

2.3.2 Structure de bilan

La structure du bilan consolidé d'Etam Développement depuis 2008 a évolué comme suit :

Evolution de la structure bilantielle - Actif



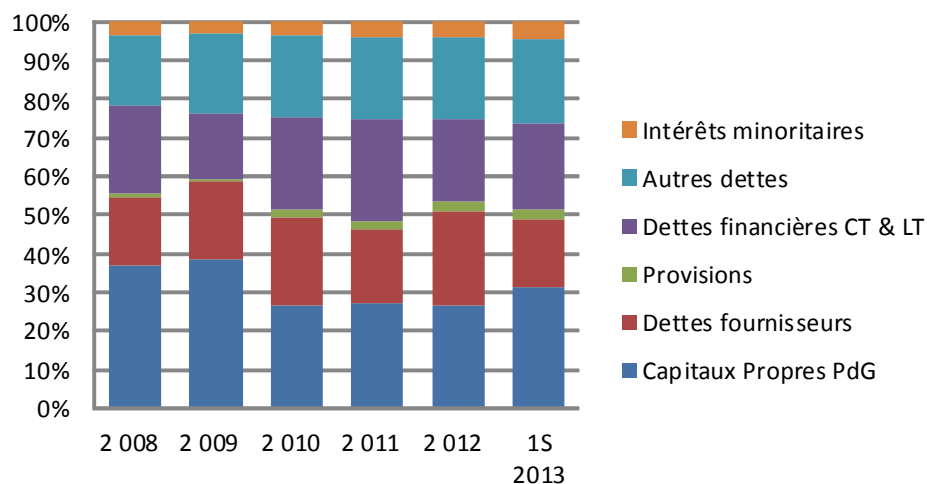
Les immobilisations incorporelles correspondent essentiellement à la juste valeur des droits au bail en Europe et représentent également entre 25% et 30% du total du bilan consolidé au cours des cinq dernières années. En effet, en application de la norme IAS 38, le Groupe comptabilise les droits au bail à la juste valeur dans ses comptes consolidés.

Les immobilisations corporelles comprennent pour l'essentiel les murs des magasins détenus en propres ainsi que les agencements et représentent entre 25% et 30% du total du bilan consolidé au cours des cinq dernières années. Les magasins dont le Groupe est propriétaire figurent au bilan consolidé pour leur juste valeur déterminée à chaque clôture à l'aide d'expertises immobilières réalisées en fonction des données du marché.

Le métier du Groupe nécessite une expertise spécifique dans les domaines de la logistique et de la gestion des stocks, qui représentent environ 20% du total du bilan consolidé au cours des cinq dernières années.

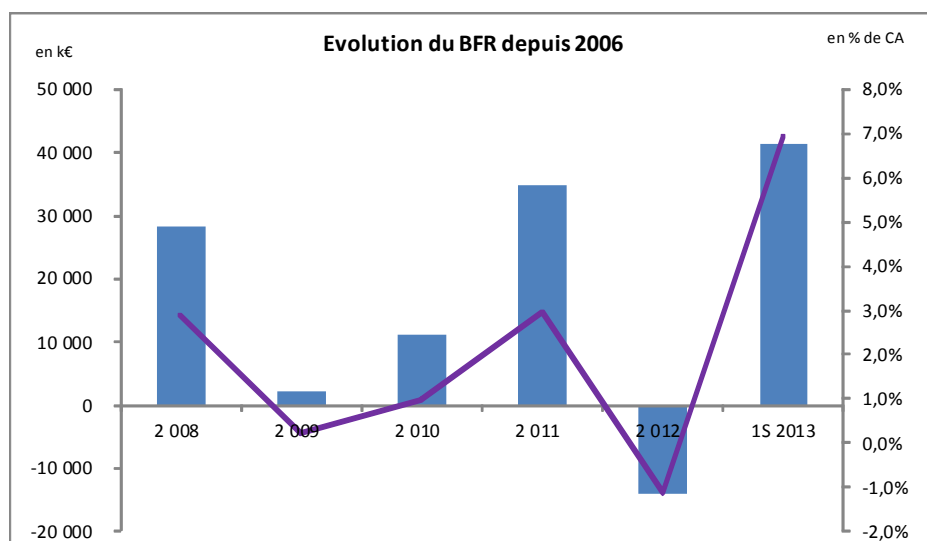
Le passif se caractérise par l'importance relative des capitaux propres et des dettes financières, respectivement 27% et 24% du total du dernier bilan consolidé :

Evolution de la structure bilantielle - Passif



Historiquement, la société disposait d'un Besoin en Fonds de Roulement (BFR) positif.

Au 31 décembre 2012, Etam Développement a présenté un BFR global négatif de l'ordre de -14 M€ ; le BFR pour l'activité chinoise est le reflet de stocks plus élevés et du paiement différé par les grands magasins dans lesquels les corners sont situés et du chiffre d'affaires après commissions. Au 1^{er} semestre 2013, le BFR est redevenu positif.



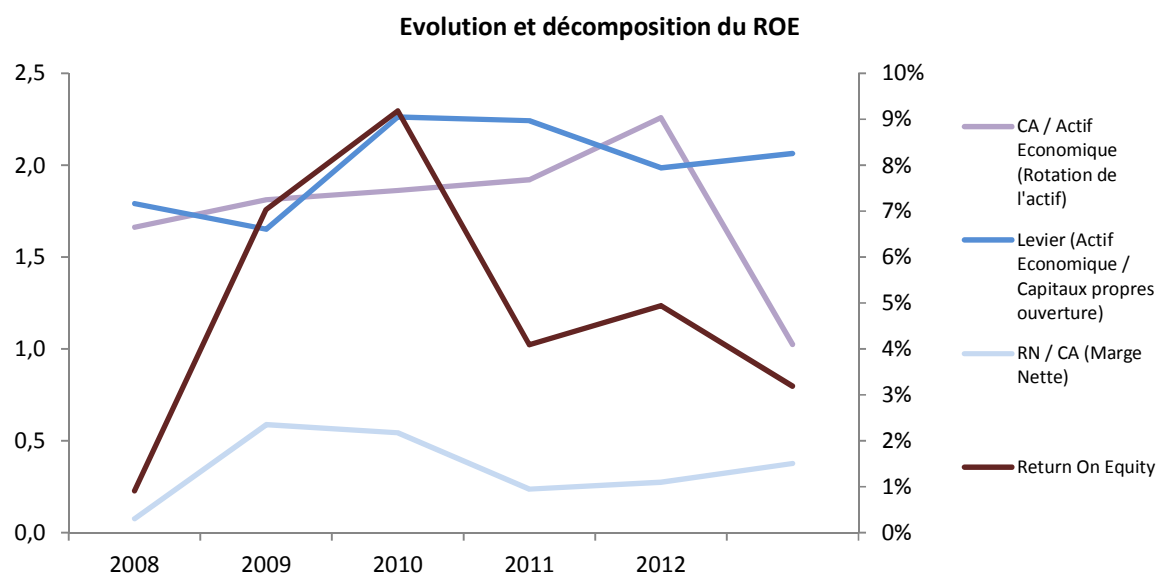
2.3.3 Rentabilité des capitaux propres

La rentabilité des capitaux propres (ROE³¹) d'Etam Développement 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 entre 2008 et 2012 est présentée graphiquement ci-après :

³¹ Return On Equity.



La progression du ROE entre 2008 et 2010 (de 0,9% à 9,2%) peut s'expliquer par la forte amélioration de la marge nette (2,2% en 2010 vs 0,3% en 2008) et le fort levier financier (2,3 en 2010 vs 1,7 en 2008).

La tendance s'est inversée à partir de 2011 avec un tassement prononcé du ROE en raison de l'insuffisante amélioration de l'actif économique qui n'a pas compensé l'érosion de la marge nette (1,1% en 2011) et le tassement du levier financier (2,0 en 2012).

2.3.4 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
Leadership dans la lingerie en France	Un positionnement trop généraliste pour Etam Prêt-à-porter et un concept devenu flou pour 1.2.3. Un positionnement en Chine qui ne correspond plus aux attentes du marché
Positionnement stratégique des points de vente (centre ville, centres commerciaux) permettant d'attirer un large éventail de consommateurs	L'importance de l'aspect mode et décalé chez Undiz rend le business model risqué (perte d'attractivité immédiate en cas d'échec de la collection)
Développement d'un réseau de commission affiliation permettant d'accélérer le développement du réseau et de réduire les coûts d'approvisionnement	Faible marge d'exploitation et pression de la concurrence
Développement de nouveaux concepts sur Etam (chaussant) et repositionnement de la marque 1.2.3	Besoin en fond de roulement positif Risque de change
Opportunités	Menaces
Repositionnement des points de vente : transfert des grandes surfaces d'Etam PAP vers Etam Lingerie et surfaces plus adaptées aux nouvelles offres	Maturité du marché du prêt-à-porter français et intensification de la concurrence avec une nécessité d'investir dans les prochaines années
Opportunités de croissance à l'international pour les marques 1.2.3 et Undiz et intégration de Market Place (Asos, Top Shop, Net à porter...)	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 de l'habillement
Profiter de l'image de la mode française en Chine mais avec un besoin fort de repositionnement de la marque localement	Le segment de l'habillement féminin est plus sensible aux variations des prix et à la conjoncture et présente des marges moins élevées que les segments de l'habillement masculin et enfants Exposition au risque de variation du coût des matières premières (coton) et des salaires dans les pays d'approvisionnement (Asie).

2.4 CARACTÉRISTIQUES COMPTABLES, FINANCIÈRES ET FISCALES

2.4.1 Observations sur le référentiel comptable

Etam Développement 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 31 décembre 2012 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes³² ; par ailleurs, sur la base de leur examen limité de l'information financière semestrielle au 30 juin 2013, ces derniers n'ont pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la conformité des

³² KPMG Audit et Constantin Associés.

comptes semestriels consolidés résumés avec la norme IAS 34 relative à l'information financière intermédiaire.

2.4.2 Observations sur l'endettement net

Nos travaux de valorisation analogique et intrinsèque ont été réalisés à l'issue de la clôture des comptes semestriels de l'exercice 2013 ; en revanche les analyses boursières³³ ont été menées au 29 août 2013, jour de l'annonce de l'Offre.

Par conséquent, nous avons retenu le niveau d'endettement net au 30 juin 2013, tel qu'il ressort des comptes semestriels.

Etam Développement opère dans plusieurs zones géographiques identifiées entre l'Europe, d'une part, et la Chine, d'autre part. Ainsi, nous avons distingué la dette financière nette entre celle attachée à l'activité Europe et celle de la Chine.

L'endettement financier consolidé retraité que nous retenons pour la valorisation intrinsèque est constitué de l'endettement financier net corrigé des encaissements et des décaissements attendus hors éléments du besoin en fonds de roulement, ce qui intègre :

- les provisions ainsi que des dépôts et cautions reçus,
- l'impôt différé actif sur les déficits reportables et les provisions,
- les actifs financiers (pour l'essentiel constitués des titres non consolidés et des dépôts et cautions versés),
- les prêts et autres dettes.

Endettement financier net retraité au 30/06/2013 (en M€)

Provisions	35,1
Passifs financiers long terme	183,9
Autres dettes	10,3
Passifs financiers court terme	26,0
Dettes financières	255,4
Actifs à caractère financier	20,7
Trésorerie et équivalents de trésorerie	65,6
Impôts différé actif sur déficits reportables et provisions	7,7
Endettement financier net	161,4

La Chine dispose d'une trésorerie nette de 16,8 M€ dont le montant a été déterminé à l'aide des informations ressortant de la consolidation.

Le solde de la dette du Groupe est affecté à l'Europe.

En outre, nous avons différencié le calcul de l'endettement net à déduire³⁴ de la valeur d'entreprise obtenue, selon la méthode de valorisation intrinsèque par l'actualisation des

³³ Données Etam Développement, données de marché et relatives aux entités comparables.

flux prévisionnels de trésorerie ou la méthode de valorisation analogique, pour aboutir à la valeur des capitaux propres.

Dans l'approche de valorisation analogique, la dette financière retraitée nette a été réduite des déficits fiscaux reportables qui ont été pris en réduction de l'impôt payé dans la détermination des flux prévisionnels de trésorerie, sous déduction du montant déjà constaté dans les comptes consolidés.

2.4.3 Rémunération des commandités

Etam Développement est une société en commandite par actions française régie notamment par le livre deuxième du Code de commerce. Ce statut a été adopté par l'assemblée générale extraordinaire du 29 mai 1996.

Au sein d'une société en commandite par actions, il existe deux sortes d'associés :

- les associés commanditaires, apporteurs de capitaux, qui ne sont responsables des dettes sociales qu'à concurrence du montant de leurs apports ; ils correspondent aux actionnaires concernés par l'OPAS puis l'OPRA ;
- les associés commandités, apporteurs en industrie, qui sont tenus indéfiniment et solidairement responsables des dettes sociales envers les tiers. Les associés commandités sont M. Pierre Milchior, Mme Marie-Claire Milchior-Tarica, Melle Vanessa Milchior, M. Laurent Milchior et la société Gerset.

Tel que prévu dans les statuts, le droit aux bénéfices des associés commandités est égal à 1% du montant du bénéfice distribuable de chaque exercice. Il est prélevé sur le bénéfice distribuable de chaque exercice. Le versement des sommes correspondant au droit aux bénéfices des associés commandités intervient dans les trois mois suivants l'approbation des comptes de chaque exercice par l'assemblée générale³⁵.

Les associés commandités n'ont aucun droit sur les réserves ni sur le boni de liquidation. Sous réserve des droits des associés commandités définis ci-dessus, les actionnaires disposent de la totalité des droits sur les bénéfices de chaque exercice, sur toutes réserves et sur tout boni de liquidation.

Ainsi, les dividendes affectés aux actionnaires par décision de l'assemblée générale sont déterminés après prélèvement des sommes revenant aux associés commandités.

Dans le cadre de l'évaluation des actions, nous avons pris en considération ce prélèvement attribué aux associés commandités tel que prévu dans les statuts qui vient en diminution des flux de trésorerie revenant aux actionnaires.

La rémunération des associés commandités a été déterminée par actualisation des droits aux bénéfices distribuables tels qu'ils sont anticipés dans le plan prévisionnel du Groupe en considérant une distribution annuelle de la totalité du résultat de l'exercice concerné, ce qui

³⁴ Ou ajouter pour la trésorerie nette.

³⁵ Article 23.2 des statuts Etam Développement.

constitue une approche prudente d'appréciation³⁶. Cette rémunération est venue en majoration de la dette financière nette retraitée.

3. ÉVALUATION DE L'ACTION ETAM DÉVELOPPEMENT

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 (§ 3.1) puis les approches de valorisation qui nous sont apparues les plus pertinentes afin d'apprécier le caractère équitable du prix de l'action Etam Développement proposé dans le cadre de l'Offre (§ 3.2 et suivants).

La date que nous avons retenue pour la référence au cours de bourse de l'action Etam Développement est le 29 août 2013, dernière journée de cotation avant l'annonce de l'Offre (§ 3.2).

Les paramètres financiers tels que la capitalisation boursière des comparables (§ 3.5) et le taux d'actualisation du plan d'affaires (§ 3.4) sont arrêtés au 29 août 2013.

Le nombre de titres Etam Développement pour nos calculs de valeur par action s'établit à 7 982 547 actions (§ 1.3.1).

Compte tenu de l'implantation du Groupe sur deux zones principales, à savoir l'Europe et la Chine, nous avons procédé aux évaluations en différenciant ces deux zones d'exploitation pour les approches faisant référence à des données d'exploitation du Groupe.

Les filiales exploitant en Chine sont détenues à 76%³⁷ par Etam Développement. Dès lors, la valeur de l'activité chinoise du Groupe a été retenue dans chaque approche d'évaluation pour 76% de sa valeur totale afin de neutraliser les intérêts revenant aux minoritaires.

3.1 MÉTHODES D'ÉVALUATION ÉCARTÉES

Nous justifions, ci-après, la non prise en compte, en tant que méthode d'évaluation, de l'actualisation des dividendes (§ 3.1.1) et de la référence aux comparables transactionnels (§ 3.1.2).

3.1.1 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.

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 dans une période récente.

³⁶ Cette approche prudente, qui est la seule pouvant être retenue en l'absence de politique de distribution de dividendes affichée, constitue la position la plus favorable aux actionnaires.

³⁷ Pourcentage d'intérêt, note 32 des comptes consolidés au 31 décembre 2012 et note 22 des comptes consolidés semestriels 30 juin 2013.

En outre, nous ne disposons que d'informations publiques parcellaires sur ces opérations, ce qui ne permet pas de disposer de paramètres de référence pertinents.

Pour mémoire, pour l'activité Europe, nous n'avons identifié qu'une seule opération, qui date de deux ans, à savoir l'acquisition d'Inticom SPA (Italie) par Pianoforte Holding en 2011.

Concernant l'activité Chine, nous avons examiné les acquisitions suivantes, dont deux sur les trois datent de plus de deux ans :

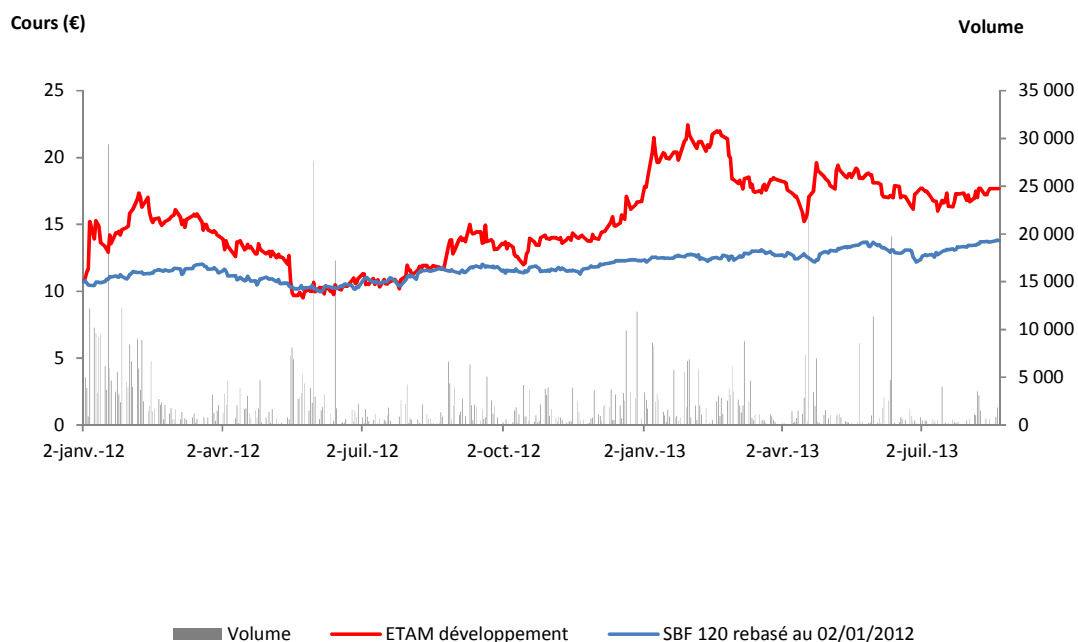
- en 2012 d'Odel PLC (Sri Lanka) par Parkon Retail Asia Ltd ;
- en 2011 d'Hing Yiap Group Berhad (Malaisie) par Everest Hectare Sdn ;
- en 2010 de NCF (Corée du Sud) par Lotte Shopping.

Compte tenu de l'ancienneté et de la faible représentativité des transactions, nous avons écarté cette approche de valorisation. Toutefois à titre d'information, nous précisons que la valeur des titres Etam Développement ressortant d'une évaluation analogique réalisée à partir des quatre transactions sus mentionnées serait comprise entre 15 € et 16 € par action.

3.2 RÉFÉRENCE AU COURS DE BOURSE

Les titres Etam Développement sont cotés sur le marché le compartiment C du marché réglementé NYSE Euronext.

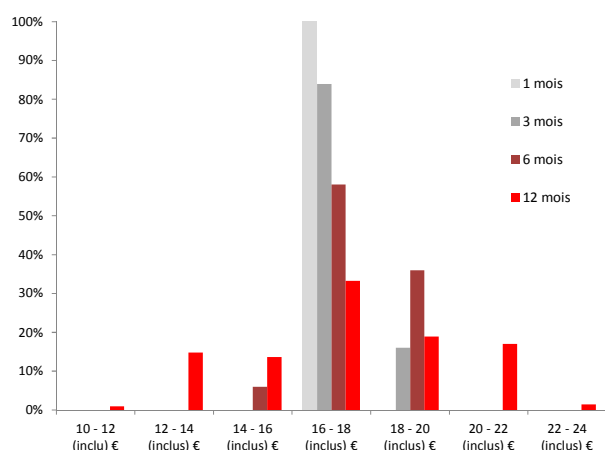
Nous présentons ci-dessous l'évolution du cours du titre Etam Développement depuis le 1^{er} janvier 2012 en comparaison à l'indice SBF 120 :



Les principales évolutions du cours de bourse d'Etam Développement depuis 1^{er} janvier 2012 sont les suivantes :

- une surperformance relative au SBF 120 du cours de bourse depuis le début de l'année 2012.
- une évolution contrastée sur l'année 2012, qui s'explique en deux temps :
 - une baisse continue sur les cinq premiers mois de l'année 2012 suite à l'annonce des résultats de l'année 2011 et à un avis peu optimiste du CNCC³⁸ face au projet de centres commerciaux jugés trop nombreux ;
 - une progression sur la deuxième partie de l'année avec des publications de résultats saluées par le marché (rebond en Europe).
- un plus haut atteint le 30 janvier 2013 à 22,45 € avec l'anticipation d'une bonne publication de chiffre d'affaires du 4^{ème} trimestre 2012. Depuis la publication des résultats 2012 inférieurs aux attentes, le titre continue de baisser.
- la moyenne sur les 20 dernières séances ressort à 17,46 € dans de faibles volumes d'échanges.

Sur les six mois qui précèdent l'annonce de l'offre, plus de 90% des volumes des titres ont été échangés dans la fourchette 16 € - 20 €.



Les échanges observés sur le flottant, qui représente de l'ordre de 18% du capital, portent sur une fraction assez faible du capital.

Le cours de 23 € n'a pas été atteint depuis le 3 août 2011.

Le tableau ci-dessous synthétise les primes induites par le prix d'Offre de 23 € en fonction de la moyenne des cours de bourse pondérés par les volumes avant la date de l'annonce :

³⁸ Conseil National des Centres Commerciaux.

Prime induite

Prix de l'offre	23,0 €	
Spot au 29/08/2013	17,9 €	28,5%
Moyenne 1 mois	17,5 €	31,3%
Moyenne 20 séances	17,5 €	31,3%
Moyenne 3 mois	17,4 €	32,2%
Moyenne 6 mois	17,6 €	30,4%
Moyenne 12 mois	17,3 €	33,0%
+ haut 12 mois	22,5 €	2,4%
+ bas 12 mois	12,0 €	91,7%

Cours pondéré par les volumes - Source : NYSE Euronext

Bien que les volumes échangés sur les douze derniers mois soit faibles, le cours de bourse d'Etam Développement constitue une base d'évaluation dans le cadre d'une OPAS destinée à assurer la liquidité du titre pour un actionnaire.

La part relativement faible du flottant et des échanges explique le suivi irrégulier et limité du Groupe par les sociétés de bourse et nous font relativiser la pertinence des objectifs de cours publiés par les analystes financiers. Nous considérons que le cours cible récent, dans le cas présent réduit à une seule source, ne constituent pas une référence suffisante³⁹.

3.3 ACTIF NET COMPTABLE ET L'ACTIF NET CORRIGÉ

Comme souligné ci-avant § 2.3.2, le Groupe a retenu l'option visant à porter à son actif les droits au bail de ses magasins européens et le patrimoine immobilier⁴⁰ en France et en Belgique pour leur juste valeur⁴¹, représentative d'une valeur de marché individuelle de chaque actif. Des tests de dépréciation d'actifs visant à s'assurer de l'absence de surévaluation de chacun des actifs sont effectués à chaque clôture annuelle. Ils portent sur la valorisation au cas par cas de chaque magasin (droit au bail et agencements) en fonction notamment des critères d'emplacement, d'activité et de rentabilité.

Ainsi, même si l'actif net comptable consolidé d'Etam Développement ne peut être considéré comme reflétant la valeur de la totalité du *goodwill* généré par l'activité et la rentabilité des activités, il est représentatif du patrimoine du groupe pour ce qui concerne les actifs qui peuvent être cédés isolément.

Dès lors, l'actif net comptable consolidé est un des éléments d'appréciation du patrimoine du Groupe. Il ressort à 282,3 M€⁴², soit **35,4 €** par action.

Broker	Date	Cours à date (€)	Objectif (€)
G. de la Dussan	02-11-13	17,00	20,00
G. de la Dussan	02-11-13	20,35	19,30
39 G. de la Dussan	13-06-12	12,00	17,00

⁴⁰ Le patrimoine immobilier intègre les magasins exploités en interne ou mis à bail, les bureaux de Clichy essentiellement utilisés en interne, et les entrepôts.

⁴¹ Déterminée soit par un expert externe, soit en interne.

⁴² Source : rapport financier semestriel – 30 juin 2013.

L'approche IFRS ne conduit pas à reconnaître dans les comptes la totalité des actifs et des passifs identifiables.

Aussi à titre d'information, nous avons cherché à corriger l'actif net comptable au 30 juin 2013, des actifs et des passifs identifiés mais non reconnus en comptabilité :

- la valeur de la marque (valorisée selon une unique approche par capitalisation des redevances attendues en fonction du taux de redevance de marque facturé aux entités chinoises pour l'utilisation de la marque Etam) ;
- la révision de l'endettement afin d'y intégrer (i) les investissements de remise à niveau permettant de conforter la valeur de la marque, (ii) la quote-part de dividendes revenant aux commandités (valorisation du préciput) et (iii) la prise en compte d'un actif d'impôt au titre des reports déficitaires en fonction d'une prévision d'utilisation à long terme.

Cette liste est limitative et l'approche ne permet pas de déterminer un actif net réévalué reflétant la valeur globale de l'activité et de la rentabilité du Groupe qui sont analysées dans les autres approches d'évaluation décrites ci-après (§ 3.4 et § 3.5).

Sur cette base, l'actif net corrigé ressort à 289 M€ soit **36,2 €** par action, valeur proche de l'actif net comptable consolidé.

Ces deux valeurs⁴³ s'avèrent être supérieures au résultat des approches d'évaluation fondées sur la rentabilité des activités qui seront présentées ci-après (§ 3.4 et § 3.5).

Ceci s'explique notamment par le fait que, dans les comptes consolidés, la juste valeur de chaque emplacement/magasin est déterminée :

dans le cadre d'une appréciation individuelle par magasin et non dans le cadre d'une appréciation globale portant sur un ensemble des magasins qui aurait des conséquences sur les conditions de transactions, mais également sur les structures et le fonctionnement du Groupe ;

sans prise en compte des prévisions du marché, de la rentabilité globale du Groupe, de sa stratégie de développement et d'investissements tant en Europe qu'en Chine.

3.4 VALORISATION INTRINSÈQUE PAR L'ACTUALISATION DES FLUX DE TRÉSORERIE PRÉVISIONNELS OU *DISCOUNTED CASH-FLOWS* (DCF)

Dans notre approche multicritères, nous avons recherché une valeur intrinsèque de la Société et du titre Etam Développement en actualisant, à compter du 1^{er} juillet 2013, les flux de trésorerie prévisionnels issus du plan d'affaires 2013-2016 que nous a présenté le management.

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.

⁴³ Actif net comptable au 30 juin 2013 et actif net corrigé au 30 juin 2013.

Dans la pratique, cette valeur d'entreprise est estimée sur la base des *cash-flows* libres futurs⁴⁴, lesquels sont actualisés à un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital (fonds propres et externes).

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.

3.4.2 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.

Afin de prendre en considération la diversité des activités au niveau géographique du Groupe Etam Développement, nous avons retenu deux taux d'actualisation distincts pour l'activité Europe et l'activité Chine.

3.4.2.1 Taux sans risque

En Europe, le taux sans risque de 2,1% correspond à la moyenne OAT 10 ans sur 6 mois⁴⁵.

En Chine, le taux sans risque de 4,1% correspond au Bond 10Y China⁴⁶.

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 8,3% pour l'Europe 6,5% pour la Chine⁴⁷.

3.4.2.3 Beta

Un échantillon de sociétés cotées comparables a été déterminé de façon distincte pour l'Europe et la Chine.

Pour chacune des sociétés comparables, le bêta « désendetté » de l'action par rapport à son indice de référence a été repris sur une période de quatre ans afin de tempérer les aléas boursiers.

⁴⁴ 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).

⁴⁵ Source Banque de France.

⁴⁶ Source: <http://www.tradingeconomics.com/china/indicators>.

⁴⁷ Calcul Ledouble - Basé sur le calcul d'une prime prospective du marché français.

Les bêtas désendettés moyens résultant des deux échantillons ressortent à 0,68 pour l'Europe et 1,00 pour la Chine.

3.4.2.4 Prime de risque spécifique

Pour l'activité Europe, 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'Etam Développement tels que retenus dans le plan stratégique qui nous a été remis par le management ; en particulier :

- le risque de repositionnement de l'ensemble des marques de l'activité prêt-à-porter dont les fruits de la stratégie initiée actuellement ou dans un proche avenir ne sont prévus qu'à moyen terme ;
- le risque de perte de la position actuelle de leader dans la lingerie en France. Maintenir cette position sur un marché concurrentiel implique un accroissement des surfaces de distribution en Europe et un élargissement des gammes de produits, investissements dont les résultats ne peuvent être parfaitement appréciés.

Pour le pôle Chine, nous avons retenu une prime de risque pays de 1,1%⁴⁸ et une prime de risque spécifique de 2,5% afin de tenir compte de plusieurs facteurs notamment :

- du montant des investissements importants en lien avec un repositionnement commercial et de marques complet ;
- d'une activité de vente en ligne réduite actuellement ;
- du contexte concurrentiel intensifié et de l'explosion de nouveaux canaux de distribution.

3.4.2.5 Synthèse

Sur ces bases, le CMPC utilisé pour l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie s'élève à 9,7% pour l'Europe et 14% pour la Chine :

CMPC	
Taux sans risque	2,1%
Beta de l'actif économique	0,68
Prime de risque de marché	8,3%
Prime de risque spécifique	2,0%
CMPC	9,7%

CMPC	
Taux sans risque	4,0%
Beta de l'actif économique	1,00
Prime de risque de marché	6,5%
Prime de risque pays	1,1%
Prime de risque spécifique	2,5%
CMPC	14,0%

⁴⁸ Source : Damodaran.

3.4.3 Plan d'affaires d'Etam Développement

3.4.3.1 Plan d'affaires du management 2013-2016

La société développe son activité sur deux marchés distincts :

- l'Europe, principalement la France,
- et la Chine.

Le plan d'affaires présente distinctivement ces deux pôles en raison des caractéristiques différentes d'activité, de développement, de rentabilité et de croissance.

Les plans d'affaires élaborés par le management⁴⁹ s'étendent sur la période 2013-2016 ; la durée de la période explicite s'étend donc sur quatre exercices.

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

- des taux de croissance du chiffre d'affaires élevés intégrant :
 - o des ouvertures, des transferts et des réaménagements de magasins, soutenus par un niveau d'investissement élevé,
 - o des fermetures de magasins ne répondant plus aux stratégies d'enseignes,
 - o des gains de parts de marché sur le prêt à porter,
 - o un taux de croissance organique de la lingerie supérieur au marché, notamment sur la marque Undiz ;
- une amélioration des marges d'EBITDA et d'EBIT sous l'effet bénéfique (i) d'une attractivité renouvelée de la marque Etam associée à un développement d'Undiz ,(ii) d'un redéploiement du parc entre enseignes, et (iii) de la restructuration en cours en Europe du Sud ;
- des investissements importants⁵⁰ qui soutiennent la croissance en Europe.

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

- une transformation de son image et ses concepts ;
- une croissance du chiffre d'affaires compte tenu de la mise en place de nouveaux canaux de distribution permettant un retour progressif à des marges d'EBITDA plus élevées ;
- des investissements significatifs en lien avec le développement.

⁴⁹ Les caractéristiques du plan sont présentées par l'établissement présentateur de façon détaillée dans la note d'information § 3.2.1.

⁵⁰ Ouvertures, nouveaux concepts, transferts de magasins entre enseignes...

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

A l'issue du plan d'affaires, une valeur terminale a été déterminée. Elle prend en compte un niveau d'investissement reflétant les efforts nécessaires au maintien d'une croissance de 2% qui constitue un objectif pour confirmer la position des marques, notamment dans la lingerie. Ce taux a été porté en Chine à 2,5% sur la base des hypothèses d'inflation à moyen terme.

3.4.3.2 Prise en compte du parc immobilier dans le plan d'affaires du management

Compte tenu du poids important des actifs immobiliers détenus par le Groupe, nous avons élaboré, à partir du plan d'affaires du management, un plan alternatif isolant la valeur du parc immobilier.

Le patrimoine immobilier d'Etam Développement se compose :

- du siège de Clichy et de deux entrepôts, nécessaires au fonctionnement de la société, difficilement cessibles sans effet associé ;
- des murs de magasins, composés d'actifs peu différenciés, éventuellement fongibles d'une enseigne à l'autre, pouvant être cédés pour désendetter le Groupe sans remettre en question sa stratégie d'ensemble.

Ainsi dans une seconde approche, nous avons retraité, pour l'activité Europe, le plan prévisionnel afin d'y refléter la location des magasins au lieu et place de leur détention en propre par le Groupe. Dans cette hypothèse, la valeur du parc immobilier⁵¹ (nette d'impôt) sur la base de la juste valeur ressortant des comptes consolidées au 31 décembre 2012 a été portée en réduction de l'endettement⁵².

Dans chacune des approches d'évaluation fondées sur l'activité et la rentabilité du Groupe, nous avons donc déterminé une valeur en considérant deux approches :

- le maintien de la détention en pleine propriété de magasins composant le patrimoine immobilier actuel d'Etam ;
- le caractère cessible de ces actifs suivi ensuite de leur location selon le retraitement exposé au présent paragraphe.

A l'inverse des murs des magasins, les droits au bail inscrits à l'actif du bilan consolidé d'Etam Développement ne constituent pas un actif cessible globalement dans la mesure où l'exploitation en France est effectuée sous la forme d'un réseau de magasins à la marque. Une cession des droits au bail en France reviendrait à modifier en totalité la stratégie commerciale, ce qui n'est pas envisagé. Toutefois, nous nous sommes assurés que le plan d'investissement intégrait bien la trésorerie résultant de la cession des fonds de commerce

⁵¹ Ce retraitement est sans effet sur les droits au bail acquittés par les locataires, qui demeurent dans les comptes du Groupe.

⁵² Cette approche prend en compte une cession des magasins suivie de leur location aux conditions actuelles telles qu'elles ressortent des refacturations intragroupe de loyers entre les entités opérationnelles et la foncière Nortex (filiale du Groupe) qui détient les murs.

en déduction de l'investissement nécessaire aux nouvelles acquisitions pour tous les transferts de magasins sans augmentation du nombre de points de vente.

3.4.3.3 Synthèse de la valeur

L'analyse de la sensibilité de la valeur unitaire de l'action Etam Développement aux différents paramètres retenus dans la modélisation en DCF (taux d'actualisation de 9,7% en Europe et 14% en Chine, taux de croissance à l'infini de 2% en Europe et 2,5% en Chine) conduit à une fourchette de valeurs comprise entre **19,9 €** et **22,9 €** par action.

Afin de tester la sensibilité du plan d'affaires, nous avons analysé la sensibilité de la valeur du titre Etam Développement aux variations simultanées du taux d'actualisation et du taux de croissance en Europe et en Chine.

Le tableau ci-dessous est présenté en variation de la valeur des capitaux propres par action :

Variation de la valeur des capitaux propres par action		Variation du CMPC				
		-2 pts	-1 pts	0 pts	+1 pts	+2 pts
Variation du taux de croissance infinie	-1 pts	8,2 €	0,5 €	-5,5 €	-10,2 €	-14,0 €
	-0,5 pts	12,7 €	3,8 €	-2,9 €	-8,2 €	-12,4 €
	0 pts	18,0 €	7,7 €	0,0 €	-5,9 €	-10,6 €
	+1 pts	24,3 €	12,1 €	3,3 €	-3,4 €	-8,6 €
	+2 pts	31,9 €	17,3 €	7,1 €	-0,5 €	-6,4 €

Ce tableau met en évidence la sensibilité importante de la valeur par action aux paramètres d'évaluation.

Aussi à titre d'information complémentaire, nous avons également effectué une analyse de sensibilité sur l'évaluation Europe - les données et les paramètres pour l'activité Chine étant inchangés⁵³.

Le tableau ci-après est présenté en valeur des capitaux propres par action :

Valeur des capitaux propres par action		Variation du CMPC				
		-2 pts	-1 pts	0 pts	+1 pts	+2 pts
Variation du taux de croissance infinie	-1 pts	30,5 €	23,2 €	17,5 €	13,1 €	9,5 €
	-0,5 pts	34,9 €	26,4 €	20,1 €	15,1 €	11,1 €
	0 pts	40,1 €	30,2 €	22,9 €	17,3 €	12,9 €
	+1 pts	46,3 €	34,6 €	26,2 €	19,9 €	14,9 €
	+2 pts	53,9 €	39,8 €	30,0 €	22,7 €	17,1 €

3.5 VALORISATION ANALOGIQUE PAR LES COMPARABLES BOURSISERS

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation du titre Etam Développement par référence aux multiples de résultat d'exploitation d'un panel de comparables boursiers.

3.5.1 Étendue et composition de l'échantillon

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées purement comparables à Etam Développement en termes d'activité, de taille, de taux de marge d'exploitation et de zone géographique d'activité.

⁵³ Sensibilité effectuée sur l'hypothèse de maintien de la détention en pleine propriété de magasins telle indiquée § 3.4.3.2.

Compte tenu de la diversité des situations des activités au niveau géographique, nous avons constitué deux échantillons de sociétés cotées distincts pour valoriser l'activité Europe et l'activité Chine. La présentation détaillée des échantillons figure en **annexe 8**.

Pour l'activité Europe, nous avons ainsi privilégié un panel de sociétés composé de sociétés cotées présentant un flottant significatif, une capitalisation boursière comparable avec celle d'Etam, une couverture commerciale géographique qui ne soit pas mondiale et évoluant dans le secteur de l'habillement au sens large :

En mon locale (M)	Pays	Cours (€)	Flottant	Nbre d'actions	Cap. Boursière 1 mois	VE
CALIDA Holding AG	Switzerland	23,8	54,6%	8,0	187,6	140,4
Bjorn Borg AB	Sweden	29,1	76,9%	25,1	749,3	683,6
Silvano Fashion Group AS	ESTONIA	2,6	79,7%	39,4	102,5	82,2

Pour l'activité Chine, nous avons retenu des acteurs intervenant en Chine, Hong Kong et Taiwan dans le secteur de l'habillement au sens large :

En mon locale (M)	Pays	Cours (€)	Flottant	Nbre d'actions	Cap. Boursière 1 mois	VE
Bosideng International Holdings Ltd.	Cayman Islands	1,7	34,8%	8 007,4	13 125,1	11 509,8
Giordano International Ltd.	Bermuda	7,5	68,7%	1 559,8	12 139,1	11 153,1
I.T Limited	Bermuda	2,2	36,4%	1 228,8	2 752,4	2 825,4
Daphne International Holdings Ltd.	Cayman Islands	5,0	56,3%	1 649,1	9 248,8	8 401,1

3.5.2 Modalités de calcul des multiples de résultat d'exploitation (EBIT) par référence à la valeur d'entreprise (VE)

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, car il ne nous apparaît pas ici pertinent de valoriser Etam Développement sur le seul critère du volume d'activité sans tenir compte de la rentabilité d'exploitation prévisionnelle de la Société ;
- d'excédent brut d'exploitation (EBITDA), car les politiques d'investissements menées par les sociétés comparables sont hétérogènes, notamment en terme d'acquisition des murs de magasins et de traitement des loyers comptabilisés dans l'EBITDA ;
- 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.

Ainsi, nous avons privilégié les multiples VE/EBIT sur les années 2013 et 2014 associés à la dette nette appréhendée au 30 juin 2013 (§ 2.3.2).

Afin de déterminer le ratio VE/EBIT 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 mois⁵⁴ ; l'endettement net s'intercalant entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;

les estimations d'EBIT⁵⁵, sur l'ensemble du panel, sont issues de consensus d'analystes.

Pour les estimations de l'EBIT de l'activité Europe, nous avons pris les deux hypothèses concernant la détention du parc immobilier étudiées au § 3.4.

3.5.3 Synthèse

Nous présentons ci-dessous les multiples obtenus, par rapport à l'EBIT (§ 3.5.2), sur la base du cours moyen 1 mois au 29 août 2013 des entités composant notre panel de comparables (§ 3.5.1) :

(i) Europe

	VE/EBIT	
	2013	2014
CALIDA Holding AG	6,4	5,8
Bjorn Borg AB	11,5	10,1
Silvano Fashion Group AS	4,3	3,3
Moyenne	7,4	6,4
Médiane	6,4	5,8

(ii) Chine

	VE/EBIT	
	2013	2014
Bosideng International Holdings Ltd.	6,2	5,5
Giordano International Ltd.	11,4	10,2
I.T Limited	7,0	5,8
Daphne International Holdings Ltd.	7,8	6,7
Moyenne	8,1	7,1
Médiane	7,4	6,3

Avec l'application des multiples moyens aux EBIT prévisionnels 2013 et 2014 respectifs des activités en Europe et en Chine, sous déduction de l'endettement net tel décrit au § 2.3.2, la valeur du titre Etam Développement se situe dans une fourchette de **18,8 € à 25,0 €**.

4. SYNTHÈSE DE LA VALORISATION MULTICRITÈRES

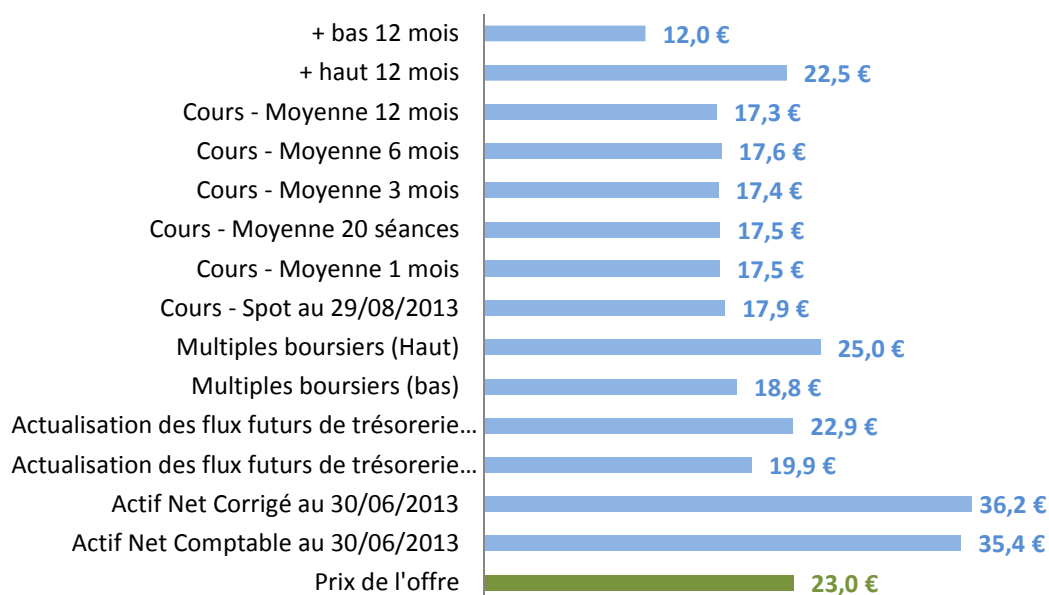
Les valeurs obtenues à l'issue de notre évaluation multicritères sont résumées dans le tableau et les graphiques ci-dessous :

⁵⁴ Au 29 août 2013.

⁵⁵ Au titre de 2013 et 2014.

Synthèse Etam Développement	Valeur de l'action		Prime/Décote	
Cours - Spot au 29/08/2013	17,9 €		28%	
Cours - Moyenne 1 mois	17,5 €		31%	
Cours - Moyenne 20 séances	17,5 €		31%	
Cours - Moyenne 3 mois	17,4 €		32%	
Cours - Moyenne 6 mois	17,6 €		30%	
Cours - Moyenne 12 mois	17,3 €		33%	
+ haut 12 mois	22,5 €		2%	
+ bas 12 mois	12,0 €		92%	
Multiples boursiers	18,8 €	25,0 €	22%	-8%
Actualisation des flux futurs de trésorerie	19,9 €	22,9 €	16%	0%
Actif Net Corrigé au 30/06/2013	36,2 €		-36%	
Actif Net Comptable au 30/06/2013	35,4 €		-35%	
Prix de l'offre	23,0 €			

Synthèse valeur de l'action (en €)



5. ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR

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

Les méthodes d'évaluation que nous avons employées sont dans l'ensemble comparables à celles auxquelles a eu recours l'établissement présentateur, ce dernier ayant écarté la méthode de l'actif net comptable.

À l'exception du cours de bourse et des cours cibles, aucune méthode d'évaluation globale ne capture entièrement la diversité du portefeuille en termes d'activités et de zones géographiques.

Afin de capter les spécificités liées aux activités internationales d'Etam Développement, l'établissement présentateur a fondé, comme nous-mêmes, ses travaux sur une somme des parties, activités Europe d'une part, activités Chine d'autre part.

Il ressort de la comparaison de nos travaux de valorisation avec ceux effectués par Natixis les principaux points suivants.

5.1 VALORISATION ANALOGIQUE

La confrontation de la valorisation par les comparables boursiers appelle un commentaire sur l'échantillon qui diffère au niveau de l'activité Europe.

Pour l'activité Europe, l'établissement présentateur s'est porté sur un échantillon de six sociétés comparables : Calida, Charles Vogele, Adolfo Rodriguez, Damartex, Bjorn Borg et Silvano Fashion.

Nous n'avons pas retenu Charles Vogele, Adolfo Rodriguez et Damartex en raison d'écarts importants constatés sur le niveau des marges de ces sociétés par rapport à Etam Développement et d'un réseau de distribution centré sur la vente par correspondance pour le cas unique de Damartex (avec une liquidité du titre réduite).

L'établissement présentateur a retraité certains éléments dans la dette financière des sociétés comparables : investissement bancaire garanti en Chine pour Bosideng et participations pour Giordano et Calida. De notre côté, nous n'avons effectué aucun retraitement afin de garantir l'homogénéité des données utilisées pour notre échantillon.

La fourchette de valeurs retenues par l'établissement présentateur est moins large que la nôtre mais n'appelle pas de commentaire de notre part.

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 :

- sur un plan plus méthodologique, l'établissement présentateur extrapole le plan d'affaires jusqu'en 2020 avec un flux normatif correspondant à un objectif à moyen terme de marge d'EBITDA ;
- les taux d'actualisation retenus par Natixis sont de 9,4% pour l'Europe et de 13,7% pour la Chine, les nôtres sont de respectivement 9,7% et 14% ;
- nous retenons un taux de croissance à l'infini de 2% pour l'Europe contre 1,5% pour Natixis qui a auparavant étendu le plan prévisionnel établi par le management de la Société avant de déterminer une valeur terminale ;
- nous utilisons le même taux de croissance à l'infini pour la Chine, soit 2,5%.

Natixis n'a pas retenu la méthode d'analyse en retraçant le parc immobilier comme décrit § 3.4 en raison d'une trop faible différence avec le résultat obtenu par la méthode de valorisation intrinsèque classique.

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

	Ledouble		Natixis	
Cours de bourse	17,3 €	17,9 €	17,3 €	17,9 €
Objectif de cours des analystes	na		15,4 €	20,0 €
Multiples boursiers	18,8 €	25,0 €	19,3 €	21,5 €
Actualisation des flux futurs de trésorerie	19,9 €	22,9 €	18,8 €	24,8 €
Actif Net Corrigé au 30/06/2013	36,2 €		na	
Actif Net Comptable au 30/06/2013	35,4 €		na	

6. CONCLUSION

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

- Le prix de l'Offre de 23 € :
 - o extériorise une prime de plus de 30% sur le cours de bourse moyen pondéré observé sur les douze derniers mois et de 28% par rapport au cours du 29 août 2013 ;
 - o s'inscrit dans le haut des fourchettes de valorisation fondées sur les perspectives d'activité et de rentabilité ;
 - o présente une décote de l'ordre de 35% par rapport à l'actif net comptable et corrigé au 30 juin 2013.
- Dans un environnement concurrentiel tendu, le repositionnement des marques prêt-à-porter et la nouvelle stratégie en Chine prévus dans le plan d'affaires induisent un aléa dans les réalisations des prochaines années avant de pouvoir produire leur plein effet.

Dans ce contexte, nous sommes d'avis que le prix proposé de 23 € 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 Etam Développement.

Fait à Paris, le 2 septembre 2013

LEDOUBLE SA

Agnès PINIOT

ANNEXES

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 de surveillance
- constitution d'un panel de « comparables »
- approches d'évaluation multicritères (références boursières et prévisionnelles,
- recherche de transactions comparables
- analyse de l'actif net comptable et détermination des éléments à retraiter

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 25 juillet 2013 portant sur la présente Offre s'établit à 70.000 € (hors taxes).

Annexe 2 : Principales étapes de l'expertise

⇒ A partir du 8 juillet :

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

⇒ Semaine du 15 juillet au 19 juillet :

- 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

⇒ Semaine du 22 juillet 26 au juillet :

- Contacts, réunion et entretiens avec le management de la Société
- Contacts, réunion et entretiens avec l'établissement présentateur
- Travaux d'évaluation multicritères

⇒ Semaine du 29 juillet au 2 août :

- Contacts, entretiens et point d'étape avec l'établissement présentateur
- Poursuite des travaux d'évaluation multicritères
- Demandes d'informations complémentaires

⇒ Semaine du 5 août au 9 août :

- Point d'étape avec l'établissement présentateur et étude de ses éléments de valorisation
- Poursuite des travaux d'évaluation multicritères

⇒ Semaine du 12 août au 16 août :

- Poursuite des travaux d'évaluation multicritères
- Rédaction du rapport d'expertise d'évaluation

⇒ Semaine du 19 août au 23 août :

- Exploitation du projet de note d'information
- Levée des points en suspens
- Finalisation des travaux d'évaluation
- Poursuite de la rédaction du rapport d'expertise d'évaluation
- Finalisation et transmission du texte de la lettre d'affirmation

⇒ Semaine du 26 août au 30 août :

- Contacts avec les représentants de la Société et de l'établissement présentateur
- Transmission du projet de rapport d'expertise indépendante
- Finalisation du rapport d'expertise indépendante
- 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 ou en contact avec l'expert

1) SOCIETE

Etam Développement

Frédéric de Castro	Directeur Général Finances
Frédéric Paimparay	Directeur Contrôle de gestion
Nicolas Facon	Responsable reporting
Jean Ekamé	Responsable consolidation
Marc Legris	Directeur juridique
Charles Lutran	Trésorier

2) INITIATEUR ET CONSEILS

Natixis

Equity Capital Markets – Origination – Paris

Florent Mahé	Managing Director
Xavier Lichtenberger	Director
Jonathan Banet	Vice-President

Equity Capital Markets – Execution / Legal – Paris

Françoise Negroni	Managing Director
Sophie Drion	Legal
Stéphanie Saulnier	Associate

Fusions & Acquisitions – Paris

Georges Chabenne	Managing Director
Philippe Bichet	Vice President
Thomas Deflesselles	Associate

Ginestié

François Devedjian

Associé

Pierre Mudet

Avocat

Annexe 4 : Principales sources d'information exploitées

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

- Note de présentation de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) visant les actions Etam Développement initiée par Finora présentée par Natixis
- Note d'information en réponse de la société Etam Développement relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) visant les actions Etam Développement initiée par Finora, présentée par Natixis
- Note de présentation de l'Offre publique de rachat d'actions (OPRA) visant les actions de la société Etam Développement initiée par Etam Développement, présentée par Natixis
- Versions successives du projet de note d'information établi par Etam Développement relative à la présente Offre et éléments de valorisation de l'établissement présentateur

Documentation juridique de la Société

- Procès-verbaux des Conseils de surveillance de 2011, 2012 et 2013
- Procès-verbaux des Assemblées Générales de 2011 à 2013
- Procès-verbaux des comités d'audit de 2011, 2012 et 2013
- Extrait Kbis au 3 juillet 2013 et statuts au 4 février 2013
- Pacte d'actionnaires de 2006
- Etat des privilèges et des inscriptions au greffe du tribunal de commerce au 22 juillet 2013

Documentation comptable et financière de la Société

- Rapport financier semestriel 2011, 2012 et 2013
- Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes semestriels consolidés – Période du 1^{er} janvier 2013 au 30 juin 2013
- Rapports de gestion des exercices clos 2011 et 2012
- Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes sociaux et consolidés des exercices clos 2011 et 2012

- Plan d'affaires 2013 – 2016 du management.

Documentation sectorielle

- Etudes Xerfi « Vêtements pour femmes (commerce de détail)», Mars 2012 et « Lingerie (fabrication et distribution) » - Avril 2012
- Reuters « Nouvelle année noire attendue pour le prêt-à-porter en 2013 »
- OCDE « Perspectives économiques, analyses et projections France», Mai 2013
- Womenswear in China – ReportLinker – Février 2013
- China's apparel market, 2012 – Li & Fung Research Centre
- <http://www.marketing-chine.com>

Bases de données

- Thomson One
- InFinancials
- Xerfi

Informations en ligne

- <http://www.amf-france.org/>⁵⁶
- http://cib.natixis.com/presentation/official_rate.aspx⁵⁷
- <http://www.boursorama.com/>⁵⁸
- <http://www.ifm-paris.com/>⁵⁹
- <http://www.oecd.org/fr/>⁶⁰
- <https://europeanequities.nyx.com/>⁶¹

Annexe 5 : Composition de l'équipe

⁵⁶ Site de l'AMF.

⁵⁷ Site de Natixis.

⁵⁸ Site de Boursorama.

⁵⁹ Site de l'Institut Français de la Mode.

⁶⁰ Site de l'OCDE.

⁶¹ Site de NYSE Euronext .

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>.

Agnès PINIOT (46 ans), Associée, Directeur général de Ledouble SA

- 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

Stéphanie Guillaumin (39 ans), Directeur de mission

- Toulouse Business School Grande Ecole (Banque et Marchés Financiers)
- Master I Monnaie Finance de l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense
- Diplômée du CIIA (Certified International Investment Analysts)
- Intervient régulièrement dans des missions d'attestation d'équité, d'évaluation et de commissariats aux apports et à la fusion

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

Dominique LEDOUBLE (62 ans), Président de Ledouble SA – Associé en charge de la revue indépendante

Dominique Ledouble n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de la présente expertise ; il est intervenu 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.

- HEC, expert-comptable et commissaire aux comptes, docteur en droit
- 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

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

<u>Année</u>	<u>Société concernée</u>	<u>Etablissement présentateur</u>
2013	Monceau Fleurs	Omega Capital Market
2013	Sical	Arkeon Finance
2013	Auto Escape	Portzamparc
2013	Klékurs	Morgan Stanley
2013	Foncière Sépric	Crédit Agricole CIB
2013	Elixens	Banque Palatine
2012	Orchestra Kazibao	Arkeon Finance
2012	Leguide.com	Natixis
2011	Xiring	Oddo Corporate Finance
2011	Maurel et Prom Nigéria	-
2011	Eurosic	BNPParibas, CM-CIC Securities, Crédit Agricole CIB, Natixis
2011	Metrologic	HSBC
2011	Merci Plus	Oddo Corporate Finance
2010	Stallergenes	Deutsche Bank
2010	Initiative et Finance	Rothschild
2010	Sperian Protection	BNP Paribas
2010	Sodifrance	Portzamparc
2010	Radiall	Oddo Corporate Finance
2009	Foncière Développement Logement	Société Générale et Calyon
2009	L'Inventoriste	Dexia Securities France
2009	GiFi	Société Générale
2009	Homair Vacances	Arkeon Finance
2008	Keyrus	Calyon
2008	Réponse SA	Rothschild Transaction R
2008	SASA	Oddo Corporate Finance
2008	Sodexo	Lazard
2008	Alain Afflelou	Lazard
2008	CEDIP	Oddo Corporate Finance

Annexe 7 : Profitabilité historique d'Etam Développement et des sociétés comparables qui ont été analysées en vue de la constitution de l'échantillon de comparables Europe et Chine

	ROE				ROCE				EBITDA/CA				EBIT/CA			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
Etam Développement	5,8%	5,9%	2,2%	4,7%	8,4%	8,7%	5,9%	7,0%	4,6%	8,5%	7,4%	7,4%	4,1%	4,1%	2,8%	2,7%
Europe																
CALIDA Holding AG	(36,1%)	22,4%	20,9%	16,3%	(57,0%)	32,1%	25,4%	23,5%	7,5%	15,5%	15,7%	12,5%	(19,7%)	12,2%	12,6%	8,6%
Bjorn Borg AB	18,5%	20,5%	25,5%	14,0%	44,8%	45,2%	27,1%	21,0%	23,0%	24,8%	18,8%	13,8%	21,7%	23,5%	15,6%	12,7%
Silvano Fashion Group AS	(2,5%)	33,4%	6,1%	30,2%	14,4%	61,9%	85,4%	46,4%	8,4%	20,8%	28,9%	17,9%	5,2%	18,9%	27,0%	15,8%
Moyenne	(6,7%)	25,4%	17,5%	20,2%	0,8%	46,4%	46,0%	30,3%	13,0%	20,4%	21,1%	14,8%	2,4%	18,2%	18,4%	12,4%
Mediane	(2,5%)	22,4%	20,9%	16,3%	14,4%	45,2%	27,1%	23,5%	8,4%	20,8%	18,8%	13,8%	5,2%	18,9%	15,6%	12,7%
Chine																
Bosideng International Holdings Ltd.	16,1%	18,7%	20,5%	15,2%	74,5%	65,4%	50,0%	32,2%	21,8%	20,4%	20,6%	18,1%	21,0%	19,5%	19,4%	13,6%
Giordano International Ltd.	14,5%	23,7%	28,3%	29,7%	122,3%	246,0%	239,3%	132,1%	10,6%	16,8%	18,5%	20,4%	8,2%	14,9%	17,1%	18,6%
I.T. Limited	19,5%	23,3%	22,9%	15,9%	43,1%	32,8%	28,6%	23,1%	15,0%	15,6%	25,5%	11,3%	10,3%	12,1%	9,7%	7,0%
Daphne International Holdings Ltd.	19,4%	22,4%	26,1%	21,6%	70,1%	73,2%	62,9%	45,6%	14,0%	15,1%	17,5%	15,1%	11,2%	12,7%	15,2%	12,4%
Moyenne	17,4%	22,0%	24,4%	20,6%	77,5%	104,3%	95,2%	58,2%	15,3%	17,0%	20,6%	16,2%	12,7%	14,8%	15,4%	12,9%
Mediane	17,8%	22,8%	24,5%	18,7%	72,3%	69,3%	56,4%	38,9%	14,5%	16,2%	19,6%	16,6%	10,7%	13,8%	16,2%	13,0%

Annexe 8 : Présentation des comparables⁶²

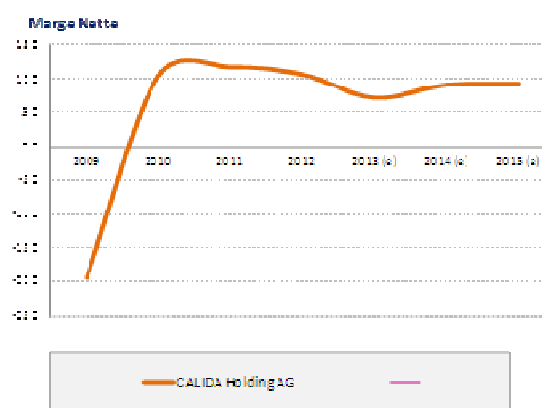
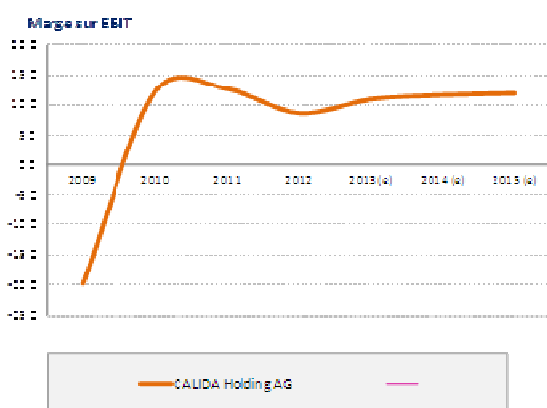
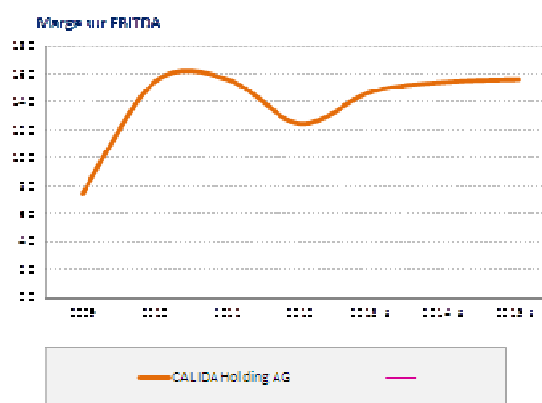
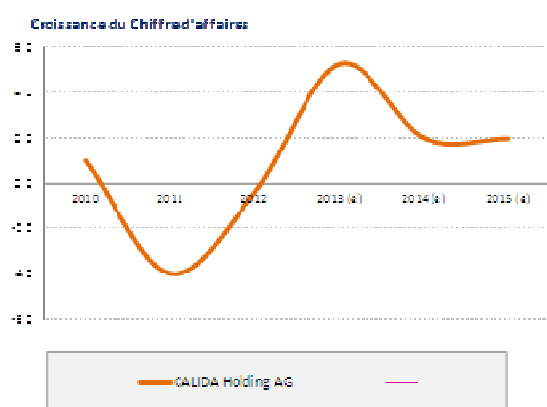
CALIDA HOLDING AG

⇒ Présentation :

CALIDA Holding est une société suisse spécialisée dans la conception et la commercialisation de sous-vêtements, lingerie, vêtements de bain et de plage.

CALIDA Holding distribue ses produits sous deux marques : CALIDA et AUBADE à travers un large réseau de distribution composé de magasins de prêt-à-porter haut de gamme, grands magasins et magasins en marque propre, dans plus de 70 pays principalement l'Allemagne, la Suisse et la France.

⇒ Profil financier :



BJÖRN BORG AB

⇒ Présentation :

BJÖRN BORG AB est un groupe suédois dont l'activité principale est de concevoir et distribuer des sous-vêtements moyen de gamme, sous la marque BJÖRN BORG.

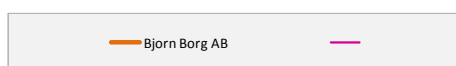
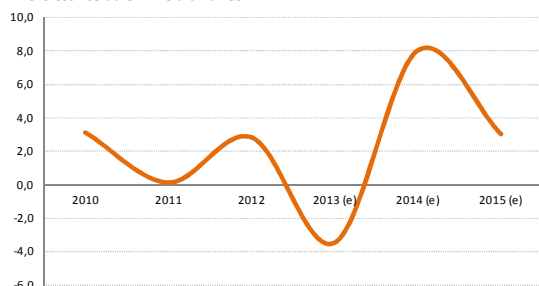
⁶² Les présentations et données sont issues de Reuters et d'Infiniti.

BJÖRN BORG a étendu son activité aux vêtements de sports (sous la marque BJÖRN BORG SPORT), parfums, chaussures, sacs à main, bagages et lunettes de soleil sous licence. Ses produits sont distribués dans plus de 30 pays.

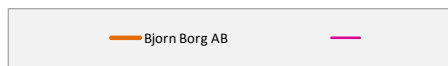
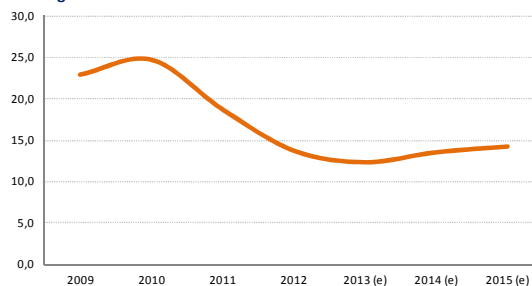
Le groupe possède son propre réseau de distribution.

⇒ Profil financier :

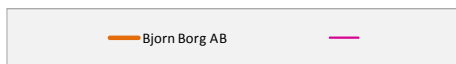
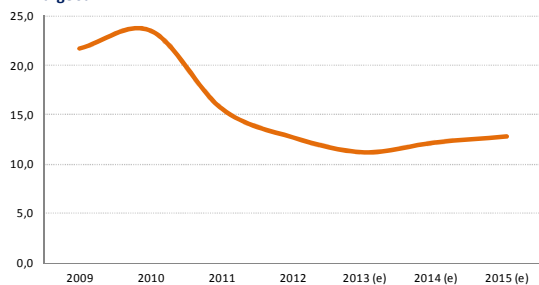
Croissance du Chiffre d'affaires



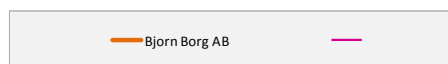
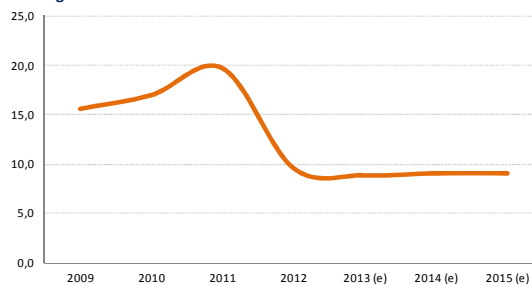
Marge sur EBITDA



Marge sur EBIT



Marge Nette



SILVANO FASHION GROUP AS

⇒ Présentation :

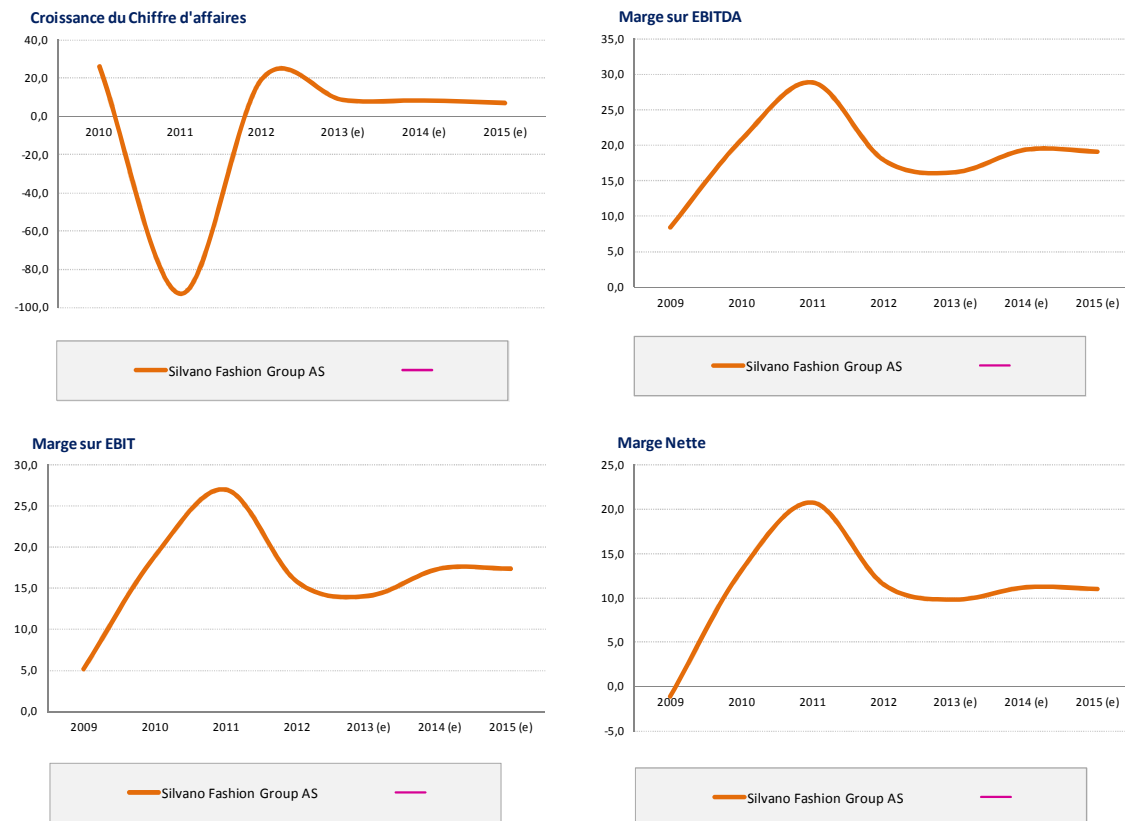
SILVANO FASHION est un groupe international dont l'activité principale est de concevoir, produire et distribuer des articles de lingerie féminine haut de gamme. Le Groupe a également développé une seconde activité de sous-traitance pour confectionner des articles de lingerie féminine.

Les grandes marques du Groupe sont Milavitsa, Alisee, Hidalgo, Lauma Lingerie et Laumelle.

Le groupe distribue ses produits à travers plusieurs canaux de distribution composés de grossistes, franchisés, magasins en propre (pour les marques Milavitsa et Lauma Lingerie).

Ses principaux marchés sont la Russie (61%), la Biélorussie (25%), l'Ukraine (5%) et les pays Baltiques (3%).

⇒ Profil financier :



BOSIDENG

⇒ Présentation :

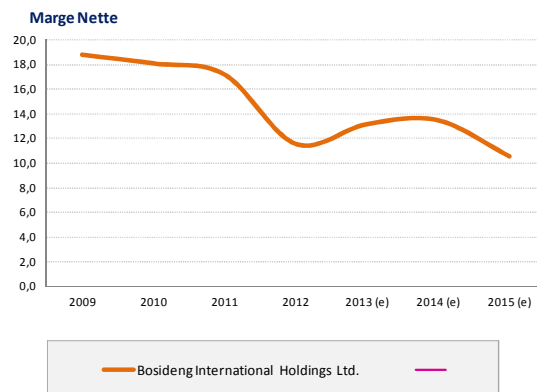
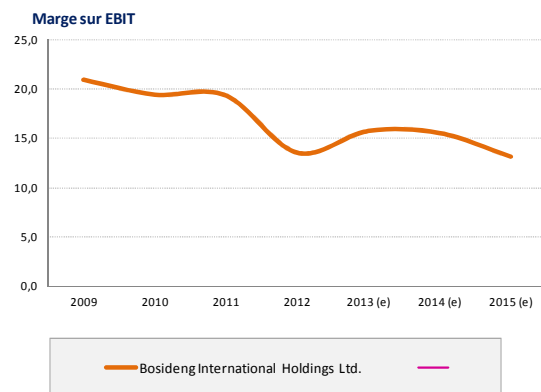
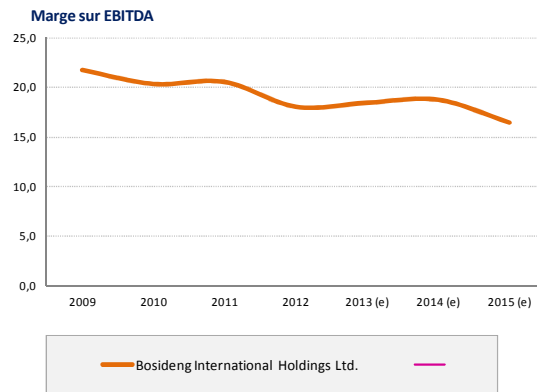
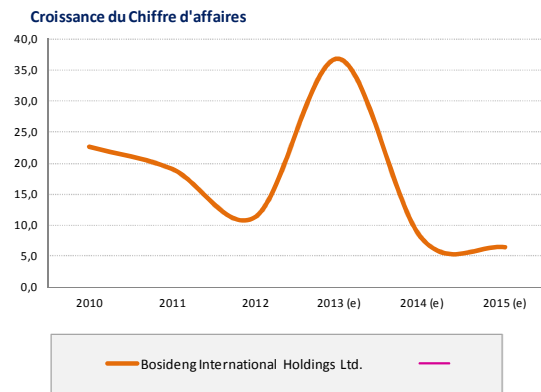
BOSIDENG est un groupe chinois dont l'activité consiste à concevoir, produire et distribuer des articles de prêt-à-porter milieu et haut de gamme, principalement des vestes et manteaux.

Le groupe possède plusieurs marques propres : Bosideng, Snow Flying, Kangbo, Bengen, Shuangyu, Slim, Bosideng Ricci, Mogao, Jessie et Vetallo.

Fondée en 1975, le groupe détient en Chine, grâce à sa marque principale, Bosideng, une part de marché de 27,4%.

BOSIDENG est uniquement présent en Chine.

⇒ Profil financier :



DAPHNE INTERNATIONAL HOLDINGS LTD

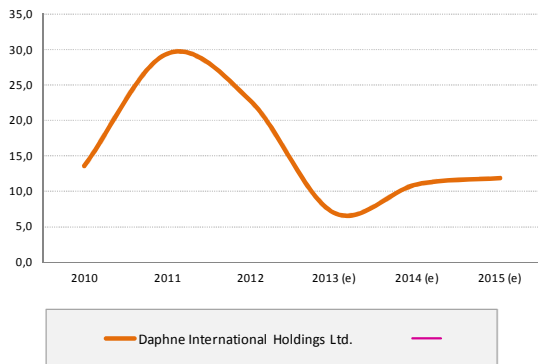
⇒ Présentation :

DAPHNE est un groupe Hongkongais dont l'activité consiste à concevoir, produire et commercialiser principalement des chaussures pour femme ainsi que des articles de prêt-à-porter et des accessoires.

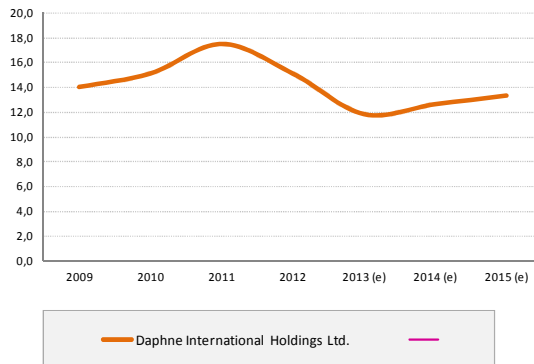
DAPHNE réalise 90% de son chiffre d'affaires en Chine où le groupe possède la majorité des 6 800 points de vente répartis entre la Chine, Taiwan et Hong Kong.

⇒ Profil financier :

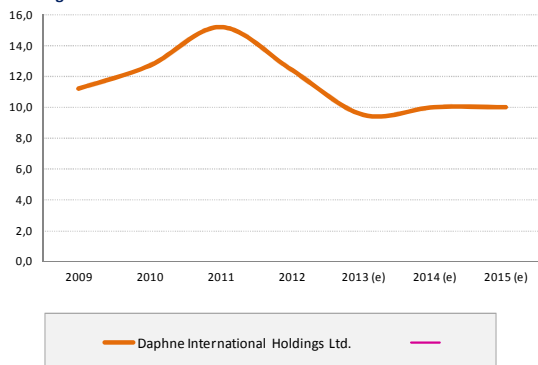
Croissance du Chiffre d'affaires



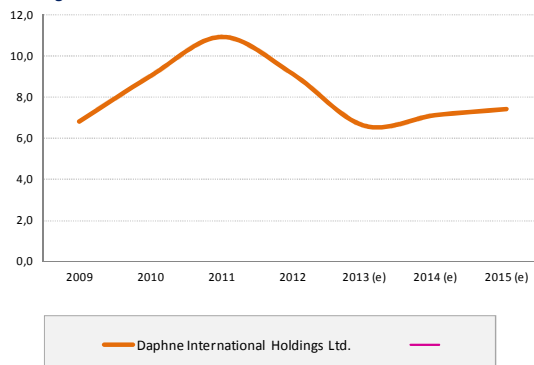
Marge sur EBITDA



Marge sur EBIT



Marge Nette



GIORDANO

⇒ Présentation :

GIORDANO est un groupe hongkongais spécialisé dans le secteur du prêt-à-porter moyen/haut de gamme pour femmes, hommes et enfants.

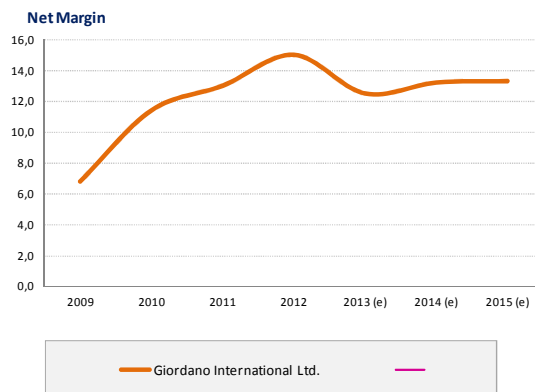
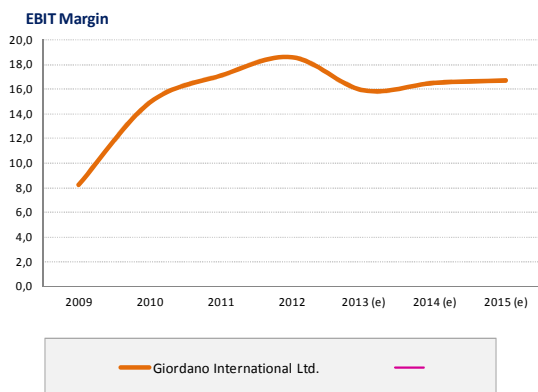
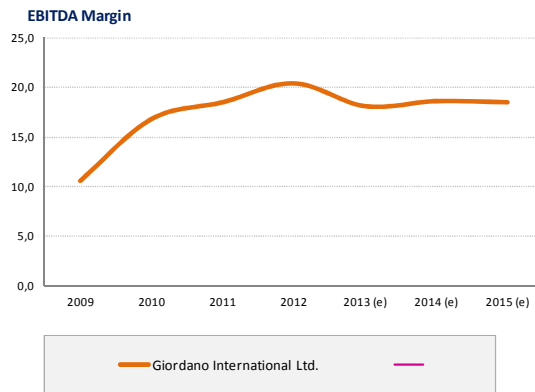
GIORDANO possède plusieurs marques dont Giordano & Giordano Junior, BSX, Giordano Ladies, Concepts One⁶³

Le groupe est présent en Chine, Hong-Kong, Taiwan et dans la zone Asie et Pacifique. Il possède plus de 2 700 magasins.

Son chiffre d'affaires est principalement réalisé dans la zone Asie et Pacifique :

⇒ Profil financier :

⁶³ Reuters Business Summary



IT LIMITED

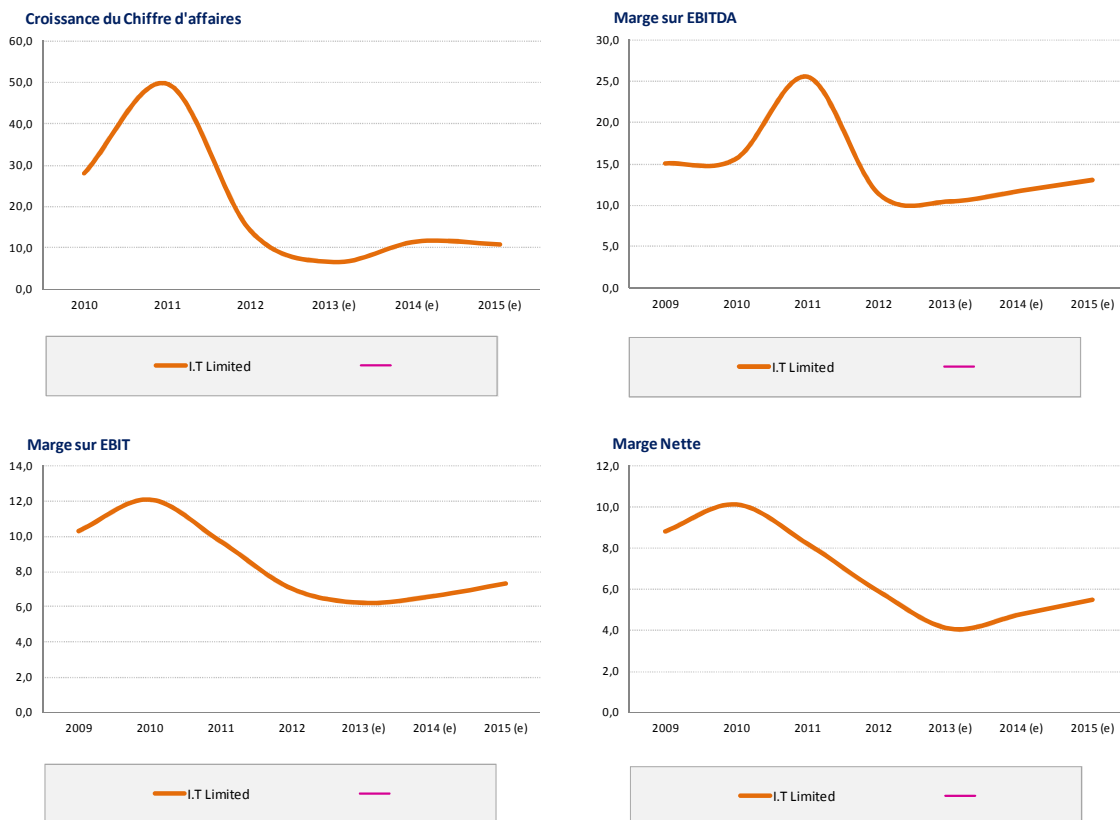
⇒ Présentation :

I.T Limited est un groupe chinois de prêt-à-porter qui possède plusieurs marques en propre (I.T, i.t, Izzue, Venilla suite...).

Il distribue sous licence des marques internationales (Balenciaga, Valentino, Givenchy) et des licences (FCUK, Galeries Lafayette Limited...).

Fondée en 1975, le groupe est principalement présent en Chine et à Hong-Kong et vend ses produits dans des magasins mono et multimarques.

⇒ Profil financier :



3.2 Addendum au rapport de l'expert indépendant

Dans le cadre de l'examen du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (**OPAS**) initiée par la société holding Finora sur Etam Développement suivie de l'offre publique d'achat simplifiée initiée par Etam Développement sur ses propres actions, l'AMF a souhaité obtenir des précisions sur les points suivants, faisant l'objet du présent addendum à l'attestation d'équité en date du 2 septembre 2013.

1. ACTIF NET COMPTABLE ET ACTIF NET CORRIGÉ

Comme signalé paragraphe 3.3 de notre attestation d'équité, l'actif net comptable et l'actif net corrigé au 30 juin 2013 s'avèrent être supérieurs au résultat des approches d'évaluation fondées sur la rentabilité des activités.

A l'occasion de la précédente OPRA mise en œuvre en 2010, cette situation n'avait pas été relevée dans la mesure où la rentabilité des activités était supérieure notamment en Chine. Les réalisations de 2010 à 2012 et le budget 2013 pour l'Europe comme pour la Chine apparaissent en retrait par rapport aux anticipations qui avaient été faites lors de cette précédente opération, de sorte que la situation actuelle d'Etam Développement est différente de celle qui était prévue début 2010.

A ce jour, la différence entre (i) l'actif net comptable ou corrigé et (ii) les approches d'évaluation fondées sur la rentabilité des activités résulte notamment du fait que, dans les comptes consolidés, la juste valeur de chaque emplacement/magasin est déterminée :

- dans le cadre d'une appréciation individuelle par magasin et non dans le cadre d'une appréciation globale portant sur un ensemble des magasins qui aurait des

conséquences sur les conditions de transactions, mais également sur les structures et le fonctionnement du Groupe ;

- sans prise en compte des prévisions du marché, de la rentabilité globale du Groupe, de sa stratégie de développement et d'investissements tant en Europe qu'en Chine.

2. L'ÉCHANTILLON DE SOCIÉTÉS COMPARABLES DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR

L'attestation d'équité, mentionne au paragraphe 5.1 l'échantillon des sociétés comparables retenu pour l'activité en Europe par l'établissement présentateur ainsi que les sociétés écartées par l'expert indépendant.

Dans cette partie, il convient de lire Adolfo Dominguez au lieu d'Adolfo Rodriguez.

3. CONCLUSION SUR LE CARACTÈRE ÉQUITABLE DE L'OFFRE

Nous réitérons, ci-après, la conclusion formulée dans notre attestation d'équité du 2 septembre 2013.

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

- Le prix de l'Offre de 23 € :
 - o extériorise une prime de plus de 30% sur le cours de bourse moyen pondéré observé sur les douze derniers mois et de 28% par rapport au cours du 29 août 2013 ;
 - o s'inscrit dans le haut des fourchettes de valorisation fondées sur les perspectives d'activité et de rentabilité ;
 - o présente une décote de l'ordre de 35% par rapport à l'actif net comptable et corrigé au 30 juin 2013.
- Dans un environnement concurrentiel tendu, le repositionnement des marques prêt-à-porter et la nouvelle stratégie en Chine prévus dans le plan d'affaires induisent un aléa dans les réalisations des prochaines années avant de pouvoir produire leur plein effet.

Dans ce contexte, pour des offres facultatives pour les actionnaires d'Etam Développement, nous sommes d'avis que le prix proposé de 23 € 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 de :

- l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) initiée par la société holding Finora ;
- l'offre publique d'achat simplifiée initiée par Etam Développement sur ses propres actions qui suivra ;
- l'Offre prise dans son ensemble intégrant successivement les deux opérations susvisées.

Fait à Paris, le 9 septembre 2013.

Agnès PINIOT

4. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Le conseil de surveillance de la Société a été réuni le 3 septembre 2013 afin de statuer sur le lancement par Etam Développement d'une offre publique de rachat d'actions 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'« **Offre** »). Tous les membres du conseil de surveillance étaient présents ou représentés lors de cette réunion.

Au cours de cette séance du 3 septembre 2013, le Conseil de surveillance d'Etam Développement a pris connaissance du projet de note d'information relative à l'Offre, des travaux d'évaluation menés par la banque Natixis et du rapport du cabinet Ledouble représenté par Mme Agnès Piniot en qualité d'expert indépendant chargé par la Société, en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de se prononcer sur le caractère équitable de l'Offre.

Le conseil de surveillance a considéré qu'il était conforme tant aux intérêts de la Société qu'aux intérêts de ses salariés de mettre en œuvre le programme de rachat d'actions autorisé par l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 30 mai 2013 par le biais d'une offre publique de rachat portant sur un maximum de 798 254 actions Etam Développement, soit 10% du capital social, à un prix de 23 euros par action, pour un montant global de maximum de 18 359 842 euros.

Le conseil de surveillance a constaté que le prix proposé était équitable et comprenait une prime significative par rapport au cours de bourse, que l'Offre permettait aux actionnaires de la Société de bénéficier de la meilleure liquidité possible compte tenu de l'évolution du cours de bourse et du volume des transactions.

Le conseil de surveillance a constaté que l'Offre n'aurait aucun impact en matière d'emploi.

Le conseil de surveillance a pris acte des engagements des sociétés Inteco et Linto ainsi que de M. George Lindemann de ne pas apporter leurs actions à l'Offre.

Le conseil de surveillance a également pris acte de l'engagement de la société Finora de 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'OPAS Finora. Il a également pris acte du fait que les actions de la Société acquises par la société Finora dans le cadre de l'OPAS Finora au-delà de 399 128 pourront être apportées par la société Finora à l'Offre, dans la limite maximum de 10% du capital.

Après avoir délibéré, le conseil de surveillance a décidé, à l'unanimité de tous ses membres, qu'il est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés de mettre en œuvre l'Offre et de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

5. MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

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 la Société 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.

6. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION

6.1 Etam Développement

« À 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. »

Pierre Milchior
Gérant

6.2 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 la Société, 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 Jean-François Tiné et par Florent Mahé