

NOTE D'INFORMATION PRESENTEE PAR LA SOCIETE



EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT INITIEE PAR

FS HOLDING

VISANT LES ACTIONS DE SAM



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers l'« **AMF** ») a apposé le visa n° 13-547 en date du 15 octobre 2013 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société SAM 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.

Avis important

En application des articles 261-1 I du règlement général de l'AMF, le rapport de Ledouble SA, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur le site Internet de la société SAM (www.sam-actionnaires.com) ainsi que sur celui l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenue sans frais auprès de SAM, 60, boulevard Thiers, 42000 Saint-Etienne.

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

TABLE DES MATIERES

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	3
1.1	Descriptif de l'Offre	3
1.2	Existence de liens entre la Société et l'Initiateur	5
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	6
3.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	8
4.	INTENTIONS DE SAM RELATIVES AUX TITRES AUTO DETENUS.....	8
5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	8
6.	CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE.....	73
7.	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	73
8.	INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE	76
9.	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE.....	76

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Descriptif de l'Offre

1.1.1 Introduction

En application du titre III du livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), FS Holding, société par actions simplifiée de droit français au capital de 3.269.216 euros dont le siège social est situé 4 place du Château, 42240 Saint Paul en Cornillon, et dont le numéro d'immatriculation est RCS Saint-Etienne 794 409 417 (ci-après « **FS Holding** » ou l'« **Initiateur** »), a déposé le 25 septembre 2013 un projet d'offre publique d'achat auprès de l'AMF par lequel elle engage irrévocablement à offrir aux actionnaires de la société SAM, société anonyme de droit français au capital de 7.407.543 euros divisé en 379.874 actions d'une valeur nominale de 19,50 euros chacune (ci-après les « **Actions** »), dont le siège social est situé 60, boulevard Thiers, 42000 Saint-Etienne, et dont le numéro d'immatriculation est RCS Saint-Etienne 433 925 344 (ci-après « **SAM** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs Actions SAM au prix unitaire de 38 euros dividende détaché (l'« **Offre** »).

L'assemblée générale des actionnaires de la Société a décidé le 17 septembre 2013 la distribution d'un dividende exceptionnel d'un montant de 531.823,60 euros, représentant un dividende de 1,40 euros par Action SAM (le « **Dividende Exceptionnel** »), sous condition suspensive de l'ouverture de l'Offre en conférant tous pouvoirs au président du conseil d'administration de la Société à l'effet de constater la réalisation de la condition suspensive et de fixer la date de mise en paiement du Dividende Exceptionnel à une date intervenant dans un délai de 4 jours de négociation suivant l'ouverture de l'Offre de telle sorte qu'elle permette aux actionnaires minoritaires de céder leurs Actions à la présente Offre au prix de 38 euros par action SAM Dividende Exceptionnel détaché.

Les Actions SAM sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris sous le code ISIN FR0000044497 (mnémonique SAMP).

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, l'Offre sera réouverte dans les 10 jours de négociation suivant la publication du résultat de l'Offre, dans des termes identiques à ceux de l'Offre. L'AMF publiera le calendrier de réouverture de l'Offre qui durera en principe au moins 10 jours de négociation (l'« **Offre Réouverte** »).

L'initiateur n'entend pas profiter de la faculté qui lui est offerte de demander à l'AMF, dans le délai de 3 mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions SAM si les Actions non apportées à l'Offre ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par Société Générale qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

1.1.2 Contexte de l'Offre

Il est rappelé que l'Initiateur est une société nouvellement constituée, détenue indirectement, conjointement et à 100%, préalablement aux opérations d'Apport Initial décrites ci-après, par Messieurs Frédéric Champavère et Olivier Blanc, respectivement Président-Directeur général de SAM et Directeur général de SAM Outillage, filiale de la Société, et membre du Conseil d'administration de SAM.

Messieurs Frédéric Champavère et Olivier Blanc et certains des salariés ou anciens dirigeants du groupe SAM ont apporté en nature à l'Initiateur tout ou partie, selon le cas, de leur participation directe et/ou indirecte dans le capital de la Société représentant globalement 58.954 Actions soit environ 15,52% du capital de la Société (ci-après l'« **Apport Initial** »).

A la date de la note d'information de l'Initiateur visée par l'AMF le 15 octobre 2013 sous le n°13-547 (la « **Note d'Information** »), FS Holding détient donc 58.954 Actions SAM, représentant, 15,52% du capital et 11,13% des droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total de 379.874 Actions et 529.591 droits de vote SAM calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Il est précisé qu'avant l'Apport Initial décrit au paragraphe 1.1.1.1 de la Note d'Information, l'Initiateur ne détenait aucune action ni aucun autre titre donnant accès au capital de SAM et qu'au cours des 12 mois précédant le dépôt de l'Offre Messieurs Frédéric Champavère et Olivier Blanc n'ont acquis directement et/ou indirectement aucune action ni aucun autre titre donnant accès au capital de SAM.

Par ailleurs, certains des membres des familles historiques de la Société se sont engagés à apporter en capital à l'Initiateur la quasi-totalité de leur participation dans le capital de la Société représentant 126.997 Actions, à une valeur de 38 euros par Action également. Cette opération d'apport portant sur environ 33,43% du capital de la Société sera réalisée sous la condition suspensive que le Seuil de Réussite (tel que défini à la section 2.4 de la Note d'Information de l'Initiateur) soit atteint (ci-après l'« **Apport Conditionnel** »).

A l'issue de l'Apport Initial la décomposition du capital de la Société peut être résumée ainsi qu'il suit :

Actionnaire :	% du capital ⁽¹⁾	% des droits de vote ⁽¹⁾
FS Holding – Initiateur	15,52%	11,13%
Actions concernées par l'Apport Conditionnel	33,43%	37,82%
Auto-détention	9,30%	6,67%
Flottant	41,75%	44,38%
Total :	100%	100%

(1) calculés sur la base d'un nombre total de 379.874 Actions et 529.591 droits de vote, en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF

Détenant à ce jour 15,52% du capital et 11,13% des droits de vote théoriques, l'Initiateur souhaite acquérir le solde du capital de la Société en offrant aux actionnaires de racheter leurs Actions dans les conditions décrites dans la Note d'Information.

Le conseil d'administration de SAM a, lors de sa réunion du 30 juillet 2013, conformément aux dispositions des articles 261-1 I du règlement général de l'AMF, désigné Ledouble SA, représenté par Monsieur Olivier Cretté, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre. Le rapport de l'expert indépendant est reproduit dans la section 5 de la présente note en réponse.

Le projet d'Offre porte sur la totalité des actions SAM existantes (i) non détenues par l'Initiateur et (ii) non concernées par l'Apport Conditionnel tel que défini ci-avant, soit un nombre maximal de 193.923 actions SAM représentant 51,05% du capital, en ce comprises les 35.358 actions auto-détenues par SAM.

La Société a fait part de son intention de ne pas apporter ses actions auto-détenues.

Enfin, il est rappelé que :

- 5.300 actions gratuites issues du plan d'actions gratuites de la Société, encore sujettes à l'obligation de conservation, à raison de 2.500 actions gratuites incessibles en période de conservation jusqu'au 12 février 2014 et 2.800 actions gratuites incessibles en période de conservation jusqu'au 18 mars 2015, ont été apportées à l'Initiateur dans le cadre de l'Apport Initial et/ou de l'Apport Conditionnel, l'obligation de conservation correspondante étant applicable, pour la durée restant à courir à la date de l'apport, aux actions de l'Initiateur reçues en contrepartie de l'apport conformément aux dispositions du second alinéa de l'article L. 225-197-1 III du Code de commerce et ne sont pas susceptibles d'être apportée à l'Offre, et, le cas échéant, à l'Offre Réouverte, en ce comprises les hypothèses de cessibilité par anticipation prévues par les dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce ;
- 3.970 actions gratuites issues du plan d'actions gratuites de la Société, qui sont encore en cours de période d'acquisition, à raison de (i) 1.450 actions Gratuites en cours de période d'acquisition (de deux ans) en suite d'une attribution décidée le 6 septembre 2012 et (ii) 2.520 actions gratuites en cours de période d'acquisition (de deux ans) en suite d'une attribution décidée le 19 février 2013, ne pourront, sauf exceptions légales relatives à l'accélération de la période d'acquisition, être apportées à l'Offre ni, le cas échéant, à l'Offre Réouverte ; il est précisé néanmoins que dans l'hypothèse où certaines de ces actions gratuites en cours de période d'acquisition seraient attribuées et deviendraient cessibles par anticipation en application des dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce (cause d'invalidité ou de décès du bénéficiaire) pendant la durée de l'Offre, ces actions gratuites pourraient être apportées à l'Offre et, le cas échéant, à l'Offre Réouverte.

1.2 Existence de liens entre la Société et l'Initiateur

A la connaissance de la Société, l'Initiateur détient à ce jour 58.954 actions de SAM représentant 15,52% du capital et 11,13% des droits de vote théoriques de la Société ; cette participation est susceptible d'être portée à 185.951 actions de SAM représentant 48,95% du capital et 58,73% des droits de vote théoriques de la Société en cas de succès de l'Offre par l'effet de la condition suspensive posée à l'Apport Conditionnel décrit au paragraphe 1.1.1.2. de la Note d'Information.

Par ailleurs, il est rappelé que préalablement à l'Apport Initial, MM. Frédéric Champavère et Olivier Blanc détenaient directement et/ou indirectement, respectivement 32.035 et 17.869 actions de la Société et occupent respectivement les fonctions de Président Directeur Général de SAM et de Directeur Général de SAM Outillage, filiale de la Société SAM. A la suite d'une attribution définitive d'actions gratuites SAM Outillage intervenue le 26 juillet 2013, la Société détient à ce jour 94,88% du capital et des droits de vote de SAM Outillage ; participation qui pourrait, sur la base d'hypothèses de performance établies au 30 juin 2013, être ramenée à 93,02% le 23 mars 2014 à l'expiration de la période d'acquisition de nouvelles actions gratuites.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, le Conseil d'Administration de la Société s'est réuni le 17 septembre 2013 sous la présidence de Monsieur Frédéric Champavère en sa qualité de Président Directeur Général de SAM afin notamment d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt qu'elle présente ainsi que ses conséquences sur la Société, ses actionnaires, ses salariés.

Tous les Administrateurs étaient présents ou représentés.

Le Conseil d'Administration de la Société :

- après un examen détaillé du projet de note d'information de FS Holding et des éléments de valorisation élaborés par Société Générale en qualité de banque présentatrice de l'Offre,
- après une étude approfondie du rapport sur les conditions financières de l'Offre réalisé par Ledouble SA, expert indépendant désigné par et à l'initiative du Conseil d'Administration de la Société postérieurement à la Déclaration d'Intention concernant l'Offre Publique de l'Initiateur en date du 29 juillet 2013,
- et après avoir entendu les explications complémentaires données par Messieurs Frédéric Champavère et Olivier Blanc en leurs qualités respectives de Président et de Directeur Général de l'Initiateur,

a pris acte de la confirmation du Projet d'Offre Publique d'Achat de l'intégralité des actions de la société SAM,

a donné un avis favorable à l'Offre telle que présentée dans le projet de note d'information considérant,

- . que cette Offre conforterait l'actionnariat de la Société alors que celle-ci s'est engagée dans une stratégie ambitieuse d'investissement et de développement dont le succès requiert une stabilité tant de l'actionnariat que de la Direction de la Société,
- . et que cette Offre donnerait ainsi aux actionnaires du public une liquidité à leur participation dans des conditions financières favorables et, en tous cas, supérieures à la moyenne des cours de bourse de la Société au cours des 12 derniers mois,

le Conseil a néanmoins parfaitement conscience que l'Initiateur ne pourrait mener à bien cette Offre seul et qu'il devra s'assurer d'un concours actif des familles actionnaires de la Société depuis sa création.

Dans ce contexte, l'Initiateur a demandé aux membres des familles fondatrices de bien vouloir s'engager à apporter en nature à l'Initiateur leur participation au capital de la société SAM, ce qui impliquerait pour ces apporteurs une perte du droit de vote double sur ces actions dont certains bénéficient ; cet engagement a donc été pris sous réserve que le nombre total d'actions SAM détenues par l'Initiateur soit au moins égal au seuil de réussite de l'Offre, les actions ainsi apportées en nature étant prises en compte dans le calcul de ce Seuil de Réussite.

Le Conseil d'Administration a adopté à l'unanimité, les résolutions présentées ci-après, Messieurs Frédéric Champavère et Olivier Blanc ne prenant pas part au vote.

Un extrait du procès-verbal de cette réunion concernant l'avis motivé du Conseil d'Administration sur l'Offre est reproduit ci-dessous :

[...]

« I Avis motivé du Conseil d'Administration :

Le Président rappelle que conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, le Conseil d'Administration de la Société est réuni ce jour sous sa présidence en sa qualité de Président Directeur Général de SAM SA afin, notamment :

- d'examiner le projet d'Offre Publique d'Achat visant les actions de la Société initiée par la société FS Holding,
- de rendre un avis motivé sur l'intérêt que cette Offre présente ainsi que ses conséquences sur la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le Conseil procède dans un premier temps :

- à un examen détaillé du projet de note d'information et du Rapport de Valorisation élaborés par la Société Générale - Banque Présentatrice de l'Offre Publique d'Achat initiée par la société FS Holding sur les titres de SAM SA - documents transmis aux Administrateurs par courriel du vendredi 13 septembre,
- à un examen détaillé de l'expertise indépendante qu'il a confiée au Cabinet Ledouble SA en date du 30 juillet 2013 dans le cadre de ce projet d'Offre Publique d'Achat, document transmis aux Administrateurs également par courriel du 13 septembre.

Le Conseil d'Administration après avoir ensuite entendu les explications complémentaires données par Messieurs Frédéric Champavère et Olivier Blanc en leurs qualités respectives de Président et de Directeur Général de FS HOLDING, prend acte de la confirmation du projet d'Offre Publique d'Achat sur l'intégralité des actions de la société SAM SA,

A l'issue des ces analyses et explications, le Conseil d'Administration, Messieurs Frédéric Champavère et Olivier Blanc ne prenant pas part au vote donne à l'unanimité un avis favorable à l'Offre telle que présentée dans le projet de note d'information, considérant en effet :

- que l'Expert indépendant a conclu dans son rapport au caractère équitable du prix proposé aux actionnaires dans le cadre de l'Offre,
- que cette Offre conforterait l'actionnariat de la Société alors que celle-ci s'est engagée dans une stratégie ambitieuse d'investissements et de développement dont le succès requiert une stabilité tant de l'actionnariat que de la Direction de la Société,
- que cette Offre donnerait ainsi aux actionnaires du Public une liquidité à leur participation dans des conditions financières favorables et, en tous cas, supérieures à la moyenne des cours de bourse de la Société au cours des 12 derniers mois.

Les membres du Conseil d'Administration, autres que Messieurs Frédéric Champavère et Olivier Blanc, déclarent qu'ils apporteront en nature à FS Holding (l'Initiateur) la quasi-totalité des actions SAM SA qu'ils possèdent, sous réserve de la réussite de l'Offre, le solde étant apporté à l'Offre.

Ils prennent acte que, sauf modification du 2ème alinéa de l'article 11 des statuts, ils devront être propriétaires d'une action de la Société dans le délai prévu à l'article L. 225-25 du Code de commerce.

Le Conseil note que l'Initiateur ne pourrait mener à bien cette Offre sans bénéficier d'un concours actif des familles actionnaires de la Société depuis sa création et que dans ce contexte, l'Initiateur a demandé aux membres des familles fondatrices de bien vouloir s'engager à lui apporter en nature leur participation au capital de la société FS Holding, ce qui impliquera pour ces apporteurs une perte du droit de vote double sur ces actions ; cet engagement a été pris sous réserve que le nombre total d'actions SAM SA détenues soit au moins égal au seuil de réussite de l'Offre, les actions ainsi apportées en nature étant prises en compte dans le calcul de ce Seuil de Réussite, ce qu'ils ont accepté dans l'intérêt de la Société.

[...]

II Position du Conseil sur les titres auto détenus :

A ce jour, la Société détient 35.358 actions auto-détenues dont 501 actions au titre du contrat de liquidité.

Le Conseil à l'unanimité, Frédéric Champavère et Olivier Blanc ne prenant pas part au vote, décide de ne pas apporter ces actions à l'Offre, permettant ainsi à SAM SA, notamment, d'honorer les programmes d'attribution d'actions gratuites décidés antérieurement par le Conseil d'Administration.

[...]

3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les membres du Conseil d'Administration, autres que Messieurs Frédéric Champavère et Olivier Blanc, ont déclaré qu'ils apporteraient en nature à l'Initiateur la quasi-totalité des actions SAM qu'ils possèdent, sous réserve de la réussite de l'Offre, le solde étant apporté à l'Offre.

Les Administrateurs prennent acte que, sauf modification du 2ème alinéa de l'article 11 des statuts, ils devront être propriétaires d'une action de la Société dans le délai prévu à l'article L. 225-25 du Code de commerce.

4. INTENTIONS DE SAM RELATIVES AUX TITRES AUTO DETENUS

A la date de la présente note en réponse, la Société détient 35.358 actions auto-détenues.

La Société a décidé de ne pas apporter ces actions à l'Offre, permettant ainsi à SAM, notamment, d'honorer les programmes d'attribution d'actions gratuites décidés antérieurement par le Conseil d'Administration.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1 alinéas I.1 et I.2 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'Administration de SAM a désigné le 30 juillet 2013 le cabinet Ledouble représenté par Monsieur Olivier Cretté en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre. Ledouble SA a conclu, dans son rapport en date du 18 septembre 2013, au caractère équitable du prix proposé aux actionnaires dans le cadre de l'Offre.

Le rapport de l'expert indépendant est le suivant :

SAM

Offre Publique d'Achat

--

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat (« **OPA** » ou « **Offre** ») initiée par FS Holding (« **l'Initiateur** ») sur les actions de la société SAM SA (« **SAM** », « **la Cible** » ou « **la Société** »), nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par le conseil d'administration de SAM du 30 juillet 2013, de nous prononcer sur le caractère équitable, pour les actionnaires visés par l'OPA, du prix d'Offre de 38 € par action SAM après détachement du dividende exceptionnel de 1,40 € par action, qui a été décidé le 17 septembre 2013 par l'assemblée générale de SAM et sera détaché le jour de négociation suivant l'ouverture de l'Offre ; le prix d'Offre après détachement de coupon constitue les « **conditions financières de l'Offre** ».

Compte tenu de la présence de dirigeants communs entre la Cible et l'Initiateur et de l'existence d'apports en nature de titres SAM SA et en numéraire à FS Holding en marge de l'Offre, la désignation de Ledouble SA entre dans le cadre des articles 261-1 I 2° et 4°¹ du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08, elle-même complétée des recommandations AMF du 28 septembre 2006².

Il nous a été confirmé par la Société qu'aucune disposition particulière susceptible de justifier notre intervention au titre de l'article 261-1 I 6°³ du règlement général de l'AMF n'avait été conclue et que, s'agissant d'une Offre volontaire et facultative, notre intervention n'est pas requise au titre de l'article 261-1 II⁴.

¹ Extraits concernés 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 :

2° Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance ;
[...]

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 ;
[...] ».

² Recommandations modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

³ Extrait concerné de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF :

« 6° Lorsque l'acquisition de la société visée est rémunérée par des instruments financiers mentionnés au 1° du (Arrêté du 30 juillet 2009) « II » de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier donnant accès ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote de l'initiateur ou d'une société appartenant au groupe de l'initiateur, autres que des actions. ».

⁴ Article 261-1 II du règlement général de l'AMF : « La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en oeuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-16 ».

La présente attestation d'équité s'entend au sens de l'article 262-1.I⁵ du règlement général de l'AMF.

Indépendance

Ledouble SA est indépendant de SAM, ainsi que de Société Générale Corporate & Investment Banking (« **SGCIB** »), établissement présentateur de l'Offre :

- Ledouble SA n'a aucun lien juridique ou financier avec SAM ;
- 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 les plus récentes réalisées par Ledouble SA, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées⁶ ;
- nous considérons que la mission qui nous est confiée ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec l'établissement présentateur⁷.

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 2006⁸. Le programme de travail mis en

⁵ Extrait de l'article 262-1.I du règlement général de l'AMF : « 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 ».

⁶ 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**.

⁷ Au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF.

⁸ Recommandation AMF n°2006-15 « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ». Document créé le 28 septembre 2006, modifié le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

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 de SAM et de son titre, 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'OPA, sur la base :
 - d'entretiens avec des représentants de SAM, de SGCIB⁹ et de Preuilh Vidonne Croizat Huguenin associés¹⁰ ; la liste de nos contacts figure en **annexe 3** ;
 - des projets de note d'information de l'Initiateur et de note d'information en réponse de la Cible destinées à l'AMF ;
- l'exploitation des études de marché et sectorielles récentes, ainsi que d'une revue de presse concernant SAM que nous avons constituée ;
- l'examen de l'information publique et réglementée et des communiqués de SAM accessibles sur le site Internet de la Société¹¹ ;
- le recensement des faits ayant marqué la vie sociale de SAM au cours des trois derniers exercices clos (2010 à 2012) et de l'exercice en cours ;
- la prise de connaissance de l'information comptable, financière, juridique et fiscale du groupe SAM formé de la Société dont les titres sont visés par l'Offre et de ses filiales, notamment au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2012 et du premier semestre 2013 ;
- l'étude des conditions des transactions externes et internes antérieures à l'Offre et des multiples de valorisation qui en découlent ;

⁹ Conseil financier de FS Holding et établissement présentateur de l'Offre.

¹⁰ Société d'avocats conseil juridique de FS Holding.

¹¹ [En ligne], <http://www.sam-actionnaires.com> [référence du 30 août 2013].

- la consultation du rapport d'évaluation financière du groupe SAM établi en janvier 2013 par le cabinet Advolis audit & conseil ;
- la consultation du rapport de mise à jour et revue critique du *business plan* du groupe SAM Outillage établi en février 2012 par Eight Advisory ;
- le recours aux autres informations issues de nos propres bases de données, notamment à un échantillon de sociétés cotées jugées comparables à SAM par leur activité et / ou leur modèle économique, présentées en **annexe 7** et en **annexe 8** ;
- l'intégration dans nos modèles de valorisation des données budgétaires 2013 et prévisionnelles de 2014 à 2018 élaborées par le management de SAM ;
- le recoupement entre les différentes méthodes de valorisation employées pour évaluer l'action SAM et une analyse de la sensibilité des résultats à la variation des principaux paramètres d'évaluation ;
- l'examen des traités d'apports en nature des titres SAM à l'Initiateur en marge de l'Offre et des rapports du commissaire aux apports ;
- la revue des travaux de l'établissement présentateur et la confrontation de son évaluation multicritères du titre SAM avec la nôtre.

Affirmations obtenues et limites de la mission

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 à 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 budgétaires et 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 les notes d'information de l'Initiateur et en réponse de la Cible.

Le présent rapport n'a pas valeur de recommandation à l'Offre.

Plan du rapport

Nous présenterons successivement :

- les objectifs et le périmètre de l'Offre (§ 1) ;
- l'activité et l'environnement de SAM (§ 2) ;
- notre évaluation multicritères de l'action SAM (§ 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 de SAM visés par l'Offre (§ 6).

Conventions de présentation

Les montants ci-après sont exprimés en :

- euros (€ / devise) ;
- milliers d'euros (K€ / devise) ;
- millions d'euros (M€ / devise).

Nous nous référons dans la présentation de nos travaux de valorisation du titre SAM à des primes induites par les différents critères d'évaluation sur le prix d'Offre de 38 € après détachement du dividende exceptionnel de 1,40 € par action, qui a été décidé le 17 septembre 2013 par l'assemblée générale de SAM et sera détaché le jour de négociation suivant l'ouverture de l'Offre, proposé aux actionnaires visés par l'OPA.

1 PRÉSENTATION DE L'OFFRE

1.1 Sociétés prenant part à l'Offre

1.1.1 Cible

SAM, dont les titres sont visés par l'OPA, est une Société Anonyme au capital de 7.407.543 €¹², sise 60 boulevard Thiers à Saint-Etienne (42007), et immatriculée au Registre du Commerce et de Saint-Etienne¹³.

La Société est dirigée par M. Frédéric Champavère, Président du conseil d'administration ; M. Noël Guichard assume les fonctions de Vice-président de la Société.

Les actions composant le capital de SAM, actuellement au nombre de 379.874 (§ 1.2.2), sont admises aux négociations sur le marché NYSE Euronext Paris compartiment C¹⁴.

La filiale opérationnelle de SAM est SAM Outillage, dont la Société détient à ce jour l'intégralité des titres (§ 2.2.2.2) ; SAM Outillage est une Société par Action Simplifiée présidée et dirigée par M. Frédéric Champavère.

1.1.2 Initiateur

FS Holding est une Société par Actions Simplifiée au capital de 7.600 €¹⁵, sise 4 place du Château à Saint-Paul en Cornillon (42240), et immatriculée au Registre du Commerce et des sociétés de Saint-Etienne¹⁶.

FS Holding a été constituée le 23 juillet 2013 dans le but d'acquérir les titres des actionnaires de SAM aux conditions de l'Offre, selon les modalités décrites ci-après (§ 1.2) ; M. Frédéric Champavère en est le Président et M. Olivier Blanc le Directeur général.

¹² 379.874 actions (§ 1.2) * valeur nominale unitaire de l'action SAM : 19,5 € = capital social : 7.407.543 €.

¹³ Sous le numéro 433 925 344.

¹⁴ Sous le code ISIN FR0000044497 SAMP.

¹⁵ Ce capital initial de 7.600 € s'entend avant rémunération par augmentation de capital de l'apport initial de 58.954 actions SAM au prix de 38 € : 2.240.252 € (§ 1.2.1), et d'un apport en numéraire à réaliser au titre du financement de l'Offre : 2.021.372 € (§ 1.4).

¹⁶ Sous le numéro 794 409 417.

1.2 Périmètre de l'Offre

L'Offre est à situer dans le dispositif suivant, comprenant schématiquement trois étapes, et offrant à chaque catégorie d'actionnaires de la Société les mêmes conditions de désengagement de son capital.

1.2.1 *Apports en nature préalables à l'Offre, des Dirigeants et de certains salariés (« apport initial »)*

Dans un communiqué du 29 juillet 2013¹⁷, M. Frédéric Champavère et M. Olivier Blanc (« **les Dirigeants** »), respectivement Président Directeur général de SAM et Président de SAM Outillage, d'une part, et Directeur général de SAM Outillage¹⁸, d'autre part, détenant, pour l'un 32.035 actions représentant 8,43% du capital [et 6,05% des droits de vote] et, pour l'autre 17.869 actions représentant 4,71% du capital [et 3,37% des droits de vote] de la Société, soit à eux deux réunis 49.904 actions représentant 13,14% du capital [et 9,42% des droits de vote] de la Société, ont annoncé leur intention d'apporter leurs participations directes et indirectes à FS Holding constituée à cet effet (§ 1.1.2). Ces apports en nature devant être réalisés à 38 € par action coupon détaché interviendront le 23 septembre 2013.

En outre, des apports de titres ont été réalisés concomitamment par des salariés de la Société à raison de 9.050 actions représentant 2,38% du capital [et 1,71% des droits de vote] de la Société.

L'apport initial porte donc sur 58.954 actions représentant 15,52% du capital et 11,13% des droits de vote de la Société ; il est rémunéré par l'attribution d'actions de FS Holding, bénéficiaire des apports, d'une valeur nominale en concordance avec le prix d'Offre de 38 €, et ce sans prime d'émission.

Il nous a été confirmé qu'un pacte serait conclu entre les associés de FS Holding visant à organiser les règles régissant la liquidité des titres de la holding de reprise¹⁹.

¹⁷ [En ligne], <http://www.sam-actionnaires.com/pdf/communiqu-29-07-2013.pdf> [référence du 30 août 2013].

¹⁸ Filiale opérationnelle de SAM (§ 1.1.1).

¹⁹ Nous n'avons pas connaissance à ce jour des termes exacts de ce pacte ; il nous a toutefois été confirmé qu'il ne comportera aucune disposition susceptible de remettre en cause la transparence entre la rémunération des apports en nature de titres SAM SA et en numéraire au bénéfice de FS Holding et le prix d'Offre de 38 €.

1.2.2 Réalisation de l'Offre

A l'issue de l'apport initial, le capital et les droits de vote théoriques²⁰ de la Société se répartissent comme suit :

Répartition capital / droits de vote				
Actionnaires	En capital		En droits de vote	
	Nombre	%	Nombre	%
FS Holding	58 954	15,52%	58 954	11,13%
Familles historiques	126 997	33,43%	250 520	47,30%
Fonds Stock Picking	12 748	3,36%	25 496	4,81%
Lafayette Capital	26 775	7,05%	26 775	5,06%
Latour Gestion	44 691	11,76%	44 691	8,44%
Sous-total Institutionnels	84 214	22,17%	96 962	18,31%
Public	74 351	19,57%	87 797	16,58%
Autodétention	34 857	9,18%	34 857	6,58%
Contrat de liquidité	501	0,13%	501	0,09%
Total	379 874	100,00%	529 591	100,00%

L'Offre, qui a été annoncée dès le 29 juillet 2013 et qui s'inscrit dans le prolongement des apports suscités (§ 1.2.1), est réalisée au prix de 38 € coupon détaché²¹ *i.e.* aux mêmes conditions que l'apport initial ; elle porte sur les actions détenues par :

- les fonds d'investissement institutionnels, lesquels ont confirmé en juillet 2013 leur engagement d'apporter à l'Offre la totalité de leur participation, soit 84.214 actions représentant 22,17% du capital [et 18,31% des droits de vote] de la Société ;
- le public incluant le management et les administrateurs n'appartenant pas aux familles des Dirigeants (§ 1.2.3), soit 74.351 actions représentant 19,57% du capital [et 16,58% des droits de vote] de la Société ; quelques actionnaires individuels se sont d'ores et déjà engagés à apporter leurs titres à l'Offre.

Ne seront pas apportées à l'Offre les actions détenues par :

- la Société elle-même²² ; les 34.857 actions auto-détenues représentant 9,18% de son propre capital sont en effet conservées par la Cible ;

²⁰ Le nombre de droits de vote théoriques (ou droits de vote « bruts ») sert de référence au calcul des franchissements de seuils. Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, ce nombre de droits de vote théoriques est déterminé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote, en l'occurrence les actions d'autocontrôle.

²¹ Le prix d'Offre de 38 € par action s'entend « coupon détaché » au titre de la distribution exceptionnelle d'un dividende unitaire de 1,40 € prélevé sur les réserves de la Société.

²² L'engagement de la Société de ne pas apporter les actions auto-détenues a été acté dans le conseil d'administration du 17 septembre 2013.

- les 501 actions affectées au contrat de liquidité, représentant 0,13% du capital [et 0,09% des droits de vote] de la Société.

Le périmètre de l'Offre s'étend donc à 158.565 actions représentant 41,74% du capital [et 34,89% des droits de vote] de la Société.

1.2.3 Apports en nature conditionnels d'actionnaires familiaux et historiques

Le solde des titres SAM, soit 126.997 actions représentant 33,43% du capital [et 47,30% des droits de vote] de la Société, se trouve entre les mains du bloc familial des Dirigeants²³ et des actionnaires historiques ; ces titres, comme annoncé le 29 juillet 2013, seront apportés à FS Holding aux conditions de l'Offre, sous réserve que le seuil de deux tiers du capital de la Société (« **seuil de réussite de l'Offre** ») soit atteint à l'issue de l'Offre. Ces engagements d'apports en nature conditionnels se matérialisent par des contrats d'apports conclus le 5 septembre 2013, stipulant que la rémunération des apports donnera lieu à l'attribution d'actions de FS Holding, bénéficiaire des apports, d'une valeur nominale en concordance avec le prix d'Offre de 38 €, et ce sans prime d'émission.

Ainsi, conformément aux dispositions de l'article 231-9²⁴ du règlement général de l'AMF, il ne sera pas donné suite à l'Offre si le nombre total d'actions SAM détenues par FS Holding à l'issue de l'Offre n'est pas au moins égal à deux tiers du capital au jour de la clôture de l'Offre²⁵.

1.3 Objectifs de l'Offre

Au vu des développements précédents, la présente OPA s'analyse en une offre facultative, visant à offrir aux actionnaires de la Société visés par l'Offre (§ 1.2.2) une liquidité sur les actions qu'ils détiennent dans un contexte de faible rotation de ces titres sur le marché, et ce aux mêmes conditions que celles de l'apport initial (§ 1.2.1) et dont bénéficieront les actionnaires familiaux et historiques sous condition suspensive de l'atteinte du seuil de réussite de l'Offre (§ 1.2.3).

En outre, FS Holding déclare envisager la poursuite des activités de SAM en combinant croissance organique et croissance externe, dans le cadre de la mise en œuvre du plan de développement « CAP 100 » (§ 2.2.2.1).

²³ Familles Blanc, Jabouley et Lafont, actionnaires de la Société depuis sa constitution.

²⁴ Article 231-9 du règlement général de l'AMF : « L'initiateur peut stipuler dans son offre une condition d'obtention, à l'issue de celle-ci, d'un certain nombre de titres, exprimé en pourcentage du capital ou des droits de vote, en deçà duquel l'offre n'aura pas de suite positive. »

²⁵ En pareil cas les actions apportées à l'Offre seront restituées à leurs propriétaires sans paiement d'intérêt ni d'indemnité.

Le recours à une procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre est envisagé, si les conditions sont remplies pour sa mise en œuvre :

- dans le cas où les actions non apportées à l'Offre ou à l'Offre réouverte²⁶ ne représenteraient pas plus de 5% du capital et des droits de vote de la Société, le retrait obligatoire interviendrait moyennant le paiement d'une indemnisation égale au prix d'Offre de 38 €, conformément aux dispositions des articles L. 433-4 II et L. 433-4 III²⁷ du Code monétaire et financier et des articles 232-4 et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF ;
- dans le cas contraire et dans l'hypothèse où l'Initiateur viendrait à détenir postérieurement à l'Offre, directement ou indirectement, au moins 95% des droits de vote de la Société, celui-ci se réserve la faculté de déposer un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire dans les conditions des articles 236-1 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF ; le retrait obligatoire serait alors soumis au contrôle de l'AMF, appelée à se prononcer sur sa conformité, au vu notamment du rapport de l'expert indépendant qui serait désigné conformément aux dispositions de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF. Comme indiqué en préambule, nous n'avons pas été désignés pour nous prononcer sur le prix auquel serait réalisé le retrait obligatoire postérieur à la présente Offre.

1.4 Financement de l'Offre

L'acquisition de la totalité des actions SAM susceptibles d'être apportées à l'Offre représenterait, sur la base du prix d'Offre de 38 € par action²⁸, un montant de 6,0 M€²⁹ :

- l'Offre fait l'objet d'un contrat d'emprunt, qui la finance partiellement à hauteur de 4 M€, souscrit auprès d'un pool bancaire dont le chef de file est Société Générale ;
- le solde de 2 M€ est financé par des apports en numéraire au niveau de FS Holding en contrepartie de l'octroi de titres de FS Holding, bénéficiaire des apports, d'une valeur nominale en concordance avec le prix d'Offre de 38 €, et ce sans prime d'émission.

²⁶ Extrait de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF : « *Sauf si elle ne connaît pas une suite positive, toute offre réalisée selon la procédure normale est réouverte dans les dix jours de négociation suivant la publication du résultat définitif. [...]* ».

²⁷ Extrait de l'article L. 433-4 III du Code monétaire et financier : « [...] *Dans les conditions et selon les modalités fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, l'indemnisation est égale, par titre, au prix proposé lors de la dernière offre ou, le cas échéant, au résultat de l'évaluation mentionnée au II. [...]* ».

²⁸ Hors frais et commissions liés à l'Offre.

²⁹ Périmètre de l'Offre : 158.565 actions (§ 1.2.2) * 38 € = 6,0 M€.

2 PRÉSENTATION DE L'ACTIVITÉ ET DE L'ENVIRONNEMENT DE SAM

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, comptables et financières issues des échanges avec nos interlocuteurs et de la consultation de nos bases de données, afin de dégager les principales forces et faiblesses de la Société ainsi que les opportunités et menaces auxquelles elle est confrontée sur son marché³⁰.

2.1 Caractéristiques du marché

Le Groupe SAM (le « **Groupe** ») est spécialisé dans la fabrication et la commercialisation d'outillage à main professionnel à destination de différents secteurs tels que la maintenance industrielle, l'automobile, le bâtiment ou l'aéronautique.

Nous exposerons dans ce chapitre les principales caractéristiques du marché de l'outillage, avant de resituer le Groupe sur son secteur au chapitre suivant (§ 2.2).

2.1.1 Présentation du marché de l'outillage

Le marché de l'outillage se subdivise en deux familles : les appareils mécaniques et les outils à main³¹. La branche de l'outillage à main, à destination des professionnels ou des particuliers³², sur laquelle sont positionnées SAM Outillage et ses filiales, est évaluée par le Groupe à environ 450 M€ sur le marché français ; très concurrentielle, elle regroupe de nombreux acteurs, parmi lesquels certains en provenance des pays émergents, dont la faiblesse des coûts de production et des normes de qualité, comparativement moins strictes que celles en vigueur en Europe, entraînent les prix du marché à la baisse.

Pour contrer cette concurrence assez récente, les acteurs européens relocalisent leurs activités dans les pays d'Europe de l'Est ou d'Afrique du Nord ; ces relocalisations, qui permettent de « protéger » le savoir-faire, sont une garantie de qualité et, dans une certaine mesure, favorisent la proximité avec les clients historiques. En effet, les pays d'Afrique du Nord notamment forment une zone d'implantation stratégique au sein de laquelle les salaires sont encore nettement moins élevés que dans certains pays européens tels que la France, ce qui intéresse de nombreuses industries (automobile et aéronautique) qui s'y implantent d'ores et déjà.

³⁰ Cf. matrice Swot (§ 2.2.6).

³¹ XERFI 700. « Outillage », mai 2012.

³² Les professionnels et le grand public représentent respectivement environ deux tiers et un tiers du marché.

Cette concurrence accrue force également les entreprises à élargir leurs catalogues, souvent au détriment de leur marge, impactée par des coûts de stockage élevés dus à une faible rotation des stocks, et à lancer régulièrement des campagnes de promotion pour écouler les produits les moins demandés.

Contrairement à SAM qui a centré sa position sur le marché des utilisateurs professionnels, de nombreuses sociétés concurrentes ont développé des gammes pour les semi-professionnels et les particuliers. Compte tenu de ce positionnement, le Groupe subit la stagnation de la production manufacturière française et les difficultés d'une clientèle professionnelle, pendant que d'autres acteurs s'adressant davantage au marché domestique doivent faire face à la baisse de la demande des ménages³³.

2.1.2 Acteurs du marché et stratégies

Le marché de l'outillage comprend quelques grands acteurs qui ne détiennent que 20% environ des parts de marché³⁴ :

- le secteur est dominé par les filiales de quelques groupes américains (Stanley Black & Decker Inc., Snap-On Inc., Varel International³⁵) et suédois (Sandvik), présentes en France³⁶ ;
- les TPE et PME se partagent donc l'essentiel de ce marché atomisé ; les fabricants et distributeurs, parmi lesquels SAM Outillage, Tivoly, MPO³⁷, MOB, KS Tools en France répondent à ce profil, de même que des groupes étrangers tels que Berner, Gedore, Wurth en Allemagne, Beta en Italie, Unior en République Tchèque.

2.2 Positionnement de SAM sur son secteur

2.2.1 Historique

Le groupe SAM est né de la scission en deux entreprises indépendantes (SAM et SETFORGE) de la société LES FORGES STEPHANOISES, fabriquant d'outillage à main et de pièces forgées pour l'industrie. Cette scission s'est opérée en 2001.

³³ XERFI 700. « Outillage », mai 2012.

³⁴ XERFI 700. « Outillage », mai 2012.

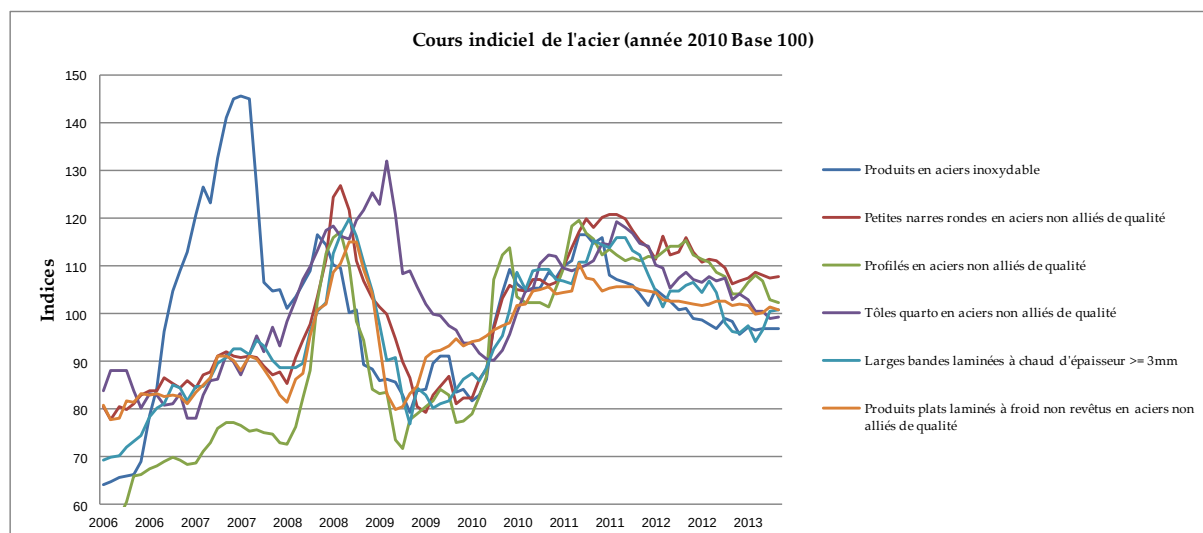
³⁵ Groupe non coté.

³⁶ Facom (Stanley Black & Decker), Bost Garnache Industries (Stanley Black & Decker, Deville (Snap On), Gunter Tools (Sandvik).

³⁷ Groupe non coté, comprenant MPO, OPI Ouest et Soffamo.

2.2.1.1 La matière première : l'acier

Pour fabriquer ses produits, le Groupe se fournit en plaques d'aciers de différentes épaisseurs³⁸ et est ainsi exposé à l'évolution des cours de cette matière première, qui s'avèrent très fluctuants, à la hausse comme à la baisse, ainsi que le montre le graphique ci-dessous par une décomposition au semestre depuis 2006 :



Les cours sont liés à l'activité des industriels qui impacte la demande, raison pour laquelle ils se sont effondrés après la crise de 2008, sous l'effet notamment des difficultés qu'a traversées l'industrie automobile.

Selon l'OCDE, la demande mondiale d'acier devrait augmenter et atteindre 23 milliards de tonnes d'ici à 2025, principalement dans les secteurs de la construction, des transports et de l'ingénierie mécanique, en particulier dans les économies émergentes. Cette augmentation de la demande aura un impact sur les cours qui devraient repartir à la hausse.

2.2.1.2 Le produit historique : l'outillage à main professionnel forgé

Historiquement, le groupe SAM fabrique et développe quelque 6.000 références d'outils à main forgés³⁹ et fait figure de leader dans la fabrication et la commercialisation d'outillage à main forgé à destination d'une clientèle constituée essentiellement de professionnels (§ 2.1.1) exerçant leurs activités dans l'automobile, l'industrie et le bâtiment.

³⁸ Journal de l'auto. « SAM OUTILLAGE, Les « clés » du succès », 19/04/2013.

³⁹ Outils de serrage, outils de mesure, outils isolés, tournevis, douilles et accessoires, clés de serrage, pinces, cisailles, cutters, ciseaux, outils pour travailler le métal (scie, foret), marteaux, pics, équipements de l'atelier et de la personne,...

2.2.2 Politique d'expansion

2.2.2.1 Plan stratégique

Pour assurer la pérennité de son exploitation, le groupe SAM a mis en place en 2011 un plan stratégique de croissance baptisé « CAP 100 » dont l'objectif principal est de faire croître le chiffre d'affaires jusqu'à 100 M€⁴⁰ en 2015 et 25% des parts de marché⁴¹ :

- en procédant à deux acquisitions structurantes en 2011 dans le domaine de l'outillage pneumatique (RODAC INTERNATIONAL BV⁴² et PTS-IPS⁴³), le Groupe a développé son offre dans le secteur de l'automobile et dans le bâtiment, ainsi qu'à l'international. SAM a également renforcé son offre dans le mobilier métallique en acquérant en 2013 la société SOVA2I⁴⁴ (outillage de pliage de tôles fines) ;
- c'est ainsi qu'en 2013, le groupe SAM possède un catalogue totalisant plus de 9.000 références, qui regroupent les produits traditionnels d'outillage à main professionnel forgé (§ 2.2.1.2) et les nouveaux produits issus de la diversification guidée par le plan stratégique ; pour contrer les nouveaux concurrents des pays émergents (§ 2.1.1), SAM, à la différence d'autres acteurs européens, et au prix d'un coût salarial important, a opté pour une stratégie du « *Made In France* » visant à fabriquer le plus grand nombre de produits (60% du catalogue en 2013⁴⁵) dans l'hexagone.

Pour appuyer ce choix stratégique, le Groupe met en avant les avantages attendus en termes de flexibilité et de sécurité d'approvisionnement, ainsi que de moindres coûts de transport⁴⁶ ; la concentration de ses activités sur le territoire français permet à l'entreprise d'enregistrer un taux de service proche de 100% et un très faible taux d'erreur de livraison.

⁴⁰ Les Echos. « Outils : SAM rapatrie d'Asie ses servantes », 10/08/2012.

⁴¹ Le Progrès. « Savoir-faire et innovation ont forgé les clés de la réussite de Sam-Outillage », 02/07/2013.

⁴² Le rachat de RODAC INTERNATIONAL BV a permis à SAM de renforcer sa position à l'export, sur les marchés du Benelux, de l'Allemagne et de la Scandinavie.

⁴³ PTS-IPS est spécialisée dans la fabrication et la commercialisation d'outils et d'équipements pneumatiques auprès des industriels, des concessionnaires et des réseaux de ventes aux particuliers dans le secteur automobile (Norauto, Feu Vert, Midas,...).

⁴⁴ Le rachat de SOVA2I, ancien fournisseur du groupe SAM, permet à ce dernier de renforcer sa présence et son savoir-faire dans le mobilier métallique (boîte à outils, « servantes » pour le rangement,...).

⁴⁵ 40% des 9.000 références en catalogue en 2013 sont fabriquées entièrement en France, ce qui porte à 60% le nombre de références qui sont soit fabriquées entièrement, soit finies à Saint-Etienne.

⁴⁶ Les Echos. « Outils : SAM rapatrie d'Asie ses servantes », 10/08/2012.

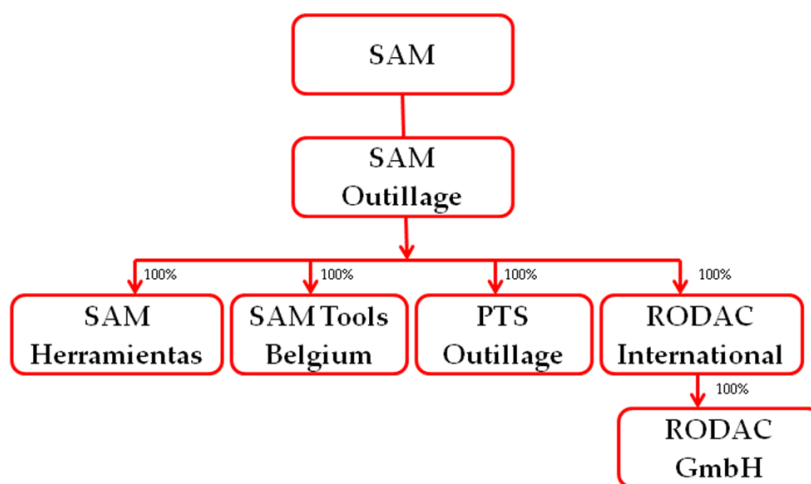
Le Groupe investit plus de 5%⁴⁷ de son chiffre d'affaires par an pour financer les projets en R&D de son équipe de recherche constituée d'une dizaine de personnes ; environ deux brevets sont déposés par mois.

Ces investissements en R&D répondent à la volonté de SAM de devenir un multi spécialiste et de proposer des produits à plus forte valeur ajoutée que les produits historiques et ceux des concurrents étrangers, en suivant une tendance à la montée en gamme des fabricants français⁴⁸ ; le Groupe est ainsi capable de fabriquer des outils sur mesure pour ses clients, et assume les inconvénients liés aux difficultés d'automatisation des chaînes sur les petites séries.

Pour soutenir sa stratégie de développement de production au sein de l'hexagone, SAM dispose d'une capacité d'extension de son réseau de fournisseurs et de sa réserve foncière à Saint-Etienne.

2.2.2.2 Organisation interne juridique par filiale et fonctionnelle par Business Unit

Le groupe SAM est composé de la holding faîtière SAM, dont les titres sont visés par l'Offre, et de sa filiale opérationnelle SAM Outillage, détenue à 100% avant dilution (§ 2.3.3), dont dépendent plusieurs entités ; l'organigramme du Groupe se présente ainsi « en râteau », étant précisé que SOVA2I, dernière acquisition en date, n'est pas une filiale de SAM Outillage, mais un simple établissement (§ 2.2.2.1) :



(i) SAM Herramientas Iberica

Créée à Madrid en 1998, SAM Herramientas Iberica ouvre SAM Outillage à la conquête des marchés de la péninsule ibérique.

⁴⁷ Le Progrès. « Savoir-faire et innovation ont forgé les clés de la réussite de Sam-Outillage », 2/07/2013.

⁴⁸ XERFI. « Outillage », mai 2012.

(ii) SAM Tools Belgium

Créée en 1986, SAM Tools Belgium est la succursale de SAM Outillage SAS dédiée à la commercialisation des produits sur le marché belge.

(iii) PTS-IPS

A la suite d'une acquisition intervenue en 2011, les sociétés PTS Outillage et IPS Trading sont rassemblées sous l'appellation PTS-IPS ; elles sont toutes deux spécialisées dans la fourniture d'outillages pneumatiques pour les professionnels de la maintenance automobile ; à cet égard il convient d'indiquer que le Groupe, jusqu'à l'acquisition de ces deux sociétés, était assez peu présent sur le marché de la « maintenance auto » *stricto sensu* et que dès lors le potentiel de développement sur ce marché représente pour lui une opportunité.

(iv) RODAC International Bv et RODAC GmbH

Acquise fin décembre 2011 auprès du fonds d'investissement Greenlight Investments, la société RODAC International Bv, située à Sittard près de Maastricht, fournit des outils et des équipements pneumatiques ; elle est leader sur son marché, en Allemagne, en Scandinavie et au Benelux.

RODAC International Bv détient 100% du capital de sa filiale allemande RODAC GmbH.

(v) SOVA2I

Reprise fin janvier 2013 par SAM Outillage, SOVA2I a pour principale activité la fabrication d'équipements de pliage de tôles fines, notamment celles qui sont utilisées pour le mobilier industriel (servantes, boîtes à outils...). Avant d'être rachetée par SAM Outillage, SOVA2I était déjà l'un de ses fournisseurs. Cette acquisition par SAM Outillage SAS répond à la stratégie du Groupe de développer ses activités en France et de déployer en son sein les synergies en matière d'innovation ; SOVA2I va pouvoir ainsi bénéficier de la R&D de SAM Outillage pour développer son offre.

A l'organisation juridique par filiale au sein du Groupe répond une organisation fonctionnelle par *Business Unit* (BU) regroupées autour de trois types de fonctions : « ventes », « support à la vente » et « fonctions support ».

2.2.2.3 Développement à l'international

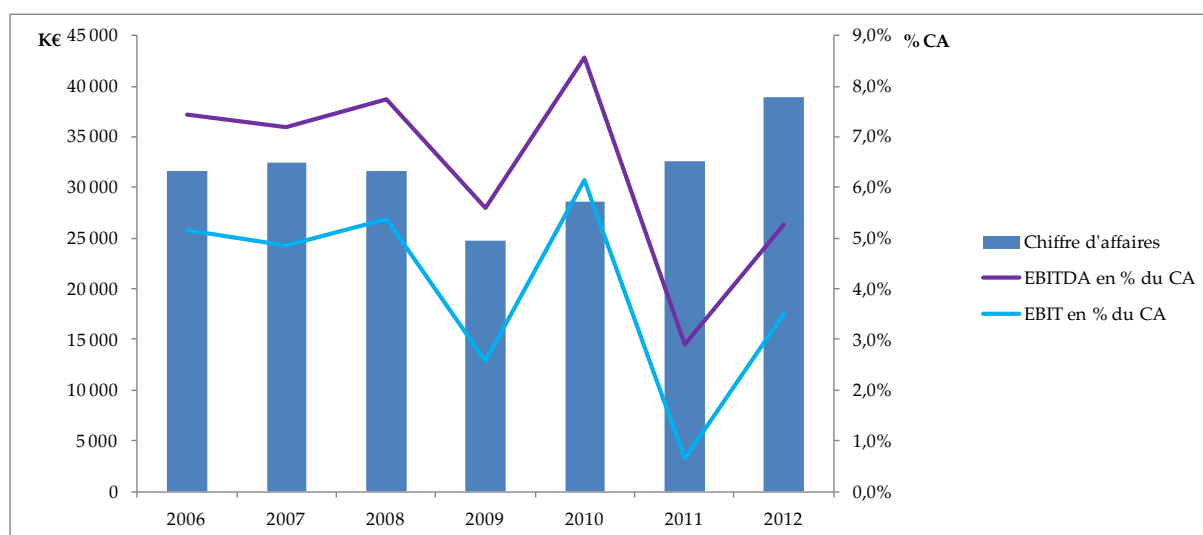
SAM a débuté son développement à l'international dès les années 70. A ce jour, une partie de sa production est sous-traitée en Extrême-Orient⁴⁹, en Allemagne, en Espagne, en Italie et hors d'Europe. Toutefois, en 2013, le Groupe devrait rapatrier des lignes de servantes d'Extrême-Orient⁵⁰ vers sa dernière acquisition SOVA2I.

SAM mise sur son développement à l'international pour assurer la croissance de son chiffre d'affaires. En 2012, le Groupe commercialisait ses produits dans plus de 80 pays (essentiellement au Maghreb et en Europe Centrale) ; la part des ventes à l'export représentait 28% du chiffre d'affaires total (versus 18% en 2011). Un tiers du chiffre d'affaires à l'export est réalisé par la succursale SAM Tools Belgium (à destination de la Belgique, du Luxembourg et des Pays-Bas) et la filiale SAM Herramientas (vers l'Espagne et le Portugal).

2.2.3 Evolution de la profitabilité

Le chiffre d'affaires du Groupe au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2012 s'élève à 38,9 M€. L'effectif compte 204 personnes⁵¹.

Au regard de l'information consolidée, la profitabilité de SAM, exprimée en marge opérationnelle (MO) ou Résultat d'Exploitation (EBIT⁵²), a connu l'évolution suivante depuis 2006, en valeur brute et en valeur relative rapportée au chiffre d'affaires (CA) :



⁴⁹Lignes de servantes par exemple.

⁵⁰ Les Echos « Outils : SAM rapatrie d'Asie ses servantes », 10/08/2012.

⁵¹ Dont 13 intérimaires.

⁵² Résultat d'exploitation (REX) ou *Earnings Before Interests & Taxes* (EBIT).

Malgré une forte baisse du chiffre d'affaires (-21,6%) en 2009, le chiffre d'affaires du groupe SAM est en croissance tendancielle depuis 2006, avec un taux de croissance annuel moyen de 3% :

- la croissance du chiffre d'affaires entre 2010 et 2012 est portée par les acquisitions des sociétés PTS-IPS et RODAC INTERNATIONAL Bv (§ 2.2.2.2) ;
- l'érosion en 2011 de la rentabilité de l'entreprise s'explique par l'intégration cette même année des deux filiales précitées et par de profondes réorganisations internes qui ont impacté l'EBE⁵³ ; cependant la profitabilité s'est redressée en 2012.

2.2.4 Structure bilancielle

La structure du bilan consolidé de SAM depuis 2006 a évolué comme suit :

en K€	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Goodwill	-	-	-	-	-	1 968	1 391
Immobilisations incorporelles	21	153	101	47	40	122	388
Immobilisations corporelles	6 149	6 477	7 314	7 055	6 710	6 722	6 500
Immobilisations financières	46	25	28	26	21	57	78
Actif immobilisé	6 216	6 655	7 443	7 128	6 771	6 901	6 966
BFR	14 102	15 236	14 472	10 260	10 498	13 924	13 689
Trésorerie et équivalents de trésorerie	5 629	4 304	6 119	8 964	7 769	5 919	4 895
Emprunts et dettes financières à plus d'un an	(3 416)	(2 914)	(3 791)	(2 390)	(1 490)	(2 950)	(3 626)
Emprunts et dettes financières à moins d'un an	(1 411)	(1 432)	(1 744)	(1 525)	(1 130)	(2 114)	(1 666)
Autres dettes à long terme	(149)	(91)	(34)	(4)	(2)	(874)	(540)
Autres dettes à court terme	-	-	-	-	-	(930)	-
Endettement net comptable	653	(133)	550	5 045	5 147	(949)	(937)
Impôts différés (actif - passif)	(680)	(724)	(718)	(774)	(176)	(45)	(161)
Provisions	316	322	310	293	305	369	419
Autres actifs	1 740	1 659	1 366	892	927	1 836	932
Actif net	22 347	23 015	23 423	22 844	23 472	22 036	20 908

2.2.4.1 Actif immobilisé

L'enregistrement d'un *goodwill* en 2011 et 2012 est à relier à la croissance externe du Groupe qui a généré des survaleurs.

Le caractère relativement capitalistique de l'activité du groupe SAM transparaît au travers du poids des immobilisations corporelles dans l'actif immobilisé ; toutefois, la progression des immobilisations incorporelles à partir de 2011 dénote la stratégie d'investissement en innovation du Groupe, qui se traduit notamment par le dépôt régulier de brevets (§ 2.2.2.1).

Pour autant la structure bilancielle se caractérise avant tout par un Besoin en Fonds de Roulement (BFR) important détaillé ci-après, et formé à l'actif⁵⁴ par les stocks et les créances.

⁵³ Excédent Brut d'Exploitation (EBE) ou *Earnings Before Interests & Taxes, Depreciation & Amortization* (EBITDA).

⁵⁴ A titre indicatif, les stocks et les créances représentent à eux seuls plus de 60% du total de l'actif.

2.2.4.2 BFR

en K€	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Chiffre d'Affaires	31 617	32 427	31 652	24 812	28 587	32 630	38 957
Stocks et en-cours	11 758	12 587	10 579	7 362	8 871	12 417	11 563
Créances clients	10 136	10 915	10 383	6 626	8 166	8 949	9 812
Autres créances courantes	1 828	1 697	1 409	998	1 054	2 026	1 044
Dettes fournisseurs et autres dettes	-9 620	-9 963	-7 899	-4 726	-7 593	-9 468	-8 730
BFR	14 102	15 236	14 472	10 260	10 498	13 924	13 689
BFR en jours de CA	163	171	167	151	134	156	128
BFR en % de CA	44,6%	47,0%	45,7%	41,4%	36,7%	42,7%	35,1%

Le BFR représente en moyenne 42% (soit 152 jours) du chiffre d'affaires sur la période observée. Ce niveau élevé s'explique par l'activité de manufacture industrielle du groupe SAM qui nécessite la présence d'un volume important de stocks ; le BFR rapporté au chiffre d'affaires, en voie de stabilisation, traduit cependant une intégration progressive des nouvelles filiales au sein du groupe SAM.

Pour mémoire, le décalage entre l'encaissement des créances clients et le règlement des dettes fournisseurs et des autres dettes engendre un besoin de trésorerie pour le Groupe correspondant en moyenne à 12 jours de chiffre d'affaires pour la période 2006 à 2012.

2.2.4.3 Endettement net comptable

L'endettement financier brut à fin 2012 s'élève à 5.832 K€⁵⁵ ; afin d'appréhender l'endettement net consolidé de 901 K€, la trésorerie (4.931 K€⁵⁶) doit être retranchée.

Nonobstant une situation financière saine, l'évolution de l'endettement fait ressortir une hausse des emprunts à partir de 2011 liée à l'acquisition par SAM Outillage des sociétés PTS-IP, RODAC International BV et SOVA2I (§ 2.2.2.1).

2.2.5 Rentabilité des capitaux propres

La rentabilité des capitaux propres (ROE⁵⁷) du Groupe peut s'analyser en trois facteurs :

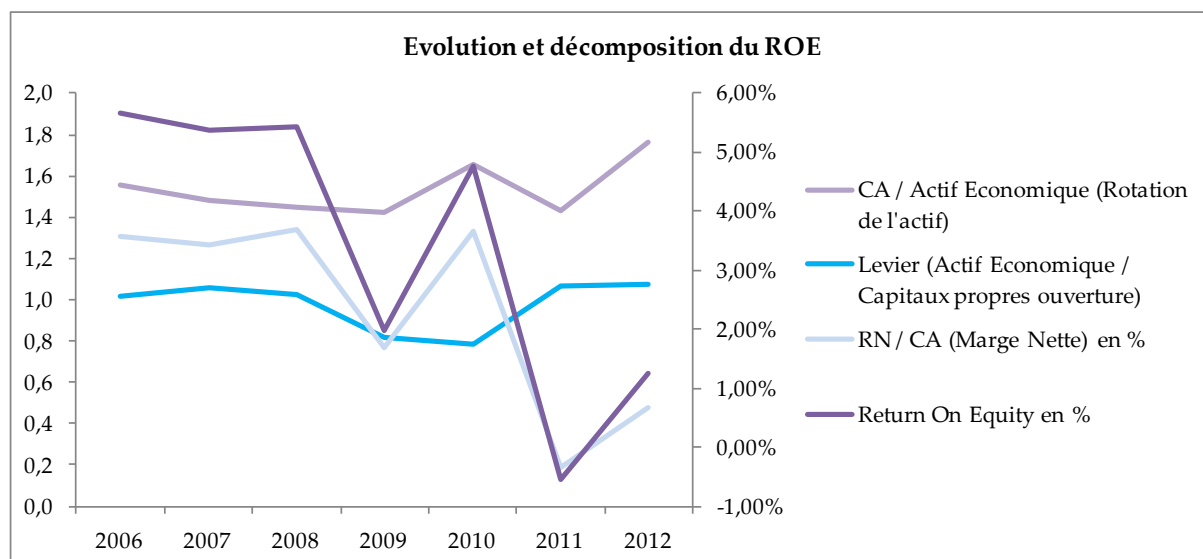
⁵⁵ Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit : 4.359 K€ + emprunts et dettes financières divers : 1.452 K€ = 5.812 K€ (§ 2.3.2).

⁵⁶ La trésorerie ajustée à 4.931 K€ comprend le montant de trésorerie et d'équivalents de trésorerie au 30 juin 2013 et l'encaissement en date du 1^{er} juillet 2013 de 1.536 K€ relatifs au paiement d'un marché sur l'Algérie livré fin 2012, qui aurait dû être payé au cours du premier trimestre 2013.

⁵⁷ Return On Equity.

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

L'évolution du ROE depuis 2006 est présentée graphiquement ci-après :



En 2009 et en 2011, la conjonction de plusieurs facteurs a fortement impacté l'activité du Groupe et sa rentabilité :

- le cours de l'acier, principale matière première employée dans la fabrication des produits était au plus haut mi-2009 (§ 2.2.1.1) ;
- le phénomène s'est amplifié en 2011 du fait de la crise économique et de l'intégration au sein du Groupe des deux acquisitions réalisées au cours de l'exercice (§ 2.2.2.2).

2.2.6 Matrice Swot

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

FORCES	FAIBLESSES
En regard d'une situation financière actuelle saine, le plan "CAP 100" vise un chiffre d'affaires de 100 M€ à l'horizon 2015 60% des produits bénéficient de l'appellation "Made In France", perçue par les clients professionnels comme une garantie de qualité Le Groupe commercialise un panel de produits suffisamment large pour répondre à toutes les demandes et être le fournisseur exclusif de certains clients Le budget R&D représente 5% du chiffre d'affaires. SAM investit beaucoup dans l'innovation et dépose de nombreux brevets Le Groupe possède le savoir-faire nécessaire pour réaliser des produits sur-mesure	La stratégie de fabrication d'un maximum de références en France entraîne des charges de personnel élevées Une partie du catalogue est composée d'articles à faible valeur ajoutée SAM produit de nombreuses petites séries rendant difficile l'automatisation des chaînes Le BFR important est inhérent à l'activité de manufacture industrielle (nombre élevé de références en stock)
OPPORTUNITÉS	MENACES
Poursuivre la stratégie de croissance externe et renforcer la présence du Groupe et son savoir faire dans les secteurs de l'industrie automobile et du bâtiment Développer l'appellation "Made In France" en réponse à la concurrence venue des pays émergents et en gage de qualité dans le sillage de la montée en gamme des fabricants français Etendre l'offre au marché des particuliers et des semi-professionnels Renforcer la présence à l'international Renforcer l'offre "produits" avec des produits plus "technologiques" Saisir les opportunités de développement sur le marché de la maintenance auto où SAM était historiquement peu présent	Croissance externe rapide engendrant des difficultés d'intégration des filiales et pesant sur la rentabilité. Peu de synergies immédiates avec les nouvelles filiales (recherche de synergies en particulier dans les achats et la logistique) Ralentissement de la production manufacturière en France et conséquences des difficultés des secteurs de l'industrie automobile et du bâtiment Forte concurrence des pays émergents et spirale de baisse des prix Hausse des charges salariales et exposition à la fluctuation des matières premières (acier) Risque de pertes de clients internationaux lié à la hausse des coûts logistiques Multiplication du nombre de références au détriment de la marge brute

2.3 Caractéristiques comptables et financières

2.3.1. *Observations sur le référentiel comptable*

SAM établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS), qui s'impose en application du règlement européen n° 1606/2002 visant les 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 comptes⁵⁸. Les comptes consolidés semestriels au 30 juin 2013 ont fait l'objet d'un examen limité par les commissaires aux comptes⁵⁹.

2.3.2. *Observations sur l'endettement net*

Nos travaux de valorisation analogique et intrinsèque ont été réalisés sur la base de l'endettement financier net au 30 juin 2013, que nous avons retraité d'une provision d'un montant de 483 K€⁶⁰ au titre de la distribution du dividende exceptionnel de 1,40 € par action incluse dans les conditions financières de l'Offre comme indiqué en préambule.

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

⁵⁸ L'opinion des commissaires aux comptes est assortie de la justification des appréciations sur les *goodwill* et l'évaluation des stocks (§ 2.2.4.1).

⁵⁹ Sur la base de cet examen limité, les commissaires aux comptes n'ont « *pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la conformité des comptes semestriels consolidés condensés avec la norme IAS 34 – norme du référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union européenne relative à l'information financière intermédiaire* ».

⁶⁰ [Nombre total d'actions : 379.874 – nombre d'actions d'autocontrôle : 34.857 – nombre d'actions affectées au contrat de liquidité : 370] * 1,4 € = 483 K€.

- Les multiples d'excédent brut d'exploitation (valeur d'entreprise / EBITDA et valeur d'entreprise / EBIT) des comparables que nous utilisons comme référence pour la valorisation analogique de la Société sont calculés à partir d'informations issues de nos bases de données, en cumulant, pour aboutir à la valeur d'entreprise, la valeur des fonds propres et l'endettement net, étant précisé que ce dernier est représentatif de la dette comptable, à l'exclusion notamment des provisions « décaissables ». Par symétrie avec les comparables, nous prendrons comme référence pour la valorisation analogique de SAM l'endettement net consolidé constitué de l'endettement financier brut lié aux emprunts et dettes auprès des établissements de crédit (4.359 K€) et aux emprunts et dettes financières divers (1.452 K€), majoré de la provision pour distribution du dividende exceptionnel de 1,40 € par action⁶¹ (483 K€) et minoré de la trésorerie (4.921 K€⁶²), soit une dette nette de **1.373 K€** en valorisation analogique :

en k€	
Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit	4 359
Emprunts et dettes financières divers	1 452
Trésorerie et équivalents	-4 921
Provision pour dividendes exceptionnels	483

Dette nette au 30 juin 2013	1 373
------------------------------------	--------------

- L'endettement net que nous retenons pour la valorisation intrinsèque de la Société est constitué de l'endettement net susmentionné (1.373 K€), majoré des provisions au 30 juin 2013 *i.e.* provisions pour garantie (350 K€), pour risques (52 K€) et pour médailles du travail (40 K€)⁶³, et de la valorisation du Droit Individuel à la Formation (316 K€⁶⁴), soit une dette nette de **2.130 K€** en valorisation intrinsèque :

⁶¹ Nous anticipons donc par construction le détachement du coupon.

⁶² Trésorerie et équivalent trésorerie au 30 juin 2013 majoré de l'encaissement au 1^{er} juillet 2013 relatif à un marché algérien (§ 2.2.4.3).

⁶³ En ce qui concerne les avantages au personnel postérieurs à l'emploi, le Groupe ne recourt à aucun régime à prestations définies collectif ou individuel. Dans le cadre des régimes légaux et obligatoires à cotisations définies, les sociétés du Groupe versent les cotisations à divers fonds d'assurance ; leur engagement se limite au paiement des cotisations, qui sont comptabilisées au titre de l'exercice où elles sont dues (source : rapport annuel 2012, p. 41).

⁶⁴ Crédit de 14.419 heures au taux horaire de 21,9 € (source SAM).

en k€	
Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit	4 359
Emprunts et dettes financières divers	1 452
Trésorerie et équivalents	-4 921
Provision pour dividendes exceptionnels	483
Provisions pour garanties produits	350
Provisions pour risques	52
Provisions pour médailles du travail	40
Droit individuel à la formation	316

Dettes nettes au 30 juin 2013	2 130
--------------------------------------	--------------

2.3.3. Incidence des programmes d'actions gratuites de SAM Outillage

Au 30 juin 2013, les comptes consolidés de SAM⁶⁵, tout en rappelant l'absence d'options d'achat ou de souscription d'actions de la Société (*stock options*), recensent les programmes d'actions gratuites au niveau de SAM SA⁶⁶ et de SAM Outillage⁶⁷ :

- les actions gratuites attribuées par SAM SA au profit d'une dizaine de salariés du Groupe le sont sur des actions auto-détenues et dès lors n'ont pas d'impact dilutif ;
- en revanche les actions gratuites attribuées par SAM Outillage, sous conditions de performance en termes de seuils d'EBITDA opérationnel du Groupe, au profit du Président et du Directeur général⁶⁸ donnent lieu à l'émission de 35.963 actions, dont l'impact dilutif sur la détention par SAM dans le capital de SAM Outillage est à prendre en compte dans l'évaluation du Groupe, comme précisé au chapitre suivant, du fait de la quasi-totale transparence entre la société mère, Cible de l'Offre, et sa filiale opérationnelle (§ 2.3.4) ; les bases de calcul de la dilution se réfèrent à des tranches successives de 3% du capital de SAM Outillage correspondant à 14.385 actions, étant précisé que la dernière tranche des actions gratuites à émettre, attribuées le 23 mars 2012, ne le seront définitivement qu'en mars 2014, en fonction de l'EBITDA opérationnel du Groupe constaté en 2013 :

⁶⁵ Au chapitre VI « Paiements fondés sur des actions ».

⁶⁶ Conformément aux attributions du 6 septembre 2012 et du 19 février 2013.

⁶⁷ Conformément aux attributions du 26 juillet 2011 et du 23 mars 2012.

⁶⁸ Conformément à l'autorisation donnée le 26 juillet 2011 par l'associé unique d'attribuer jusqu'à 10% du capital de SAM Outillage.

Actions gratuites à émettre attribuées définitivement le 26 juillet 2013 (100% * 14.385 actions)	14 385
Actions gratuites à émettre attribuées définitivement en juillet 2013 (80% * 14.385 actions)	11 508
Actions gratuites à émettre attribuées le 23 mars 2012 (70% * 14.385 actions)	10 070
	35 963

A l'issue de ces attributions d'actions gratuites, SAM SA ne détiendra plus que 93,02%⁶⁹ du capital de SAM Outillage.

2.3.4. Valorisation de SAM par transparence avec SAM Outillage

Dans la mesure où SAM SA, société mère du Groupe, exerce l'ensemble de son activité au travers de sa filiale opérationnelle SAM Outillage, et la dette financière du Groupe étant portée exclusivement par l'ensemble constitué de SAM Outillage et de ses filiales⁷⁰, nous avons considéré que la valeur des fonds propres de SAM était assimilable à sa valeur d'entreprise équivalente à sa participation dans SAM Outillage.

Il s'ensuit que nous avons valorisé le Groupe formé de SAM, SAM Outillage et des filiales de SAM Outillage (§ 2.2.2.2) en ramenant la valeur des fonds propres du « sous-groupe » SAM Outillage issue de notre évaluation multicritères de 100% à 93,02% pour tenir compte de la dilution de SAM dans SAM Outillage et dégager les intérêts minoritaires à proportion de 7% (§ 2.3.3).

2.3.5. Plus-value immobilière et coûts de dépollution

Nous avons eu connaissance au travers d'un rapport d'expertise immobilière d'une plus-value avant impôt de l'ordre de 2 M€, laquelle serait néanmoins annihilée par des coûts de dépollution à proportion équivalente, également attestés à dire d'expert. En conséquence, nous n'avons intégré ni l'une ni l'autre de ces données dans notre évaluation multicritères.

2.3.6. Avantages au personnel

Le Groupe n'a recours à aucun régime à prestations définies collectif ou individuel. Dans le cadre des régimes légaux et obligatoires à cotisations définies, les sociétés du Groupe versent à des fonds d'assurances des cotisations qui sont comptabilisées au titre de l'exercice où elles sont dues, ce qui explique l'absence de provision au titre des engagements de retraite à la clôture de l'exercice.

⁶⁹ Nombre d'actions de SAM Outillage détenues par SAM SA : $479.500 / [479.500 + 35.963] = 93,02\%$.

⁷⁰ SAM Outillage s'est notamment endettée pour les besoins des opérations de croissance externe ; les sociétés rachetées lui sont directement rattachées dans l'organigramme du Groupe (§ 2.2.2.2).

La Cible affiche au 30 juin 2013 une trésorerie d'un montant de 0,8 M€ qu'il conviendrait en théorie d'intégrer dans l'évaluation à 100% au lieu de 93,02% ; nous avons toutefois négligé cet écart peu significatif sur la valeur des fonds propres de la Société rapportée à une action.

3. EVALUATION DE L'ACTION SAM

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 SAM 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 SAM est le 26 juillet 2013, dernier jour de bourse précédant l'annonce des dirigeants (§ 1.2.1).

Les paramètres financiers tels que la capitalisation boursière des comparables (§ 3.4) et le taux d'actualisation du plan d'affaires (§ 3.5) sont arrêtés au 30 août 2013.

Le nombre de titres SAM pour nos calculs de valeur par action s'établit à 344.647 actions, après déduction sur le nombre total d'actions de la Société, des actions d'autocontrôle et des actions affectées au contrat de liquidité (§ 1.2.2)⁷¹ :

Nombre d'actions à retenir dans la valorisation	
Nombre total d'actions	379 874
- Actions auto détenues	-34 857
- Actions détenues via le contrat de liquidité	-501
Nombre d'actions à retenir	344 516

3.1. Méthodes d'évaluation écartées

Nous justifions ci-après l'absence de recours, en tant que méthode d'évaluation, à l'actif net comptable (§ 3.1.1) et à l'actualisation des dividendes (§ 3.1.2), étant précisé par ailleurs que nous ne disposons pas d'objectifs de cours, le titre SAM n'étant pas suivi par les analystes financiers.

3.1.1. Actif net comptable

La méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) consisterait à corriger l'Actif Net Comptable (ANC) des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors-bilan à ce jour ; il ne nous a été signalé aucun élément d'exploitation ou hors exploitation non intégré dans les états financiers⁷². Nous présentons cependant en ultime approche d'évaluation une rente négative de *goodwill* mettant en exergue

⁷¹ Nous n'avons pas décompté les actions gratuites à émettre par SAM SA, qui seront prélevées sur des actions existantes (§ 2.3.3).

⁷² A l'exception d'un déficit fiscal à l'origine d'une économie d'impôt de l'ordre de 150 K€ que nous avons intégrée dans l'évaluation intrinsèque (§ 3.5.1).

l'écart de rentabilité de SAM par rapport au rendement attendu d'un investisseur ou d'un actionnaire (§ 3.6).

L'ANC au 31 décembre 2012 et au 30 juin 2013 ressort respectivement à environ 59 €⁷³ et à 58 €⁷⁴ par action. Il s'avère supérieur au résultat de toutes nos approches d'évaluation. Cette situation s'explique selon nous pour les raisons techniques suivantes :

- les tests d'*impairment* effectués au 31 décembre 2012 et au 30 juin 2013 s'appliquent à la seule Unité Génératrice de Trésorerie (UGT) porteuse de *goodwill* ;
- la mobilisation de capitaux attachée à l'activité industrielle de SAM (§ 2.2.4.1) n'est pas corrélée à sa rentabilité (§ 2.2.3).

3.1.2. Valeur de rendement

Nonobstant la politique de distribution régulière aux actionnaires de la Société⁷⁵, la méthode d'actualisation des dividendes ne nous paraît pas appropriée, dans la mesure où elle conduirait par construction⁷⁶ à une valeur inférieure à l'actualisation des flux futurs de trésorerie (§ 3.5).

A titre informatif, nous avons cependant calculé un taux de rendement historique, de 2005 à 2012, de l'action SAM, en rapportant les dividendes versés par la Cible à ses actionnaires, au cours de bourse moyen pondéré par les volumes sur la durée de l'exercice :

Exercice	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Dividendes (en €)	0,9	1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	0,6
Cours de bourse moyen pondéré par les volumes 1 an (en €)	31,6	31	29,6	21	24,1	31,4	39,5	40,8
Taux de rendement	2,8%	3,2%	3,7%	5,2%	4,6%	3,8%	3,0%	1,5%
								Moyenne 3,5%

En rapportant le taux de rendement ainsi calculé au dividende normatif estimé à 1,1 € par action, la valeur théorique unitaire du titre SAM s'établirait à 31,42 €.

⁷³ Capitaux propres consolidés au 31 décembre 2012 : 20.529 K€ / 344.516 actions hors auto contrôle et hors contrat de liquidité = 59,6 € (source : rapport annuel 2012, p. 28).

⁷⁴ Capitaux propres consolidés au 30 juin 2013 : 20.127 K€ / 344.516 actions hors autocontrôle = 58,4 € (source : état consolidé de la situation financière au 30 juin 2013).

⁷⁵ Source : rapports de gestion annuels.

⁷⁶ L'actualisation des dividendes s'entend hors flux réinvestis.

3.2. Référence au cours de bourse

Les titres SAM sont mis à la disposition du public au compartiment C d'Euronext Paris.

Les volumes d'échange du titre SAM font apparaître une faible liquidité au cours des 24 derniers mois précédant l'annonce de l'Offre :



A titre indicatif :

- le pic des volumes en 2012 est à relier à une transaction opérée par la Société sur ses propres titres, ayant porté sur un total de 25.232 actions rachetées au prix unitaire de 44 € ;
- nous présentons également l'évolution du cours du titre SAM en comparaison à l'indice CAC All Tradable ; il apparaît sur le graphique ci-dessus que l'action SAM s'est dépréciée en comparaison de l'évolution de l'indice Cac All Tradable depuis le dernier trimestre 2012.

L'action SAM présente de faibles taux de rotation du flottant (moyenne du volume échangé rapportée au nombre de titres composant le flottant) :

Rotation du flottant en volume	26-juil.-13
1 mois	0,0752%
3 mois	0,0323%
6 mois	0,0190%
12 mois	0,0150%
24 mois	0,0306%

En synthèse la référence au cours de bourse ne peut être considérée qu'à titre indicatif.

Le tableau suivant synthétise les primes induites par le prix d'Offre de 38 € en fonction de la moyenne des cours de bourse pondérés par les volumes au 26 juillet 2013, date à laquelle nous nous référons pour déterminer ces primes :

	Au 26-juil.-13	Prime induite
Spot	29,00 €	31%
Moyenne 1 mois	28,97 €	31%
Moyenne 3 mois	28,45 €	34%
Moyenne 6 mois	28,49 €	33%
Moyenne 12 mois	29,76 €	28%
+ haut 12 mois	38,99 €	-3%
+ bas 12 mois	24,50 €	55%
Moyenne 24 mois	36,59 €	4%
+ haut 24 mois	46,95 €	-19%
+ bas 24 mois	24,50 €	55%

Depuis le 26 juillet 2013, le cours s'est mécaniquement apprécié pour rejoindre le prix d'Offre.

3.3. Valorisation analogique par les comparables transactionnels

Bien qu'elle nous paraisse pertinente d'un point de vue méthodologique, la valorisation de SAM par comparaison avec des transactions externes et internes est à relativiser pour les raisons explicitées ci-après.

3.3.1. Transactions externes

La méthode des comparables transactionnels externes nous est apparue pertinente sur un plan théorique ; toutefois sa mise en œuvre est entravée par l'absence de transaction récente dans le secteur de l'outillage, *a fortiori* de l'outillage à main, sur des sociétés dont les caractéristiques pourraient être rapprochées de celles de SAM.

3.3.2. Transactions internes

Parmi les acquisitions les plus récentes au sein du Groupe, nous n'avons retenu que PTS et RODAC, SOVA2i ayant été rachetée à la barre (§ 2.2.2.2).

Sur la base des informations dont nous disposons, les multiples d'acquisition de PTS et RODAC, exprimés par le rapport entre la valeur d'entreprise (VE) et l'excédent brut d'exploitation (EBITDA), ressortent respectivement à 6x⁷⁷ et 5x :

Date	Acquéreur	Cible	Multiple d'EBITDA
juil-11	SAM Outillage	PTS	6,0x
déc-11	SAM Outillage	RODAC	5,0x
		Moyenne	5,5x

Par référence à un EBITDA 2013 attendu de 2,9 M€ sur le périmètre de SAM Outillage et de ses filiales, et sous déduction d'un endettement net consolidé de 1.373 K€ (§ 2.3.2), la valeur unitaire du titre SAM ressort en moyenne à un niveau proche du prix d'Offre à 38,75 € :

EBITDA 2013 SAM Outillage (k€)	2 859
Valeur d'entreprise SAM Outillage (k€)	15 725
Dette nette consolidée (k€)	-1 373
Capitaux propres SAM Outillage (k€)	14 352
Capitaux propres SAM SA @ 93,02% (k€)	13 350
Nombre d'actions	344 516
Valeur unitaire action SAM SA (€)	38,75

3.3.3. Transactions sur le titre SAM

Nous avons relevé des transactions hors marché réalisées en 2011 et 2012 par la Société sur ses propres titres :

- en 2011, quatre transactions sur un total de 31.700 actions, au prix unitaire moyen de 46 €,
- en 2012, une transaction sur un total de 23.232 actions, au prix unitaire de 44 € (§ 3.2).

La portée de ces transactions sur l'appréciation du prix d'Offre de 38 € est à relativiser au vu de leur antériorité ; nous n'avons pas été informés d'autres transactions de même nature qui seraient survenues depuis lors.

⁷⁷ Après retraitement de l'*earn out* qui se justifiait par des synergies futures non constatées.

En outre, la valeur unitaire des titres SAM Outillage⁷⁸ dans les livres de SAM ne remet pas en cause le prix d'Offre⁷⁹.

3.4. Valorisation analogique par les comparables boursiers

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation du titre SAM par une approche de valorisation comparative en faisant référence aux multiples d'excédent brut d'exploitation (EBITDA) et de résultat d'exploitation (EBIT) d'un panel de comparables boursiers ; les multiples de rentabilité d'exploitation sont en effet couramment utilisés dans la valorisation des sociétés du secteur⁸⁰ (§ 3.3.2).

3.4.1. Etendue et composition de l'échantillon

Compte tenu du caractère atomisé du marché de l'outillage occupé par de nombreuses TPE-PME dont le capital est fermé (§ 2.1.2), le nombre de sociétés cotées s'avère assez limité et, à l'exception de Manutan et Tivoly, se réduit à quelques compétiteurs étrangers, dont les activités, la taille et les caractéristiques boursières et financières peuvent difficilement être directement rapprochées de celles de SAM.

En dépit de ces différences, nous avons néanmoins ciblé un panel ouvert à ces groupes internationaux, évoluant dans le secteur de l'outillage au sens large et comptant parmi les acteurs du marché dont nous avons dressé plus haut la typologie (§ 2.1.2) :

Société	Pays	Capitalisation Boursière 1 mois (M€)
Makita Corp	Japon	5 451
Stanley Black & Decker Inc	USA	12 708
Snap On Inc	USA	4 118
Sandvik AB	Suède	10 324
Manutan International SA	France	300
Tivoly SA	France	9

3.4.2. Modalités de calcul des multiples d'excédent brut d'exploitation (EBITDA) et de résultat d'exploitation (EBIT) par référence à la valeur d'entreprise (VE)

Nous avons écarté les multiples :

⁷⁸ Cours moyen pondéré des titres.

⁷⁹ La participation à 100% de la Société dans sa filiale opérationnelle, tant au 30 juin 2013 qu'au 31 décembre 2012, s'établit à 7.310 K€ pour un total de 479.500 actions détenues, soit un coût moyen pondéré des titres de 15,24 € (source : rapport annuel 2012, p. 49).

⁸⁰ La consultation des propositions faites par SAM dans le cadre de ses actions et recherches de croissance externe en atteste.

- de chiffre d'affaires, car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser SAM sur le seul critère du volume d'activité sans tenir compte des marges et de la rentabilité d'exploitation prévisionnelles de la Société ;
- 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, à l'exception de Manutan et Tivoly, sont étrangères.

Nous avons utilisé les multiples VE / EBITDA et VE / EBIT se rapportant à 2014 et 2015⁸¹ associés à la dette nette appréhendée à fin juin 2013 (§ 2.3.2).

Afin de déterminer les ratios VE / EBITDA et 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 mois⁸² ; l'endettement net s'intercale entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;
- les estimations d'EBITDA et d'EBIT⁸³, sur l'ensemble du panel, sont issues de consensus d'analystes⁸⁴.

3.4.3. Synthèse de la valorisation par les multiples boursiers

Nous présentons ci-dessous les multiples obtenus, par rapport à l'EBITDA, sur la base du cours moyen 1 mois au 30 août 2013 des entités composant notre panel de comparables (§ 3.4.1) ; nous précisons à ce stade qu'afin de tenir compte des différences importantes de liquidité et de taille entre la Cible et la plupart des comparables, nous avons jugé nécessaire d'appliquer sur les multiples une décote de 30%⁸⁵, qui se justifie d'autant plus par l'écart entre la valeur comptable⁸⁶ et la capitalisation boursière de la Cible⁸⁷ :

⁸¹ Nous n'avons pas calendarisé les multiples, dans la mesure où seule Makita Corp (société japonaise) clôture ses comptes à une date intercalaire par rapport à l'année civile (au mois de mars).

⁸² Au 30 août 2013.

⁸³ Au titre de 2013, 2014 et 2015.

⁸⁴ Source : Infiniti.

⁸⁵ GRENA, Eric (2002). « Analyse financière », 4^{ème} trimestre.

SFEV (2008). « Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières ». [En ligne], http://www.vernimmen.net/ftp/SFEV_Primes%20etdecotes_Septembre%202008.pdf [référence du 30 août 2013].

⁸⁶ 20,1 M€ au 30 juin 2013.

⁸⁷ Environ 14 M€.

Société	EBITDA		EBIT	
	2014e	2015e	2014e	2015e
Makita Corp	8,2x	7,7x	9,3x	8,6x
Stanley Black & Decker Inc	7,9x	7,3x	10,6x	9,6x
Snap On Inc	9,0x	8,3x	10,2x	11,8x
Sandvik AB	9,6x	8,5x	10,8x	10,0x
Manutan International SA	4,8x	4,5x	6,9x	6,4x
Tivoly SA	-	-	-	-
Moyenne	7,9x	7,3x	9,6x	9,3x
Médiane	8,2x	7,7x	10,2x	9,6x
Agrégats SAM Outillage (K€) selon BP	2 918	3 192	1 978	2 182
Décote de taille 30%				
Valeur d'entreprise SAM Outillage selon médiane (K€)	16 764	17 169	14 180	14 622
Dette nette consolidée (K€)	1 373	1 373	1 373	1 373
Capitaux Propres SAM Outillage (K€)	15 391	15 796	12 807	13 249
Capitaux Propres SAM SA (K€) @ 93,02%	14 317	14 694	11 913	12 325
Nombre d'actions SAM SA	344 516	344 516	344 516	344 516
Valeur unitaire action SAM SA (€)	41,56	42,65	34,58	35,77

L'approche analogique décrite ci-dessus conduit ainsi à une fourchette de valeur par action de la Société de **34,58 € à 42,65 €**, situant le niveau de prime / (décote) par rapport au prix d'Offre de 38 € entre 9,9% et (10,9)%.

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

Parallèlement aux travaux menés sur la valorisation comparative, nous avons également recherché une valeur intrinsèque de la Société et du titre SAM en actualisant, à compter du 1^{er} juillet 2013, les flux de trésorerie prévisionnels issus du plan d'affaires 2013⁸⁸ – 2018 que nous a présenté le management.

3.5.1. Rappel des principes de la méthode DCF

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

Dans la pratique, cette valeur d'entreprise est estimée sur la base des cash-flows libres futurs, lesquels sont actualisés à un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital (fonds propres et externes). Les cash-flows libres futurs correspondent schématiquement à l'excédent brut d'exploitation (EBITDA) fiscalisé diminué des investissements (« Capex ») et ajusté de la variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR).

⁸⁸ Données budgétaires.

Le calcul de la valeur résiduelle (ou valeur terminale) 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, la valeur d'entreprise des activités opérationnelles est le cas échéant ajustée de la valeur actualisée de l'économie fiscale liée à l'apurement des reports déficitaires sur l'horizon des prévisions du plan d'affaires⁸⁹ et majorée de la valeur des actifs hors exploitation⁹⁰ ; en est déduit l'endettement financier net.

Au cas d'espèce, la valeur de marché des fonds propres de la Cible est obtenue par celle de sa filiale opérationnelle rapportée à 93,02% (§ 2.3.4).

3.5.2. Taux d'actualisation

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

3.5.2.1. Taux sans risque

Nous avons retenu comme taux sans risque la moyenne 2 ans⁹¹ du TEC 10 ans, soit **2,47%**⁹².

3.5.2.2. Prime de risque du marché

La prime de risque moyenne des principales valeurs françaises échangées (CAC 40) a été estimée à **8,33%**⁹³ ; on soulignera la difficulté d'apprécier la prime de marché dans la période de crise économique et financière qui tend à perdurer, affectant notamment le secteur d'activité et les activités de SAM.

3.5.2.3. Gearing

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

⁸⁹ En l'espèce 150 k€.

⁹⁰ Nous n'avons pas connaissance au cas d'espèce d'actifs hors exploitation.

⁹¹ Au 30 août 2013.

⁹² Source : http://cib.natixis.com/presentation/official_rate.aspx [référence du 30 août 2013].

⁹³ Rentabilité attendue du marché de 10,8% (source : Ledouble SA) minoré du taux sans risque de 2,47% (§ 3.5.2.1).

Nous avons retenu un *gearing* cible de 11% correspondant au rapport entre l'endettement et les capitaux propres⁹⁴ de la Société constaté au 30 juin 2013 et impliquant un poids de la dette de 9,6% dans la structure de financement⁹⁵.

3.5.2.4. Beta

Nous avons recherché pour chacune des sociétés comparables, sur une période de 2 ans, le beta « désendetté » de l'action par rapport à son indice de référence, afin de tempérer les aléas boursiers. Nos bases de données renvoient une valeur du beta désendetté médian de 1,10 sur le panel restreint aux sociétés présentant un coefficient de corrélation⁹⁶ avec le marché acceptable, en l'occurrence les sociétés les plus importantes en taille :

	Beta désendetté 2 ans
Makita Corp.	1,41
Stanley Black & Decker Inc.	0,94
Snap On Inc	0,98
Sandvik AB	1,22
Médiane	1,10

Le « réendettement » du beta a été effectué par application du *gearing* cible de la Société (§ 3.5.2.3) ; le beta « réendetté » de la Société ressort ainsi à 1,18.

3.5.2.5. Prime de risque spécifique

Nous avons retenu une prime de risque spécifique de 2%⁹⁷ afin de tenir compte du risque de taille inhérent à la structure de SAM.

⁹⁴ Les capitaux propres comptables au 30 juin 2013, s'élevant à 20,1 M€, sont en l'occurrence sensiblement supérieurs à la capitalisation boursière de la Société, de l'ordre de 14 M€, qui rejoint tendanciellement le prix d'Offre.

⁹⁵ Soit un rapport :

- de 9,6% entre l'endettement financier net et le total [fonds propres + endettement financier net],
- ou de 90,4% entre les fonds propres et le total [fonds propres + endettement financier net] (§ 3.5.2.8).

⁹⁶ En termes statistiques, le coefficient R2, compris entre 0 et 1, permet d'apprécier l'intensité de la corrélation entre les variables ; plus ce coefficient tend vers 1, plus cette corrélation est avérée.

⁹⁷ Sources :

- Ibbotson, *Small Cap Premium* (analyse longitudinale sur plusieurs décennies) ;
- BAJAJ, Mukesh, DENIS, David J., FERRIS, Stephen P., SARIN, Atulya (2011). « Firm Value and Marketability Discounts ». [En ligne], <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/articles/firmvalueanddiscounts.pdf> [référence du 30 août 2013].
- Fama/French. *Risk and Return of Fama/French US Indexes over 81 Years* (Jan. 1928 to Dec. 2008). [En ligne], http://www.ifa.com/pdf/IFA_ShortBookonInvesting.pdf [référence du 30 août 2013].

3.5.2.6. Coût de la dette

Nous avons calculé un coût de la dette moyen terme avant impôt de 3,40% suivant les indications de la Société, en concordance avec ses données financières. Le coût moyen de l'endettement financier après impôt ressort ainsi à près de **2,28%**.

3.5.2.7. Taux d'imposition

Le taux d'impôt moyen de 33,33%⁹⁸ retenu en DCF pendant la période explicite correspond à celui appliqué par le management dans ses prévisions.

3.5.2.8. Synthèse du taux d'actualisation

Le WACC utilisé pour l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie s'élève au final à **13%** :

WACC	
Taux sans risque	2,47%
Beta désendetté médian	1,10
Beta réendetté	1,18
Prime de risque de marché	8,33%
Prime de risque spécifique	2,00%
Coût des fonds propres	14,28%
Coût de la dette	3,40%
Coût de la dette net d'IS	2,28%
D / (D+E)	9,6%
E / (D+E)	90,4%
WACC	13,13%
WACC arrondi	13,00%

⁹⁸ Le taux d'impôt effectif égal au taux de droit commun en vigueur en France pour les entités de la taille de SAM se justifie par la présence de déficits sur les sociétés étrangères et l'imposition en France de l'essentiel de l'activité du Groupe.

3.5.3. Plan d'affaires de SAM

3.5.3.1. Plan d'affaires du management 2013-2018

Le plan d'affaires élaboré par le management de SAM s'étend sur la période 2013-2018 ; la durée de la période explicite est donc de six années, dont l'année budgétaire de l'exercice 2013 en cours ; il a été arrêté à la fin du premier semestre 2013 et intègre le recadrage entre les prévisions et les réalisations des six premiers mois de l'exercice en cours.

Ce plan d'affaires, qui est construit sur l'ensemble du périmètre du « sous-groupe » constitué par SAM Outillage et ses filiales, est sous-tendu par les hypothèses suivantes :

- des taux de croissance annuels du chiffre d'affaires de l'ordre de 4% ;
- la profitabilité⁹⁹ ressortant du plan d'affaires est comprise annuellement entre 7,3% et 8,3% du chiffre d'affaires sur la durée du plan ;
- la rentabilité d'exploitation¹⁰⁰ ressortant du plan d'affaires est comprise annuellement entre 4,9% et 5,8% du chiffre d'affaires sur la durée du plan ;
- un Besoin en Fonds de Roulement (BFR) en nette diminution, de 120 jours de chiffre d'affaires à fin 2013 *versus* 152 jours de chiffre d'affaires en moyenne historique (§ 2.2.4.2) à moins de 100 jours de chiffre d'affaires à l'horizon fin 2018, par un effort particulier sur la réduction du niveau des stocks ;
- un niveau récurrent d'investissements égal à environ 2,5% du chiffre d'affaires annuel sur la durée du plan, étant précisé que cette enveloppe d'investissements, en cohérence avec l'historique récent, est destinée à des dépenses de maintenance et d'amélioration d'un outil industriel durablement installé.

En dépit d'une profitabilité en net retrait par rapport aux prévisions à fin juin 2013¹⁰¹, et afin de ne pas pénaliser la valorisation du Groupe, nous avons maintenu l'objectif de résultat budgété sur l'année pleine.

Dans un contexte d'incertitude sur l'environnement économique et le niveau de la consommation conditionnant l'activité de SAM, nous considérons que les hypothèses du plan d'affaires tel que présenté par le management, tablant notamment sur une amélioration sensible du besoin de financement du cycle d'exploitation et un niveau

⁹⁹ EBITDA / chiffre d'affaires.

¹⁰⁰ EBIT / chiffre d'affaires

¹⁰¹ On note également la baisse tendancielle des prévisions d'activité et de rentabilité depuis 2011 à l'examen du rapport de mise à jour et revue critique du *business plan* du groupe SAM Outillage de février 2012 et du rapport d'évaluation financière du groupe SAM de janvier 2013, et en comparaison du plan d'affaires sous-tendant la présente évaluation (cf. chapitre introductif, diligences effectuées).

d'activité, qui ne sont pas confirmés à l'examen des réalisations à fin août 2013, ainsi que les aléas d'exécution de ces prévisions, leur confèrent un caractère volontariste.

3.5.3.2. Synthèse de la valorisation en DCF

L'analyse de la sensibilité de la valeur unitaire de l'action SAM aux différents paramètres retenus dans la modélisation en DCF (taux d'actualisation, taux de croissance à l'infini et taux de marge d'EBIT normatif) conduit aux résultats suivants, après dégagement des intérêts minoritaires liés à la dilution de la Société dans le capital de sa filiale opérationnelle ; nous précisons, d'une part, que la valeur terminale, avant d'être actualisée, a été obtenue par la capitalisation¹⁰² d'un résultat d'exploitation fiscalisé¹⁰³ en appliquant le taux de rentabilité d'exploitation¹⁰⁴ de 2018 au chiffre d'affaires 2018 inflaté du taux de croissance perpétuelle, et d'autre part que ce taux de croissance perpétuelle de 2% en valeur centrale est sensiblement plus important que le taux de 1% retenu dans les tests d'impairment (§ 3.1.1) :

Valeur capitaux propres par action (€)		WACC				
		11,0%	12,0%	13,0%	14,0%	15,0%
Croissance à l'infini	1,0%	40,51	36,31	32,81	29,86	27,34
	1,5%	42,12	37,58	33,83	30,70	28,03
	2,0%	43,90	38,98	34,95	31,60	28,77
	2,5%	45,90	40,52	36,17	32,58	29,57
	3,0%	48,15	42,24	37,51	33,65	30,44

Valeur capitaux propres par action (€)		WACC				
		11,0%	12,0%	13,0%	14,0%	15,0%
Taux de marge d'EBIT normatif	4,8%	38,53	34,37	30,96	28,12	25,70
	5,3%	41,21	36,67	32,95	29,86	27,24
	5,8%	43,90	38,98	34,95	31,60	28,77
	6,3%	46,59	41,28	36,94	33,34	30,30
	6,8%	49,28	43,58	38,94	35,08	31,83

Valeur capitaux propres par action (€)		Croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Taux de marge d'EBIT normatif	4,8%	29,19	30,04	30,96	31,97	33,08
	5,3%	31,00	31,94	32,95	34,07	35,30
	5,8%	32,81	33,83	34,95	36,17	37,51
	6,3%	34,62	35,73	36,94	38,27	39,73
	6,8%	36,43	37,63	38,94	40,37	41,94

¹⁰² Capitalisation aux taux d'actualisation minoré du taux de croissance perpétuelle.

¹⁰³ Par construction, en année terminale, les dotations aux amortissements égalisent les investissements et la variation de BFR est réputée nulle.

¹⁰⁴ Résultat d'exploitation rapporté au chiffre d'affaires.

Nous retiendrons à l'issue de ces analyses de sensibilité une fourchette de valeurs unitaires du titre SAM comprises entre **31,60 €** et **38,98 €**, avec une valeur centrale de **34,95 €**, dégageant une prime par rapport au prix d'Offre de 38 € de **8,7%**.

3.6. Rente négative de goodwill

Nous avons mis en œuvre la méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) en minorant le montant des capitaux propres consolidés de la valeur de la rente négative de goodwill actualisée sur la durée des prévisions.

3.6.1. Pour les actionnaires

Nous avons calculé la rente négative de goodwill du point de vue des actionnaires en comparant la rentabilité nette normative (résultat net normatif / capitaux propres consolidés) de 2007 à 2018¹⁰⁵ à la rentabilité attendue par les actionnaires (coût des fonds propres) et avons capitalisé cet écart sur la durée des prévisions du plan d'affaires.

La rentabilité des capitaux investis est calculée comme le quotient du résultat net normatif (assimilé au résultat net de la dernière année du plan d'affaires) sur la moyenne des capitaux propres historiques (2007 à 2018) ; elle ressort à 8,26%.

La capitalisation de l'écart de rentabilité dans cette première approche d'ANR se présente comme suit :

Rentabilité attendue	
Coût des fonds propres	14,28%
Valeur de rente négative de goodwill	
Rentabilité normative	8,26%
Rentabilité attendue	14,28%
Ecart de rentabilité	-6,02%
Capitaux investis moyen	23 198
Badwill	-1 398
Taux d'actualisation	14,28%
Durée d'actualisation (années)	6,0
Coefficient de capitalisation	3,86x
Rente négative de goodwill	-5 393
Capitaux propres au 30 juin 2013	20 127
Rente négative de goodwill	-5 393
ANR	14 734
Nombre d'actions	344 516
ANR / action (en €)	42,77

¹⁰⁵ Les capitaux propres prospectifs ont été déterminés en postulant que l'intégralité du résultat net était mis en réserve et qu'aucune distribution de dividendes n'interviendrait d'ici 2018.

En retranchant cette rente négative de *goodwill* de 5.393 K€ aux capitaux propres consolidés, d'un montant de 20.127 K€ à fin juin 2013 (§ 2.2.4), la valeur unitaire de l'action SAM de **42,77 €**, découlant d'une valeur de fonds propres de 14.734 K€, extériorise une décote de 11,1% par rapport au prix d'Offre de 38 €.

3.6.2. Pour les apporteurs de capitaux

Nous avons également calculé la rente négative de *goodwill* du point de vue des apporteurs de capitaux pris dans leur ensemble (actionnaires et créanciers), en comparant le *Return On Capital Employed* (ROCE) de 2012 à 2018 à la rentabilité attendue par les apporteurs de capitaux (le WACC) et avons capitalisé cet écart sur la durée des prévisions du plan d'affaires.

Le ROCE est calculé comme le rapport entre le résultat d'exploitation fiscalisé et l'actif économique¹⁰⁶ (2012 à 2018) ; il ressort à 6,57%.

La capitalisation de l'écart de rentabilité dans cette seconde approche d'ANR se présente comme suit :

Rentabilité attendue	
WACC	13,00%
Valeur de rente négative de goodwill	
Rentabilité normative	6,57%
Rentabilité attendue	13,00%
Ecart de rentabilité	-6,43%
Capitaux engagés moyens	27 501
Badwill	-1 769
Taux d'actualisation	13,00%
Durée d'actualisation (années)	6,0
Coefficient de capitalisation	4,00x
Rente négative de goodwill	-7 071
Capitaux propres au 30 juin 2013	20 127
Rente négative de goodwill	-7 071
ANR	13 056
Nombre d'actions	344 516
ANR / action (en €)	37,90

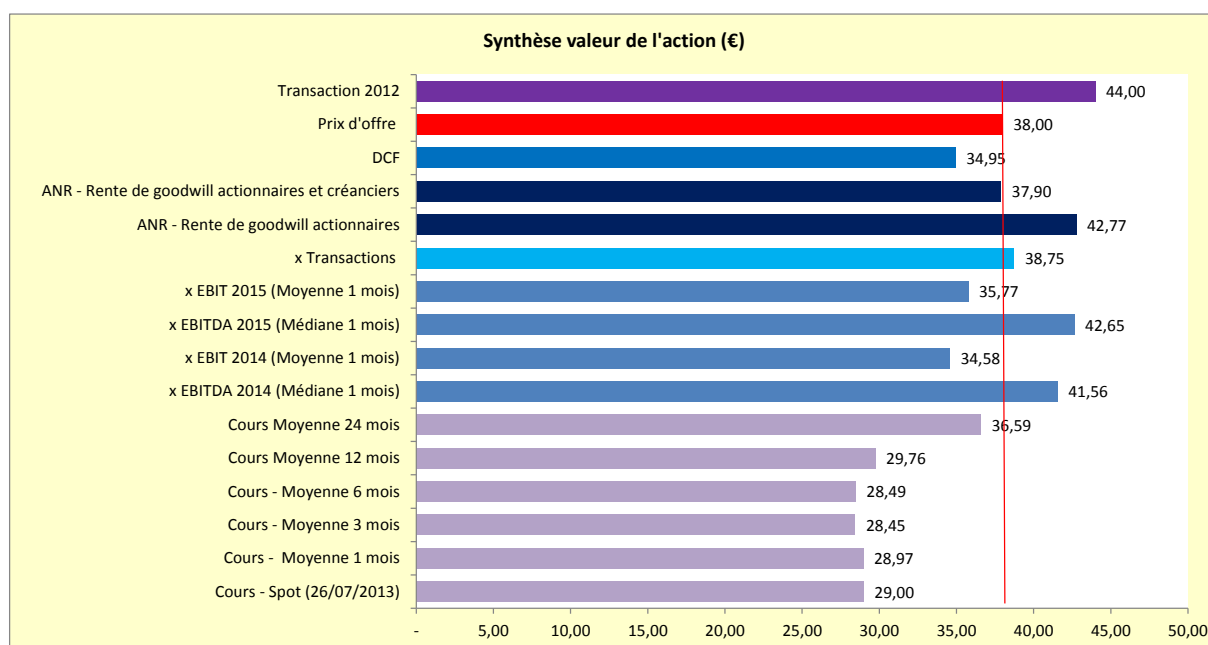
En retranchant cette rente négative de *goodwill* de 7.071 K€ aux capitaux propres consolidés, d'un montant de 20.127 K€ à fin juin 2013 (§ 2.2.4), la valeur unitaire de l'action SAM de **37,90 €** découlant d'une valeur de fonds propres de 13.056 K€ extériorise une prime de 0,3% par rapport au prix d'Offre de 38 €.

¹⁰⁶ Actif immobilisé et BFR cumulés.

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 :

	Valeur de l'action (€)	Prime / Décote
Cours - Spot (26/07/2013)	29,00	31,0%
Cours - Moyenne 1 mois	28,97	31,2%
Cours - Moyenne 3 mois	28,45	33,6%
Cours - Moyenne 6 mois	28,49	33,4%
Cours Moyenne 12 mois	29,76	27,7%
Cours Moyenne 24 mois	36,59	3,9%
x EBITDA 2014 (Médiane 1 mois)	41,56	-8,6%
x EBIT 2014 (Moyenne 1 mois)	34,58	9,9%
x EBITDA 2015 (Médiane 1 mois)	42,65	-10,9%
x EBIT 2015 (Moyenne 1 mois)	35,77	6,2%
x Transactions	38,75	-1,9%
ANR - Rente de goodwill actionnaires	42,77	-11,1%
ANR - Rente de goodwill actionnaires et créanciers	37,90	0,3%
DCF	34,95	8,7%
Prix d'offre	38,00	
Transaction 2012	44,00	



Le prix d'Offre de 38 € après détachement de coupon s'inscrit au centre de l'intervalle de valeurs issues des évaluations comparatives, étant par ailleurs observé que :

- la borne basse de cette fourchette correspond approximativement à la valeur centrale de l'évaluation intrinsèque de la Société ;
- le prix d'Offre reflète approximativement l'actif net corrigé pour les apporteurs de capitaux (actionnaires et créanciers).

Les cours de bourse pondérés par les volumes sur moyenne et longue période se situent nettement en deçà du prix d'Offre.

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

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

Les méthodes d'évaluation que nous avons employées sont dans l'ensemble comparables à celles auxquelles a eu recours l'établissement présentateur, à l'exception de la méthode de la rente négative de *goodwill* que SGCIB n'a pas utilisée.

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

5.1. Endettement financier net

L'établissement présentateur retient le même endettement net quelle que soit la méthode d'évaluation retenue¹⁰⁷. Nous considérons qu'il convient de différencier l'endettement net retranché aux valeurs d'entreprise obtenues respectivement par les méthodes de valorisation analogique et intrinsèque. En effet, l'endettement net extrait de nos bases de données est bilanciel et n'intègre pas les engagements réputés décaissables (provisions pour litiges, provisions pour risques et charges).

5.2. Nombre d'actions

L'écart entre le nombre d'actions retenu respectivement par SGCIB et Ledouble SA dans l'évaluation du titre SAM est imputable aux 3.970 actions gratuites de la Cible, que nous n'avons pas intégrées dans nos calculs en considérant que, prélevées sur les actions existantes, elles n'ont pas d'effet dilutif.

¹⁰⁷ Pour mémoire, SGCIB a intégré dans l'endettement net la provision pour médailles du travail (40 K€), ce que nous avons pratiqué exclusivement en DCF.

5.3. Valorisation analogique par les transactions

L'établissement présentateur¹⁰⁸ ne retient les transactions comparables internes au Groupe qu'à titre indicatif.

5.4. Valorisation analogique par les multiples boursiers

La confrontation de la valorisation par les comparables boursiers appelle les commentaires ci-dessous :

- SGCIB se réfère exclusivement aux deux sociétés françaises incluses dans notre échantillon, en l'occurrence Manutan et Tivoly, considérées comme étant les plus proches de SAM en termes d'activité et de taille, ce qui en l'absence de consensus sur Tivoly réduit *de facto* le panel à une seule société ;
- dès lors, SGCIB n'applique pas de décote de taille sur son panel ; toutes choses égales par ailleurs, les multiples de SGCIB ressortent à un niveau sensiblement inférieur à ceux de Ledouble SA sur l'année de recoupement avec notre consensus, en l'occurrence 2014¹⁰⁹.

5.5. 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 dans la construction des paramètres structurant le modèle DCF, dont le taux d'actualisation, lequel ressort à 13,3% pour SGCIB et à 13,0% pour Ledouble SA. Le taux de croissance perpétuel en valeur centrale est appréhendé par SGCIB à 1,6% et par Ledouble SA à 2%.

¹⁰⁸ Sur des multiples d'acquisition de RODAC et PTS corroborant approximativement notre moyenne en termes d'EBITDA ; SGCIB applique ces multiples à un EBITDA se rapportant à 12 mois glissants à fin juin 2013 intégrant les chiffres du premier semestre 2013 qui sont inférieurs au budget, tandis que nous retenons un EBITDA à fin 2013, ce qui majore la valorisation par rapport à celle de l'établissement présentateur.

¹⁰⁹ Le consensus de SGCIB couvre la période 2012 à 2014 ; nous nous référons à la période 2014 à 2015.

Les séquences de flux annuels de trésorerie sur la période explicite concordent, à l'exception du second semestre 2013 et de l'année 2014, qui enregistrent des variations de BFR calculées différemment¹¹⁰.

Par ailleurs, la valeur terminale calculée par SGCIB se fonde sur un cash-flow 2018 projetant à l'infini un investissement additionnel par rapport au niveau de dotations aux amortissements, alors que nous retenons un résultat d'exploitation fiscalisé qui en égalisant ces deux termes, toutes choses égales par ailleurs, augmente la valeur des fonds propres.

5.6. Synthèse

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux de l'établissement présentateur est présentée ci-après pour les méthodes mises en œuvre de part et d'autre :

	Ledouble SA	SGCIB
DCF	31,60 € - 38,98 €	30,50 € - 38,00 €
<i>Valeur centrale DCF</i>	34,95 €	33,90 €
Comparables boursiers	34,58 € - 42,65 €	29,10 € - 35,10 €
<i>Multiples de transactions comparables (*)</i>	38,75 €	28,20 € - 35,50 €
Cours de bourse		
1 mois à 12 mois	28,45 € - 29,76 €	28,40 € - 29,80 €
1 mois à 24 mois	28,45 € - 36,59 €	-
Rente négative de <i>goodwill</i>	37,90 € - 42,77 €	-

(*) à titre indicatif pour SGCIB

¹¹⁰ La variation de BFR en 2013 figurant dans le plan d'affaires du management est calculée sur une année pleine. Nous avons eu une appréciation différente de celle de SGCIB sur les perspectives d'amélioration du BFR au cours du second semestre 2013 ; la variation de BFR en 2014 conduit de part et d'autre à retrouver le BFR modélisé à partir de 2014 dans le plan d'affaires du management.

6. CONCLUSION

A l'issue de nos travaux de valorisation du titre SAM, nous sommes d'avis que le prix proposé de 38 € après détachement du dividende exceptionnel de 1,40 € par action, qui a été décidé le 17 septembre 2013 par l'assemblée générale de SAM et sera détaché le jour de négociation suivant l'ouverture de l'Offre, 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 de SAM SA.

Fait à Paris, le 18 septembre 2013.

Olivier CRETTE

ANNEXES

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

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

1. Travaux préliminaires et prise de connaissance

- revue de presse et recherches documentaires
- analyse de l'Offre et de son cadre juridique
- étude de l'évolution historique du titre de la Société
- entretiens avec le management

2. Travaux de valorisation

- revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants de la Société au cours des trois derniers exercices
- constitution d'un panel de « comparables »
- approches d'évaluation multicritères (références boursières et prévisionnelles)
- recherche de transactions comparables
- analyses de sensibilité aux hypothèses du *business plan* et aux paramètres d'évaluation

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 de Ledouble SA s'établit à 40.000 € (hors taxes).

Annexe 2 : Principales étapes de l'expertise

- **Mai**

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

- **Juin**

- Réception du plan d'affaires 2013-2018
- Constitution d'un panel de sociétés comparables et recherche de transactions comparables

- **Juillet / Août**

⇒ 15 juillet au 19 juillet :

- Requête documentaire
- Exploitation du plan d'affaires

⇒ 22 juillet au 26 juillet :

- Exploitation des informations recueillies
- Mise en œuvre de l'évaluation multicritères

⇒ 29 juillet au 9 août :

- Désignation de l'expert indépendant par le conseil d'administration
- Poursuite de l'évaluation multicritères
- Rédaction de la trame du rapport d'expertise indépendante
- Contacts avec la Société, ses conseils, l'établissement présentateur et le commissaire aux apports
- Demande d'informations complémentaires

⇒ 26 août au 30 août :

- Réunion avec l'établissement présentateur
- Exploitation du plan d'affaires

• **Septembre**

⇒ 2 septembre au 6 septembre :

- Visite du site industriel de Saint Etienne
- Contacts avec la Société, ses conseils, l'établissement présentateur et le commissaire aux apports
- Transmission du projet de rapport d'expertise indépendante

⇒ 9 septembre au 20 septembre :

- Levée des points en suspens
- Finalisation du rapport d'expertise indépendante
- Délivrance de l'attestation d'équité en vue du conseil d'administration et du dépôt du projet d'Offre

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

1) GROUPE SAM

Frédéric CHAMPAVERE	Président
Olivier BLANC	Directeur général
Yves THOMAS	Directeur financier

2) PREUILH VIDONNE CROIZAT HUGUENIN ASSOCIÉS

Philippe CROIZAT	Avocat Associé
Frédéric HUGUENIN	Avocat Associé

3) SOCIÉTÉ GÉNÉRALE CORPORATE AND INVESTMENT BANKING

Thierry MARION	Directeur
Asgar SONДАРJEE	Directeur
Maxime LECORPS	Vice-Président
Gildas ECORCHEVILLE	Associate Fusions & Acquisitions

4) ORFIS BAKER TILLY

Christophe VELUT	Associé
Benoit NOWACZYK	Directeur de mission

Annexe 4 : Principales sources d'information exploitées

Documentation liée à l'Offre

- Projets de note d'information de l'Initiateur.
- Projets de note en réponse de la Société.
- Engagements d'apport à l'Offre de Stock Picking, Lafayette Capital et Latour Gestion.
- Traités d'apports à FS Holding.
- Rapports du commissaire aux apports.
- Texte des résolutions soumises à l'assemblée générale mixte des associés de FS Holding en date du 17 septembre 2013.
- Statuts de FS Holding au 17 septembre 2013.
- Principaux termes et conditions indicatifs du financement consentis à Newco [FS Holding] pour le rachat de 100% des titres de la société SAM dans le cadre de l'offre publique d'achat sur la base d'un prix maximum de 38 € par action.
- Projets de rapport de valorisation de SGCIB.

Documentation juridique de la Société

- Statuts au 31 mai 2007.
- Kbis au 14 mars 2013.
- Procès-verbaux des conseils d'administration de 2010 à 2013.
- Procès-verbaux des assemblées générales de 2010 à 2013.
- Convention fiscale entre SAM SA et SAM Outillage SAS en date du 30 novembre 2005.

Documentation comptable et financière de la Société

- Plan d'affaires 2013 – 2018 du management.
- Recensement des reports déficitaires identifiés au 30 juin 2013 pour chaque filiale du groupe SAM.

- Comptes consolidés SAM :
 - Au 30 juin 2013
 - Au 31 décembre 2012
 - Au 31 décembre 2011
 - Au 31 décembre 2010
 - Au 31 décembre 2009
 - Au 31 décembre 2008
- Rapport des commissaires aux comptes sur l'information financière semestrielle au 30 juin 2013
- Calcul d'*'impairment test* sur PTS au 30 juin 2013
- Liasse fiscale 2012 de PTS Outillage
- Etats financiers 2012 de RODAC
- Liasse fiscale 2012 de SAM SA
- Liasse fiscale 2012 de SAM Outillage SAS

Déclaration fiscale 2012 de SAM Outillage SAS liée au Crédit Impôt Recherche

Documentation sectorielle

- Etude Xerfi « Outillage », mai 2012
- Revue de presse

Autre documentation

- « Rapport d'évaluation Groupe SAM », Advolis, 24 janvier 2013
- « Mise à jour et revue critique du business plan du groupe SAM Outillage », Eight Advisory, 7 février 2012
- « Résumé non technique des phases B Ténements SAM Outillage », Socotec, 8 septembre 2011
- Conclusion du rapport Galtier sur la valorisation de l'immobilier du Groupe SAM, janvier 2011

Bases de données

- Thomson One
- InFinancials
- Xerfi

Informations en ligne [références du 30 août 2013]

- <http://www.sam-actionnaires.com/>¹¹¹
- <http://www.amf-france.org/>¹¹²
- <http://legifrance.gouv.fr>¹¹³
- http://cib.natixis.com/presentation/official_rate.aspx¹¹⁴
- <http://www.boursorama.com/cours.phtml?symbole=1rPSAMP>¹¹⁵
- http://www.vernimmen.net/ftp/SFEV_Primes%20etdecotes_Septembre%202008.pdf¹¹⁶
- <http://www.makita.biz/>¹¹⁷
- <http://www.manutan.com/>¹¹⁸
- <http://www1.snapon.com/>¹¹⁹
- <http://www.sandvik.com/>¹²⁰
- <http://www.tivoly.com/>¹²¹

¹¹¹ Site de la Société.

¹¹² Site de l'AMF.

¹¹³ Site de Legifrance.

¹¹⁴ Site de Natixis.

¹¹⁵ Site de Boursorama.

¹¹⁶ Site de Vernimmen.

¹¹⁷ Site de Makita.

¹¹⁸ Site de Manutan.

¹¹⁹ Site de Snap On Inc.

¹²⁰ Site de Sandvik AB.

¹²¹ Site de Tivoly.

Annexe 5 : Composition de l'équipe

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

Olivier CRETTE (49 ans), Associé

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

Nicolas POUPET (30 ans), Responsable de mission

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

Charles DEGRASSAT (26 ans), Analyste

- Master professionnel ingénierie financière et stratégie fiscale à la Sorbonne
- Master de finance à l'Université Paris IX – Dauphine
- Intervient régulièrement dans des missions d'attestation d'équité et d'évaluation

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
- A fondé Ledouble SA (anciennement CDL) en 1993 après avoir été Directeur du Développement à la Fiduciaire de France puis associé de Salustro-Reydel
- Président de la Fédération Française des Experts en Evaluation (FFEE)
- Fondateur et Président d'honneur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI)
- Membre de la Société Française des Evalueurs (SFEV)
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante, de commissariat aux apports ou à la fusion et d'évaluation
- 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	Tesfran	Oddo Corporate Finance
2013	Etam Développement	Natixis
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 de SAM et des comparables

	Return on Equity (ROE)				EBITDA margin				EBIT margin			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
Makita Corp.	7,7%	9,9%	10,3%	8,9%	15,7%	18,1%	18,9%	17,1%	12,4%	15,4%	16,4%	14,7%
Stanley Black & Decker Inc.	12,2%	4,4%	9,6%	12,9%	13,4%	8,2%	13,2%	13,0%	9,2%	4,0%	8,6%	6,5%
Snap On Inc	10,8%	13,9%	18,9%	18,4%	13,1%	14,9%	20,2%	19,2%	10,0%	12,1%	17,7%	16,7%
Sandvik AB	-8,2%	21,6%	16,9%	23,6%	4,5%	18,5%	17,2%	18,6%	-1,6%	13,6%	10,7%	14,0%
Manutan International SA	7,6%	9,1%	9,9%	7,8%	7,4%	7,5%	9,1%	8,7%	5,8%	6,0%	7,0%	6,4%
Tivoly SA	-24,5%	0,4%	6,2%	7,0%	-6,0%	6,0%	8,1%	8,5%	-10,4%	1,8%	4,0%	4,3%
Moyenne	0,9%	9,9%	12,0%	13,1%	8,0%	12,2%	14,4%	14,2%	4,2%	8,8%	10,7%	10,4%
Médiane	7,6%	9,5%	10,1%	10,9%	10,3%	11,5%	15,2%	15,1%	7,5%	9,1%	9,6%	10,2%
Sam	2,0%	4,8%	-0,6%	1,2%	5,6%	9,0%	2,9%	5,8%	3,3%	6,5%	0,4%	3,7%

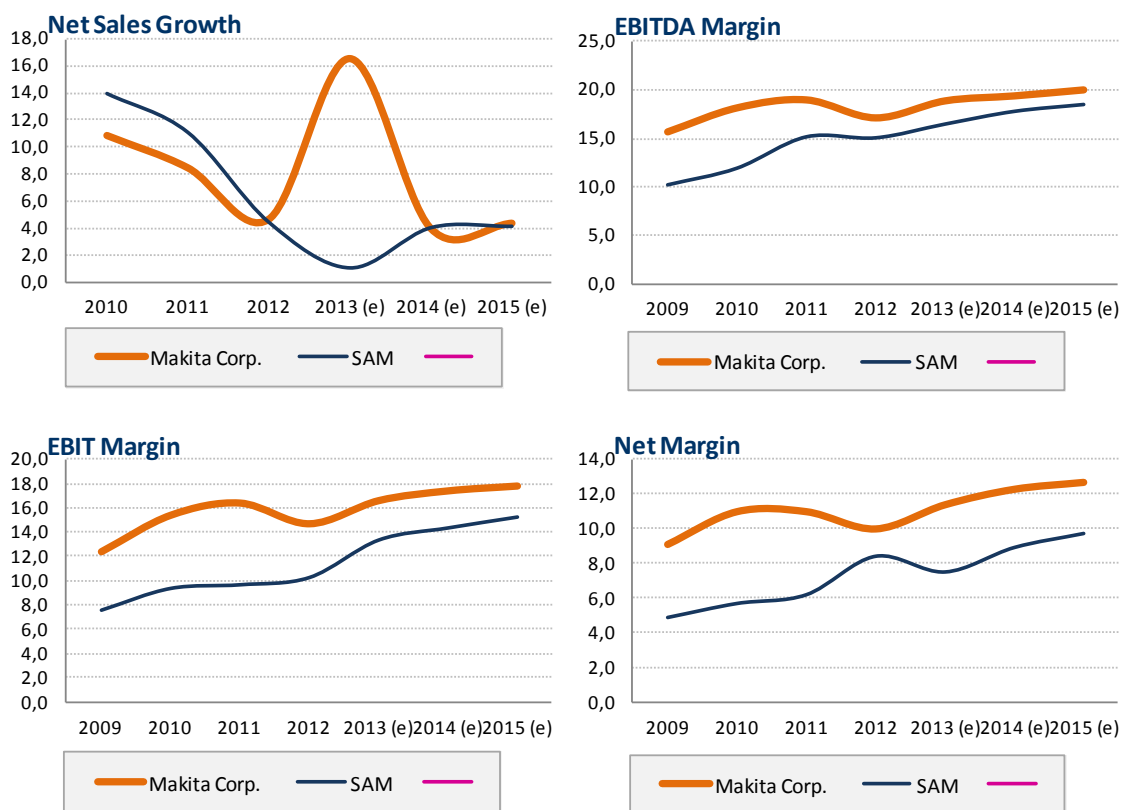
Annexe 8 : Présentation des comparables¹²²

MAKITA CORPORATION

MAKITA CORPORATION est une société japonaise qui fabrique et commercialise des accessoires et des outils à main électriques et pneumatiques à destination des professionnels et des particuliers, autant dans l'industrie que pour les travaux extérieurs (scies, perceuses, ponceuses, gonfleurs, tronçonneuses, débroussailleuses, accessoires...).

En 2013, MAKITA CORPORATION a réalisé un chiffre d'affaires de plus de 309,63 M¥ réparti à 18,3% au Japon, 40,4% en Europe, 13,4% en Amérique du Nord, 9,4% en Asie et 18,5% dans le Reste du Monde¹²³.

Profil financier :



¹²² Les présentations et données sont issues de Xerfi, Reuters et d'Infinancials.

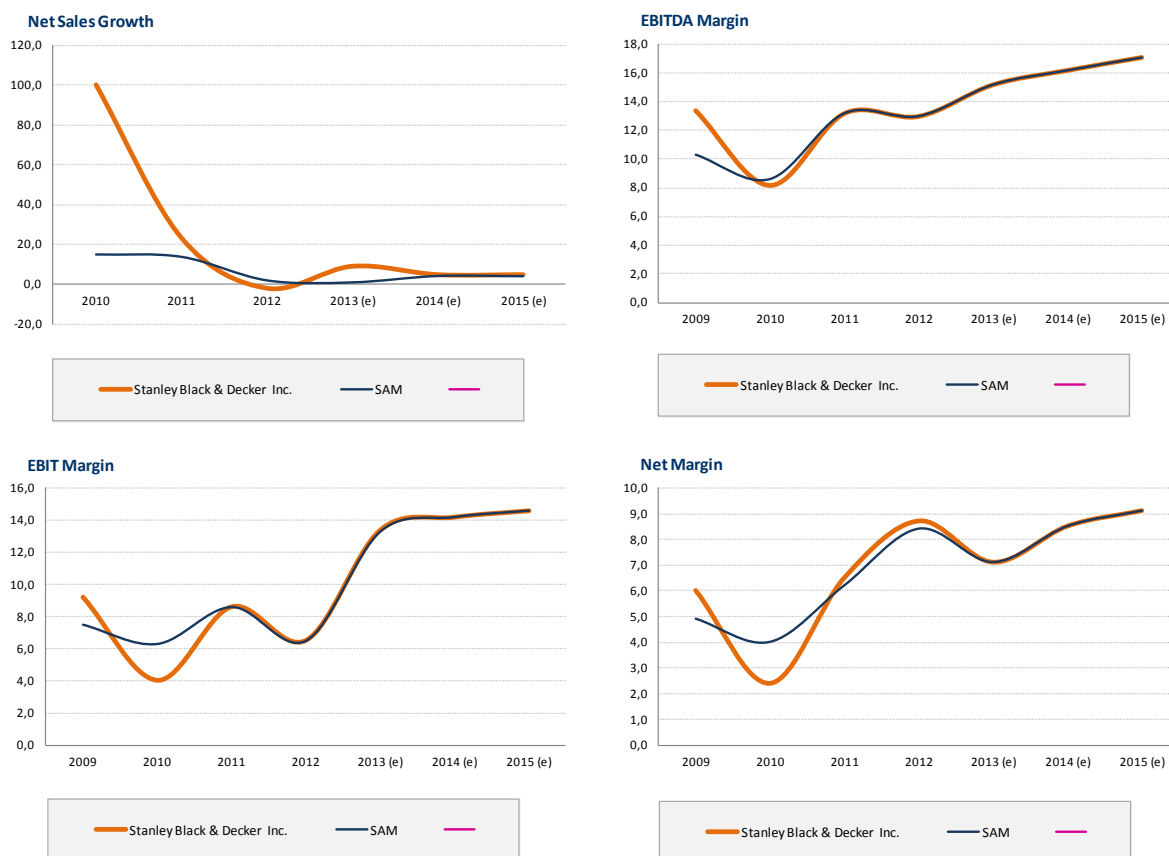
¹²³ Sales by Region. <http://www.makita.biz/ir/annual.html>

STANLEY BLACK & DECKER INC

STANLEY BLACK & DECKER INC est un groupe américain, numéro 1 mondial dans la fabrication et la commercialisation d'outils à main manuels, électriques et pneumatiques pour le bricolage¹²⁴ avec ses marques Black & Decker à destination du grand public et DeWalt pour les professionnels. Le groupe commercialise plus de 14 marques dont FACOM, sa filiale française depuis juillet 2005, spécialisée dans la fabrication et la commercialisation d'outillage à main professionnel.

En 2012, STANLEY BLACK & DECKER INC a réalisé un chiffre d'affaires de 10.190,5 M\$ dont 48% aux USA, 27% en Europe, 15% dans les pays émergents et 10% dans le Reste du Monde.¹²⁵

Profil financier :



¹²⁴ LE MONITEUR « RHÔNE » ; Stanley Black & Decker lance une nouvelle gamme » 17/08/2012.

¹²⁵ Source : rapport annuel 2012, page 6

MANUTAN INTERNATIONAL SA

MANUTAN INTERNATIONAL SA fabrique et commercialise une large gamme de produits (outillage, matériels de manutention, emballage, fournitures industrielles, mobilier technique, matériels pour l'hygiène et la protection de l'environnement) à destination des entreprises et des collectivités.

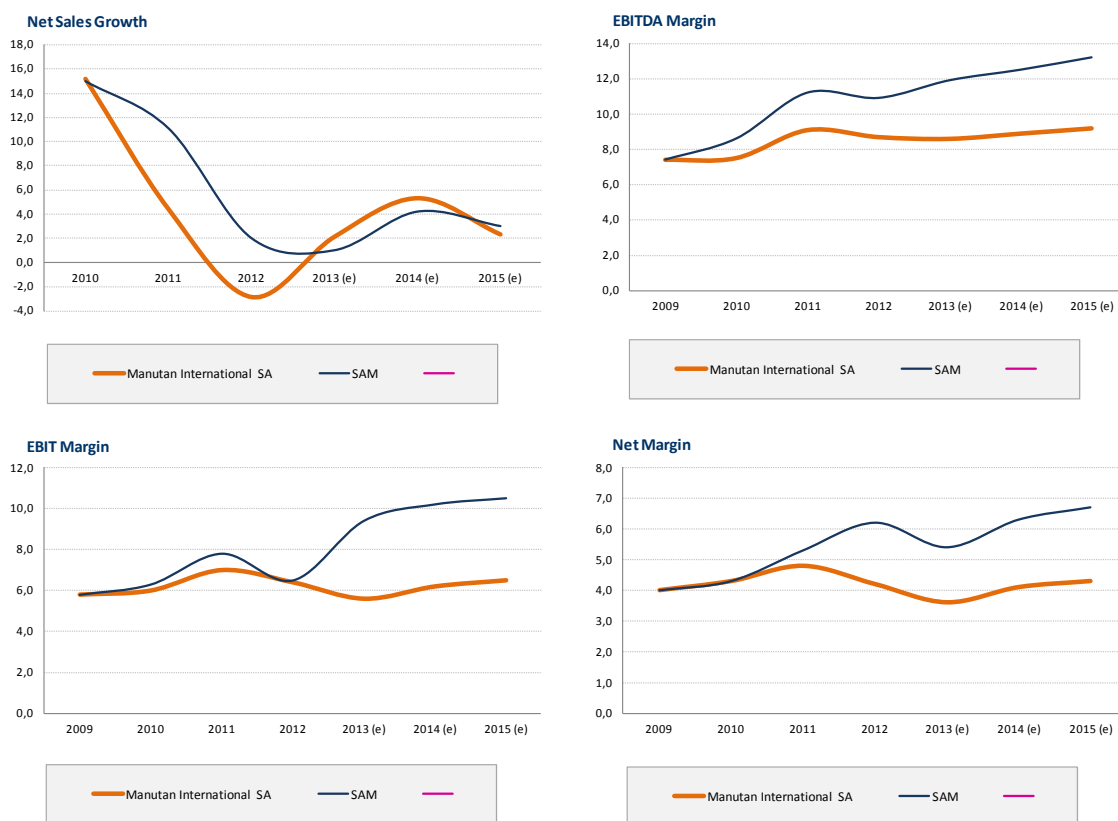
Le groupe est présent dans 19 pays européens à travers 22 filiales et réalise 40% de son chiffre d'affaires hors de France¹²⁶.

MANUTAN INTERNATIONAL SA poursuit une politique de diversification et de croissance externe.

En effet, le 16 octobre 2012, le groupe a fait l'acquisition de CASAL SPORT, leader français de la distribution de matériel de sport aux collectivités (chiffre d'affaires de 48 M€ au 30 juin 2012)¹²⁷.

De plus, le 12 juillet 2013, le groupe a fait l'acquisition d'IRONMONGERY DIRECT LIMITED¹²⁸, spécialiste sur le marché anglais de la distribution de produits de quincaillerie aux artisans (chiffre d'affaires 2012 de 18,1 M€).

Profil financier



¹²⁶ http://www.manutan.com/medias/files/acquisition_Ironmongery_Direct_Limited_12-07-2013.pdf

¹²⁷ http://www.manutan.com/medias/files/acquisition_Casal_Sport_15-10-2012.pdf

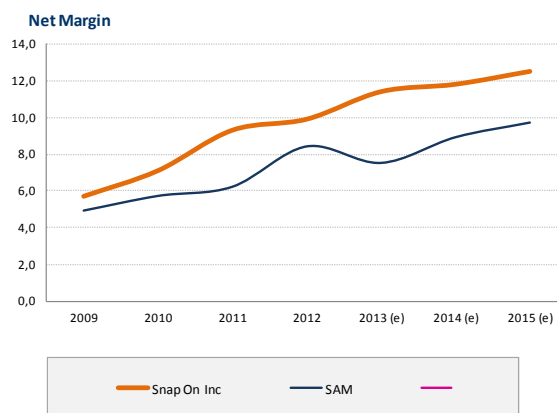
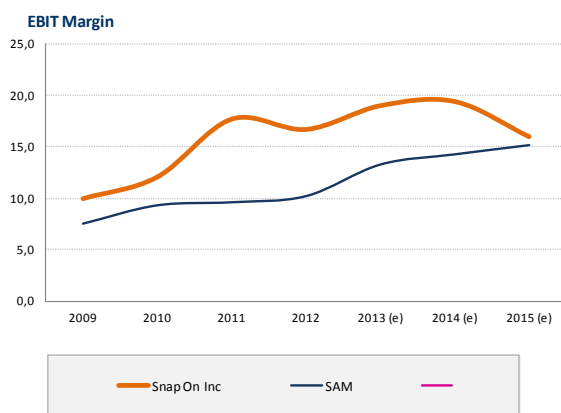
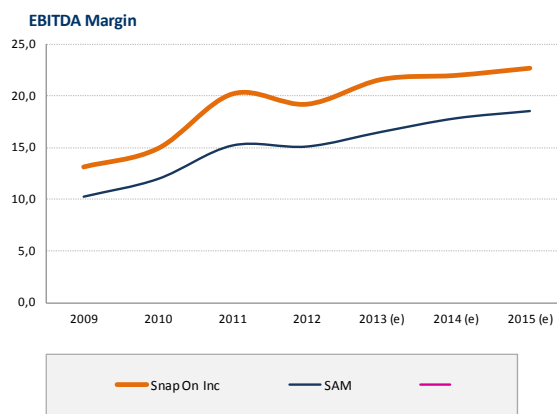
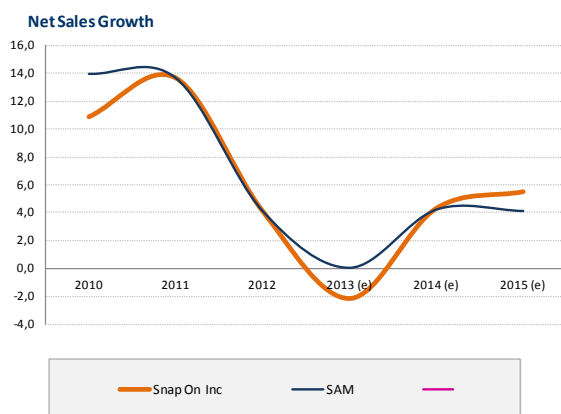
¹²⁸ http://www.manutan.com/medias/files/acquisition_Ironmongery_Direct_Limited_12-07-2013.pdf

SNAP ON INC

SNAP-ON INC est le leader mondial dans la fabrication et la commercialisation d'outillage et d'équipement à destination des professionnels du secteur automobile, industrie aéronautique, industrie aérospatiale, mines, plates formes pétrolières et de l'énergie.

En 2012, le chiffre d'affaires de 2,9 Md\$ de SNAP ON INC a été réalisé pour 65% aux USA, 21% en Europe, 10% en zone Asie Pacifique et 4% dans le reste du monde.¹²⁹

Profil financier :



¹²⁹ Lettre aux investisseurs

http://www1.snapon.com/display/233/SNAP6123_FactSheet_2012_Q4_Investor.pdf

SANDVIK AB

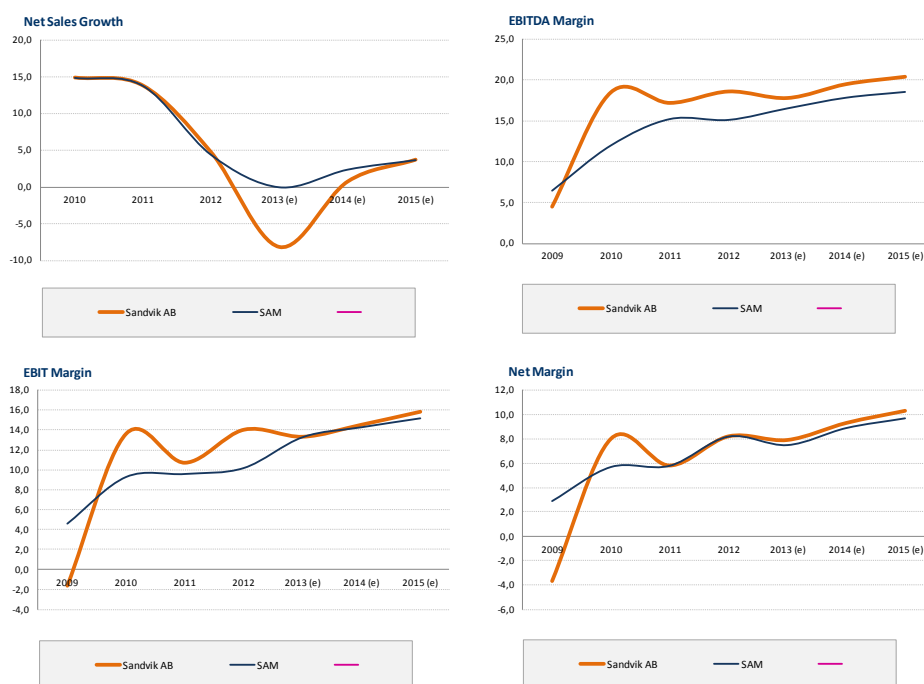
SANDVIK AB est un groupe suédois spécialisé dans la fabrication et la commercialisation d'outillage à main technique (tête de fraisage, de perçage, de filetage...) à destination des professionnels de l'industrie aéronautique, du secteur automobile, du secteur médical et de l'énergie.

Le groupe emploie plus de 49.000 personnes et réalise un chiffre d'affaires d'environ 99 MdSEK dans plus de 130 pays¹³⁰ (34% Europe, 18% Amérique du Nord, 18% Chine, 11% Australie/ Pacifique, 10% Afrique et 9% Amérique du Sud).

En 2012¹³¹, le chiffre d'affaires du groupe se répartissait à 40% pour l'industrie minière, 19% pour les engins industriels, 11% pour le secteur de la construction, 10% pour l'industrie automobile, 9% pour le secteur de l'énergie, 4% pour l'industrie aérospatiale, 3% pour le secteur industriel, 4% en produits divers.

SANDVIK AB suit une stratégie de croissance externe avec plus de 19 acquisitions depuis 2007. La dernière acquisition du groupe est la société canadienne CUBEX spécialisée dans le secteur minier.¹³²

Profil financier



¹³⁰ Rapport annuel

<http://www.sandvik.com/Global/Investor%20relations/Annual%20reports/Annual%20Report%202012.pdf>

¹³¹ Rapport annuel

<http://www.sandvik.com/Global/Investor%20relations/Annual%20reports/Annual%20Report%202012.pdf>

¹³² Site web du groupe <http://www.sandvik.com/en/investor-relations/financial-information/list-of-acquisitions-from-1993/>

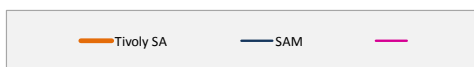
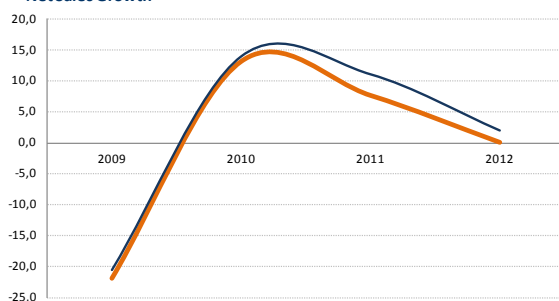
TIVOLY SA

TIVOLY SA est un groupe industriel international spécialisé dans la fabrication et la commercialisation d'outillage à destination des particuliers, des artisans du bâtiment et des professionnels de la maintenance, de l'industrie aéronautique, automobile, navale, du transport, de l'énergie, de l'électronique et du médical.

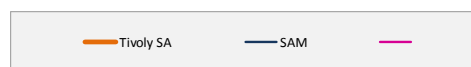
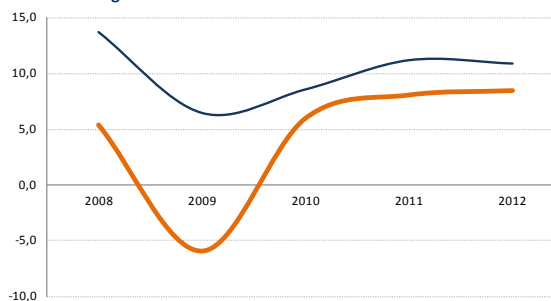
TIVOLY SA possède 8 sites industriels (France, Angleterre, Espagne, USA, Chine). En 2012, avec un effectif de 620 employés¹³³, TIVOLY SA a réalisé un chiffre d'affaires de plus de 70 M€.

Profil financier :

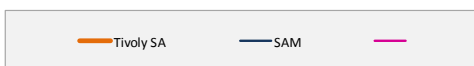
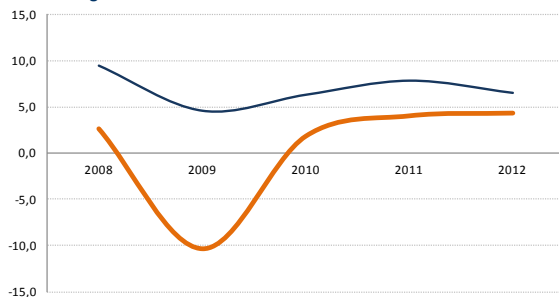
Net Sales Growth



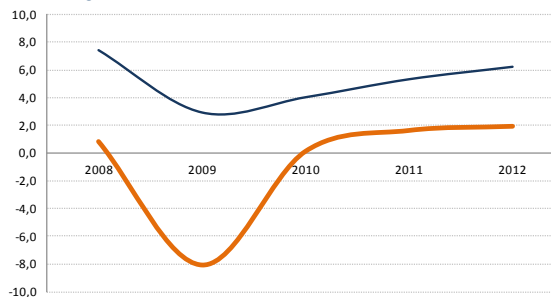
EBITDA Margin



EBIT Margin



Net Margin



¹³³ <http://www.tivoly.com/french/implantation/>

SAM

Offre Publique d'Achat

--

ADDENDUM A L'ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Dans le cadre de l'examen du projet d'Offre Publique d'Achat (« **Offre** ») sur les titres SAM initiée par FS Holding, sur les actions de la société SAM SA (« SAM » ou « **la Société** »), l'AMF a souhaité obtenir, en complément des informations figurant au paragraphe 3.5.3.1 intitulé « Plan d'affaires du management 2013-2018 » de notre attestation d'équité du 18 septembre 2013, des précisions sur les éléments contextuels liés aux hypothèses du plan d'affaires (le « **plan d'affaires** » ou le « *business plan* ») et sur notre appréciation de ce plan d'affaires¹.

Ces précisions font l'objet du présent addendum à notre attestation d'équité.

1. Sur les éléments contextuels liés aux hypothèses du plan d'affaires

Comme indiqué au paragraphe 3.5.3.1 de l'attestation d'équité, le « *plan d'affaires, qui est construit sur l'ensemble du périmètre du « sous-groupe » constitué par SAM Outillage et ses filiales, est sous-tendu par les hypothèses suivantes :*

- *des taux de croissance annuels du chiffre d'affaires de l'ordre de 4% ;*
- *la profitabilité² ressortant du plan d'affaires est comprise annuellement entre 7,3% et 8,3% du chiffre d'affaires sur la durée du plan ;*
- *la rentabilité d'exploitation³ ressortant du plan d'affaires est comprise annuellement entre 4,9% et 5,8% du chiffre d'affaires sur la durée du plan ;*
- *un Besoin en Fonds de Roulement (BFR) en nette diminution, de 120 jours de chiffre d'affaires à fin 2013 versus 152 jours de chiffre d'affaires en moyenne historique (§ 2.2.4.2) à moins de 100 jours de chiffre d'affaires à l'horizon fin 2018, par un effort particulier sur la réduction du niveau des stocks ;*
- *un niveau récurrent d'investissements égal à environ 2,5% du chiffre d'affaires annuel sur la durée du plan, étant précisé que cette enveloppe d'investissements, en cohérence avec l'historique récent, est destinée à des dépenses de maintenance et d'amélioration d'un outil industriel durablement installé ».*

Nous apportons les précisions suivantes sur l'évolution de ces indicateurs dans le plan d'affaires.

¹ Nos travaux d'analyse du plan d'affaires ont été réalisés à partir du fichier « HISTOGROUPESAMREDUITB » reçu le 29 juillet 2013 et en relation avec la direction financière de SAM.

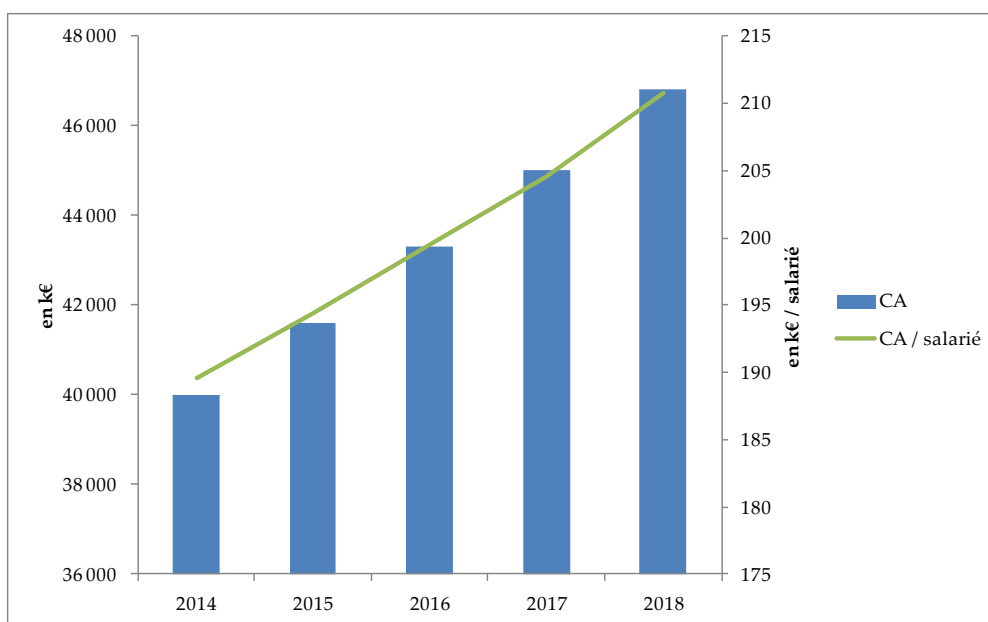
² EBITDA / chiffre d'affaires.

³ EBIT / chiffre d'affaires.

1.1. Evolution du chiffre d'affaires

Les études sectorielles anticipent une « reprise poussive » de la production d'outillage en France en 2014⁴, qui se traduirait par une augmentation de 2%, nettement inférieure aux taux de croissance annuels du chiffre d'affaires de 4% affichés dans le *business plan*.

L'évolution du volume d'affaires, tout en étant corrélée à la croissance de l'effectif moyen sur l'horizon du *business plan*, anticipe un levier par des gains de productivité expliquant une croissance parallèle du chiffre d'affaires en valeur absolue et du chiffre d'affaires par salarié :



1.2. Evolution des charges d'exploitation

Les charges constitutives de la marge d'EBIT sur la période 2014 – 2018 (la « **période explicite** »), comprenant principalement les achats consommés, les charges de personnel et les charges externes, sont présentées ci-après en pourcentage du chiffre d'affaires :

- même si l'acier ne représente pas une part significative des achats consommés, « la poursuite attendue de la détente du cours de l'acier en France devrait alléger les pressions sur les marges des fabricants »⁵, concourant à la baisse tendancielle des achats consommés entre 2014 et 2018 ;

⁴ XERFI 700. « La fabrication d'outillages mécaniques et à main », août 2013, p. 27. [En ligne], <http://www.xerfi.fr/ETUDEPDF/secteur700/pdf/3MET06.pdf>

⁵ XERFI 700. *Ibid.*

- la maîtrise des coûts de personnel et celle des charges externes constituent également des leviers de progression de la marge d'EBITDA qui s'établit à 7,9% dans le plan d'affaires, à un niveau sensiblement supérieur à celui constaté entre 2006 et 2012 (6,4% du chiffre d'affaires) ; de même, la marge d'EBIT de 5,4% du chiffre d'affaires en moyenne extériorisée par le *business plan* est supérieure à la marge d'EBIT historique de 4% du chiffre d'affaires :

Achats consommés (marchandises revendues après reconditionnement et achats de matières premières)	42,3%
Charges de personnel	28,1%
Charges externes	15,2%
Frais de transport (sur achats et ventes)	3,1%
Impôts et taxes	2,3%
Frais de sous-traitance	1,0%
EBITDA	92,1%
<i>Marge d'EBITDA moyenne</i>	<i>7,9%</i>
Amortissements économiques	2,5%
EBIT	94,6%
<i>Marge d'EBIT moyenne</i>	<i>5,4%</i>

1.3. Evolution des investissements

Les investissements de maintenance et d'amélioration de l'outil industriel anticipés par le management à hauteur de 2,5% du chiffre d'affaires sur la période de prévisions sont en ligne avec le niveau d'investissements constatés entre 2006 et 2012 correspondant à 3% du chiffre d'affaires, dans une activité d'assez faible intensité capitalistique. SAM ne prévoit pas de reconfigurer ses installations durant la période explicite.

1.4. Evolution du besoin en fonds de roulement

L'optimisation du BFR anticipée dans le plan d'affaires de 120 jours de chiffre d'affaires à fin 2013 à moins de 100 jours de chiffre d'affaires à l'horizon 2018 fait tendre le BFR vers les niveaux constatés chez les comparables⁶, tout en restant supérieur :

⁶ En référence au paragraphe 3.4.1 de l'attestation d'équité.

Derniers comptes annuels								
	<i>Makita</i>	<i>Sandvik AB</i>	<i>Manutan</i>	<i>Snap On Inc</i>	<i>Stanley B&D</i>	<i>Tivoly</i>	<i>Mediane</i>	<i>SAM</i>
Date	31/03/2013	31/12/2012	30/09/2012	29/12/2012	29/12/2012	31/12/2012		31/12/2012
BFR en jours de CA	200	95	44	121	38	46	71	128
BFR en % de CA	55%	26%	12%	33%	10%	13%	19%	35%
Stocks en jours de CA	173	93	23	52	53	81	67	115
Stocks en % de CA	47%	25%	6%	14%	14%	22%	18%	32%

Derniers comptes disponibles								
	<i>Makita</i>	<i>Sandvik AB</i>	<i>Manutan</i>	<i>Snap On Inc</i>	<i>Stanley B&D</i>	<i>Tivoly</i>	<i>Mediane</i>	<i>SAM</i>
Date	30/06/2013	30/06/2013	31/03/2013	29/06/2013	29/06/2013	30/06/2013		30/06/2013
BFR en jours de CA	170	104	42	118	36	48	76	153
BFR en % de CA	47%	28%	12%	32%	10%	13%	21%	42%
Stocks en jours de CA	147	101	22	51	50	84	68	130
Stocks en % de CA	40%	28%	6%	14%	14%	23%	18%	36%

L'accent mis par SAM sur la réduction du niveau des stocks est légitime au regard de la gestion sectorielle des stocks. Pour mémoire, le niveau des stocks chez SAM atteint 130 jours de chiffre d'affaires au 30 juin 2013 *versus* 68 jours de niveau médian de stock pour les sociétés comparables, par référence aux derniers comptes publiés⁷.

2. Sur notre appréciation du plan d'affaires

Au vu des développements précédents, nous confirmons le caractère volontariste du plan d'affaires, ainsi que la conclusion de l'attestation d'équité reproduite ci-après.

« A l'issue de nos travaux de valorisation du titre SAM, nous sommes d'avis que le prix proposé de 38 € après détachement du dividende exceptionnel de 1,40 € par action, qui a été décidé le 17 septembre 2013 par l'assemblée générale de SAM et détaché le jour de négociation suivant l'ouverture de l'Offre, 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 de SAM SA. »

Fait à Paris, le 9 octobre 2013.

Olivier CRETTE

⁷ Les effets de saisonnalité ont été neutralisés dans le calcul du BFR en jours de chiffre d'affaires de SAM et des comparables sur la base des comptes intercalaires, de sorte que ce ratio s'entend sur une année pleine.

6. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

- 6.1 A l'exception (i) des accords figurant au paragraphe 6.2 ci-après et (ii) des accords décrits au paragraphe 7.9, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.
- 6.2 Certains actionnaires de SAM ont pris des engagements à l'égard de FS Holding, aux termes desquels lesdits actionnaires se sont engagés à apporter les Actions qu'ils détiennent à l'Offre.

Aux termes de ces engagements d'apport :

- Jousse Morillon Investissement, agissant pour le compte du fonds commun de placement Stock Picking France dont elle assure la gestion, s'est engagé à apporter l'intégralité de ses 12.748 Actions SAM à l'Offre ;
- Lafayette Capital s'est engagé à apporter l'intégralité de ses 26.775 Actions SAM à l'Offre ;
- Latour Gestion s'est engagé à apporter l'intégralité de ses 44.691 Actions SAM à l'Offre ;
- Différents actionnaires individuels se sont engagés à apporter ensemble 4.200 Actions SAM à l'Offre ;

représentant un total de 88.414 actions SAM soit 23,27% du capital et 19,77% des droits de vote théoriques de la Société.

7. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

7.1 Structure du capital de la Société

A la date de la présente note en réponse, le capital de la Société s'élève à 7.407.543 euros, divisé en 379.874 actions ordinaires de 19,50 euros de valeur nominale.

Préalablement à la réalisation de l'Apport Initial à l'Initiateur, le nombre total de droits de vote de SAM (calculé conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF) était égal à 530.736, du fait de l'attribution de droits de vote double en application des statuts de la Société.

En conséquence de l'Apport Initial des actions à l'Initiateur, l'Initiateur détient 58.954 actions SAM représentant 15,52% du capital et 11,13% des droits de vote de la Société, tel que décrit dans le tableau ci-dessous :

Actionnaires	En capital		En droits de votes ⁽¹⁾	
	Nombre	%	Nombre	%
FS Holding	58.954	15,52%	58.954	11,13%
Apporteurs au titre de l'Apport Conditionnel	126.997	33,43%	252.092	47,60%
Actionnaires engagés ⁽²⁾	88.414	23,27%	104.712	19,77%
Auto détention	35.358	9,31%	35.358	6,68%
Public	70.151	18,47%	78.475	14,82%
Total	379.874	100%	529.591	100%

⁽¹⁾ *droits de vote théoriques calculés conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, étant précisé que les droits de vote doubles attachés, le cas échéant, aux Actions apportées en nature (Apport Initial et Apport Conditionnel) ou à l'Offre seront perdus*

⁽²⁾ *désigne les fonds d'investissements et personnes physiques visés à l'alinéa 6.2 ci-avant*

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions – Conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'Article L.233-11 du Code de Commerce

Néant

7.3 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société

A la date de la présente note en réponse et à la connaissance de la Société et notamment sur la base des déclarations de franchissements de seuils qui lui ont été notifiées, les actionnaires détenant plus de 5 % du capital et des droits de vote de SAM SA sont :

	% du capital	% des droits de vote brut
FS HOLDING	15,52	11,13
Pacte Michel Blanc et famille Jabouley :	25,00	35,81
Soit :		
Michel BLANC	11,28	16,11
Christine Jabouley Hubac	4,51	6,47
François Jabouley	4,67	6,71
Marc Jabouley	4,54	6,52
Latour Gestion	11,76	8,44
Lafayette Capital	7,05	5,06

La Société n'a pas connaissance d'autres actionnaires détenant plus de 5% de son capital ou de ses droits de vote à la date de la présente note en réponse.

7.4 Détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux

Sous réserve des droits de vote double prévus par les statuts de la Société, il n'existe pas de détenteurs d'actions comportant des droits de contrôle spéciaux.

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

Néant

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

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires susceptible d'entraîner des restrictions sur le transfert d'actions de la Société ou à l'exercice des droits de vote.

7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'Administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

7.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'Administration

La société est administrée par un conseil d'administration. Les Administrateurs sont nommés pour trois ans et rééligibles; la durée du mandat d'un administrateur coopté est égale à celle restant à courir du mandat de l'administrateur remplacé. En matière de nomination et remplacement des membres du Conseil d'Administration, les statuts stipulent que le nombre d'administrateurs personnes physiques et de représentant permanents de personnes morales âgés de plus de 75 ans ne pourra pas dépasser le tiers des administrateurs en fonction. Au cas où cette proportion se trouverait dépassée, le mandat du ou des administrateurs ou représentants permanents les plus âgés prendrait fin à l'issue de la prochaine assemblée générale ordinaire.

7.7.2 Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions.

7.8 Pouvoirs du Conseil d'Administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

L'assemblée générale est seule compétente pour décider d'une augmentation de capital ou d'opérer sur les actions de la Société. Elle peut déléguer au Conseil d'Administration les pouvoirs nécessaires à l'effet de réaliser, dans le délai légal, l'augmentation de capital en une ou plusieurs fois, d'en fixer les modalités, d'en constater la réalisation et de procéder à la modification corrélative des statuts et à l'effet de l'autoriser d'opérer sur les actions de la Société.

A ce jour, le Conseil d'Administration dispose des délégations de ce type suivantes :

- Délégation de compétence conférée au conseil d'administration, à l'effet d'augmenter le capital social par émission, avec maintien du droit préférentiel de souscription, de toutes valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme à une quotité du capital (durée : vingt-six mois à compter du 22 juin 2012, expirant le 21 août 2014 ; plafonds nominaux globaux autorisés : 6.000.000 euros en cas d'émission de valeurs mobilières à souscrire en numéraire ; 3.000.000 euros en cas d'émission de valeurs mobilières et d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices, primes d'émission ou tout autre élément susceptible d'être incorporé au capital; 6.000.000 euros en cas d'émission de titres d'emprunt donnant accès au capital
- Délégation de compétence conférée au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par voie d'offre au public, par émission sans droit préférentiel de souscription, de toutes valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme à une quotité du capital (durée : vingt-six mois à compter du 22 juin 2012 expirant le 21 août 2014 ; plafonds nominaux globaux autorisés: 6.000.000 euros en cas d'émission de valeurs mobilières, à souscrire en numéraire pour la ou les augmentation(s) de capital par voie d'offre au public; 6.000.000 euros en cas d'émission de titres d'emprunt donnant accès au capital.

- Délégation de compétence conférée au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par voie d'offre par placement privé au sens de l'article L.411.2 II du Code monétaire et financier, par émission sans droit préférentiel de souscription, de toutes valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme à une quotité du capital (durée : vingt-six mois à compter du 22 juin 2012 expirant le 21 août 2014 ; plafonds nominaux globaux autorisés : 3.000.000 euros en cas d'émission de valeurs mobilières, à souscrire en numéraire pour la ou les augmentation(s) de capital par voie d'offre par placement privé; 3.000.000 euros en cas d'émission de titres d'emprunt donnant accès au capital.)
- Délégation de compétence conférée au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social en vue de rémunérer des apports en nature de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital consentis à la société et des apports de titres réalisés au profit de la société dans le cadre d'une offre publique d'échange (durée : vingt-six mois à compter du 22 juin 2012 expirant le 21 août 2014 ; plafond : fraction non utilisée visée aux précédentes délégations ci-dessus)
- Autorisation conférée par l'Assemblée générale du 17 juin 2013 pour une durée de 18 mois d'opérer sur les actions de la société jusqu'à concurrence de 10 % des actions composant le capital social. A ce jour, la Société détient 35 358 de ses actions.

7.9 Accords conclus par la Société modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle

Aucun accord n'est modifié ou ne prend fin en cas de changement de contrôle de la Société.

7.10 Accords prévoyant des indemnités pour les mandataires sociaux ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Aucun accord spécifique prévoyant des indemnités (autre que celles prévues par les conventions collectives) n'a été conclu avec un ou des mandataires sociaux ou avec un ou des salariés en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique :

Le Président Directeur Général de SAM SA, n'a pas de contrat de travail au sein d'aucune société du groupe. Il ne bénéficie d'aucun engagement à son bénéfice correspondant à des indemnités ou avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la cessation ou du changement de ses fonctions ou postérieurement.

8. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, requis par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, seront déposées par la Société auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Elles seront disponibles sur les sites Internet de la société SAM (www.sam-actionnaires.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), et pourront être obtenues sans frais auprès de SAM, 60, boulevard Thiers, 42000 Saint-Etienne.

9. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Frédéric Champavère
Président Directeur Général