

**214C1516**  
FR0010160564-OP013-AS06

24 juillet 2014

- Décision de conformité du projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société.
- Maintien de la suspension de la cotation des actions de la société.

**ORCHESTRA-PREMAMAN**

(Euronext Paris)

- 1- Dans sa séance du 22 juillet 2014, l'Autorité des marchés financiers a examiné le projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société ORCHESTRA-PREMAMAN, déposé en application des articles 233-1 et 234-2 du règlement général, par Arkéon Finance, agissant pour le compte de la société anonyme de droit luxembourgeois Yeled Invest SA<sup>1</sup> (cf. D&I 214C0891 du 23 mai 2014 et D&I 214C0904 du 26 mai 2014).

Il est rappelé que la société Yeled Invest SA a acquis hors marché, le 1<sup>er</sup> avril 2014, au prix de 30,18 € par action, 1 921 697 actions ORCHESTRA-PREMAMAN représentant autant de droits de vote, soit 60,04% du capital et des droits de vote de cette société<sup>2</sup>, auprès des membres du « concert Mestre »<sup>3</sup>.

En outre, aux termes d'un accord d'actionnaires, signé le 1<sup>er</sup> avril 2014, la société HM Belgium<sup>4</sup> a souscrit, le 6 mai 2014, à une augmentation de capital de la société Yeled Invest SA, qui lui était réservée, par incorporation de créances liées aux cessions précitées.

La société Yeled Invest détient 2 867 143 actions ORCHESTRA-PREMAMAN représentant autant de droits de vote, soit 89,58% du capital et des droits de vote de cette société, étant précisé que la société auto-détient 217 488 de ses actions, soit 6,80% de son capital.

L'initiateur s'engage irrévocablement à acquérir au prix de 40 € par action la totalité des actions ORCHESTRA-PREMAMAN non détenues par lui<sup>5</sup>, soit 115 958 actions, représentant 3,62% du capital de cette société.

L'initiateur a également indiqué son intention de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant les actions ORCHESTRA-PREMAMAN non présentées à l'offre, à l'issue de l'offre, au prix de 40 € par action, en application des dispositions des articles 237-14 et suivants du règlement général.

<sup>1</sup> Société, anciennement dénommée GOLAMI, détenue à hauteur de 67% par la société HM Belgium (contrôlée par M. Pierre Mestre) et de 33% par la famille Gotlib.

<sup>2</sup> Sur la base d'un capital composé de 3 200 593 actions représentant autant de droits de vote, en application du 2<sup>ème</sup> alinéa de l'article 223-11 du règlement général.

<sup>3</sup> Les membres du « concert Mestre », concert existant depuis le 7 janvier 2010 (cf. D&I 210C0027 du 8 janvier 2013 et D&I 213C096 du 11 juillet 2013), sont Monsieur Pierre Mestre, Madame Chantal Mestre et les sociétés Financière Mestre SAS (dont la filiale IMM BE GE KG a fait l'objet d'une dissolution liquidation) et Financière Mestre Hong Kong Limited et la société nouvellement créée HM Belgium, sociétés toutes contrôlées directement ou indirectement par Monsieur Pierre Mestre.

<sup>4</sup> Société contrôlée par Monsieur Pierre Mestre.

<sup>5</sup> A l'exception (i) des 217 488 actions autodétenues par la société ORCHESTRA-PREMAMAN qui ne seront pas apportées à l'offre, et (ii) de 4 actions ORCHESTRA-PREMAMAN détenues par les administrateurs de la société au titre de leur mandat.

Il est rappelé que :

- le cabinet CAPIVAL, représenté par M. Sébastien Matykowski, a été mandaté par la société ORCHESTRA-PREMAMAN comme expert indépendant pour se prononcer sur les conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée sur le fondement de l'article 261-1 I et II du règlement général ;
- le projet d'offre le projet de note d'information de l'initiateur (article 231-18 du règlement général) et le projet de note en réponse de la société ORCHESTRA-PREMAMAN (article 231-19 du règlement général) ont été déposés et diffusés respectivement les 23 et 26 mai 2014, conformément aux articles 231-13, 231-16 et 231-26 du règlement général.

Le cabinet Paper Audit & Conseil, représenté par M. Xavier Paper, a également été mandaté, le 23 juin 2014, pour fournir une opinion indépendante sur les conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée et du retrait obligatoire envisagé.

- 2- Dans le cadre de l'examen de la conformité du projet d'offre, mené en application des articles 231-20 à 231-22 et 237-16 I, 2° du règlement général, l'Autorité des marchés financiers a pris connaissance du projet de note d'information de l'initiateur, en ce compris les éléments d'appréciation du prix d'offre d'Arkéon Finance (« l'évaluateur »), du projet de note en réponse de la société ORCHESTRA-PREMAMAN comportant notamment l'avis motivé de son conseil d'administration et le rapport de l'expert indépendant et de l'opinion indépendante du cabinet Paper Audit & Conseil.

S'agissant de l'évaluation multicritères, l'Autorité s'est référée aux différents travaux d'évaluation menés.

- a- L'évaluateur écarte la référence à l'actualisation des flux de dividendes et à l'actif net réévalué, l'actif net comptable ressortant à 24,9 € par action au 28 février 2014. Il écarte également les transactions comparables, faute de transactions suffisamment récentes, pertinentes et documentées. Il retient la référence aux cours de bourse, à l'actualisation des flux de trésorerie disponibles, et à aux comparables boursiers.

Le prix proposé présente une prime 6,1% par rapport au dernier cours coté de l'action ORCHESTRA-PREMAMAN le 28 mars 2014 (dernier cours coté avant la suspension de la cotation) et de 8,6% par rapport à la moyenne 3 mois pondérée par les volumes.

L'actualisation des flux de trésorerie futurs conduit à une valeur centrale de 39,10 € par action. La détermination des flux est fondée sur la base du plan d'affaires 2014/2015 à 2018/2019 de la société ORCHESTRA-PREMAMAN (qui présente une croissance annuelle moyenne de 14% sur la période et une marge d'EBIT moyenne de 4,7% du chiffre d'affaires), extrapolé jusqu'à l'exercice 2022/2023 pour converger vers une marge d'EBIT en année normative inférieure de près de 1 point par rapport au point haut du plan d'affaires de la société, moyennant un taux d'actualisation de 11,6% et un taux de croissance à l'infini de 1,0%.

La méthode des comparables boursiers fait ressortir une fourchette de valeurs comprise entre 33,4 € et 40,5 € par action, à partir des multiples des sociétés Adolfo Dominguez (Espagne), Damartex (France), Charles Voegelé (Suisse), KappAhl AB (Suède), Vet'Affaires (France), Pumpkin Patch (Nouvelle Zélande), Children's Place (Etats-Unis) et Mothercare (Royaume-Uni), sur la base des multiples médians 2014 et 2015 d'EBITDA et après application d'une décote d'illiquidité de 20%.

- b- Le cabinet Capival a également utilisé ces 3 méthodes d'évaluation pour les actions ORCHESTRA-PREMAMAN.

La référence au cours de bourse de la société présente des résultats identiques à ceux de l'évaluateur.

L'expert indépendant établit son actualisation des flux de trésorerie prévisionnels sur la base du plan d'affaires 2014/2015 à 2018/2019 élaboré par la société à l'issue duquel il retient directement un flux normatif correspondant à une marge opérationnelle inférieure de 1,5 points par rapport à la moyenne du plan. Il base son actualisation sur un taux d'actualisation de 8,9% et un taux de croissance à l'infini de 1,5% ce qui conduit à une valeur centrale de 39,49 € par action. Il est précisé que le cabinet Capival fournit dans le cadre de ses travaux sur l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels une sensibilité de la valorisation au taux de change €/USD qui montre qu'une diminution / augmentation de 0,05 point de la parité €/USD se traduirait par une diminution / augmentation de la valeur centrale de près de 4 € par action.

La méthode des comparables boursiers fait ressortir une fourchette de valeurs comprise 39,74 € et 42,23 € par action, à partir des multiples des sociétés Charles Voegelé (Suisse), KappAhl AB (Suède), Pumpkin Patch (Nouvelle Zélande), Children's Place (Etats-Unis) et Mothercare (Royaume-Uni), sur la base des multiples médians

2014 de chiffre d'affaires et d'EBITDA et après application d'une décote de 22% (correspondant à une décote de taille de 7%, une décote d'illiquidité de 10% et une décote de 5% liée à l'acquisition du réseau Home Market).

L'expert conclut que le prix de 40 € par action ORCHESTRA-PREMAMAN, proposé dans le cadre de la présente offre publique d'achat simplifiée, est équitable pour les actionnaires de la société, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire.

c- Le cabinet Paper Audit & Conseil met également en œuvre les 3 méthodes précitées.

La référence au cours de bourse de la société présente des résultats en ligne avec ceux de l'évaluateur et du cabinet Capival.

Le cabinet Paper Audit & Conseil établit son actualisation des flux de trésorerie prévisionnels sur la base d'un plan d'affaires revu à la baisse par rapport au plan d'affaires de la société avec une croissance moyenne du chiffre d'affaires sur la période de 5% et une marge d'EBIT en ligne avec la moyenne des trois derniers exercices (4,2%), prolongé afin de prendre en compte la décroissance progressive de l'évolution du chiffre d'affaires et converger vers flux normatif correspondant à une marge opérationnelle de 4,7% du chiffre d'affaires, moyennant un taux d'actualisation de 9,3% et un taux de croissance à l'infini de 1,0% qui fournit une valeur centrale de 38,94 €.

La méthode des comparables boursiers fait ressortir une fourchette de valeurs comprise 44,9 € et 54,0 € par action, à partir des multiples des sociétés Pumpkin Patch (Nouvelle Zélande), Children's Place (Etats-Unis) et Carter's (Etats-Unis), sur la base des multiples moyens 2013-2016 d'EBITDA et d'EBIT.

Le cabinet Paper Audit & Conseil conclut que le prix de 40 € par action ORCHESTRA-PREMAMAN proposé, en ce inclus la procédure de retrait obligatoire susceptible d'être mise en œuvre, préserve les intérêts des actionnaires minoritaires.

d- Par ailleurs, l'Autorité a pris connaissance de courriers adressés par des actionnaires minoritaires qui font notamment valoir que :

- l'actualisation des flux de trésorerie mise en œuvre par l'évaluateur est fondée sur un taux d'actualisation surestimé et une dégradation du flux terminal fondée sur des hypothèses opérationnelles exagérément pessimistes ;
- l'actualisation des flux de trésorerie mise en œuvre par l'expert indépendant est fondée sur la dégradation abrupte du flux terminal par rapport à la dernière année du plan d'affaires de la société, reposant sur des hypothèses opérationnelles exagérément pessimistes ;
- le multiple implicite d'EBITDA 2013/2014 de l'offre ressort à 4,3x, ce qui est très en-deçà des multiples équivalents usuellement constatés lors d'opérations de retrait obligatoire ;
- les hypothèses de taux de change mises en avant par l'expert indépendant pour justifier la dégradation de la marge en année terminale ne sont pas suffisamment documentées,
- l'évaluateur et l'expert indépendant appliquent des décotes injustifiées à la valeur obtenue dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers.

3- Dans ce contexte, l'Autorité a relevé :

- que le présent projet d'offre était conforme aux dispositions de l'article 234-6 du règlement général, en ce que le prix stipulé par action est supérieur au prix le plus élevé payé par l'initiateur et ses actionnaires au cours de douze derniers mois (soit 36,99 € par action, étant précisé que dans le cadre de son programme de rachat, la société ORCHESTRA-PREMAMAN a acquis au prix de 40,97 €, 100 de ses propres actions, le 18 juillet 2013, mais que compte tenu du versement d'un acompte sur dividende de 2,50 € par action le 30 mai 2014, cette acquisition ne remet pas en cause la conformité du présent projet d'offre avec les dispositions de l'article 234-6 du règlement général) ; en outre, il est relevé que le prix de 40 € est aussi supérieur à la moyenne de cours de bourse pondérée par les volumes calculée sur les 60 jours précédant l'annonce de l'opération, en application des dispositions de l'article 233-3 du règlement général, compte tenu du fait que la situation d'offre obligatoire résulte d'un reclassement des participations des concerts Mestre et Gotlib au sein d'une entité contrôlée par les membres du concert Mestre, concert qui détenait préalablement à ce reclassement le contrôle de droit de la société ORCHESTRA-PREMAMAN ;

- que s'agissant du retrait obligatoire, dont les conditions de mise en œuvre compte tenu d'une détention par les actionnaires minoritaires de moins de 5% du capital et des droits de vote sont d'ores et déjà remplies, l'analyse multicritères repose principalement sur l'actualisation des flux de trésorerie pour laquelle les trois évaluations convergent en valeur centrale vers le prix de 40 € par action en faisant néanmoins apparaître, quant aux hypothèses retenues, des divergences significatives quant au taux d'actualisation, à la détermination du flux de trésorerie normatif, aux hypothèses du plan d'affaires ; en outre, les résultats issus de cette méthode sont significativement impactés par l'évolution du taux de change dollar américain – euro. Dans ces circonstances, l'Autorité a estimé qu'il n'était pas possible en l'état d'établir que l'évaluation des actions ORCHESTRA-PREMAMAN prenait en compte de manière satisfaisante les caractéristiques de la société et ses perspectives d'avenir, telles que requises par l'article 237-16 I, 2° du règlement général et qu'ainsi, le retrait obligatoire ne pourrait pas intervenir l'issue de l'offre.

Par conséquent, en application des articles 231-21 à 231-23 et 237-16 I, 2° du règlement général, l'Autorité des marchés financiers a déclaré conforme le projet d'offre publique simplifiée, sans qu'à son issue un retrait obligatoire ne puisse intervenir, cette décision emportant visa du projet de note d'information de l'initiateur sous le n° 14-426 en date du 22 juillet 2014.

En outre, l'Autorité des marchés financiers a apposé le visa n°14-427 en date du 22 juillet 2014 sur le projet de note en réponse de la société ORCHESTRA-PREMAMAN.

- 4- Une nouvelle information de l'Autorité des marchés financiers sera publiée pour faire connaître le calendrier de l'offre, après diffusion de la note d'information de l'initiateur, de la note en réponse de la société ORCHESTRA-PREMAMAN visées par l'Autorité des marchés financiers, et des informations mentionnées à l'article 231-28 du règlement général.

Dans cette attente, l'Autorité des marchés financiers a demandé à Euronext Paris de maintenir la suspension de la cotation des actions ORCHESTRA-PREMAMAN jusqu'à nouvel avis.