

NOTE D'INFORMATION

présentée par

SCHAEFFER-DUFOUR

en réponse à l'offre publique d'achat simplifiée initiée par

la société H.G.D. Participations



La présente note en réponse a été déposée auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 30 octobre 2015. Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du Règlement général de l'AMF.

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 a apposé le visa n° 15-576 en date du 12 novembre 2015 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par Schaeffer-Dufour 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.

Des exemplaires de la présente note d'information en réponse sont disponibles sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Schaeffer-Dufour (www.schaeffer-dufour.fr) et peuvent être obtenus sans frais auprès de :

SCHAEFFER-DUFOUR
66, rue Jean-Baptiste Lebas
59910 Bondues

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de Schaeffer-Dufour seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique.

SOMMAIRE

1.	Contexte de l'Offre et rappel des principales conditions	3
1.1.	Contexte et motifs de l'Offre.....	3
1.1.1.	Contexte de l'Offre.....	3
1.1.1.	Motifs de l'Offre	4
2.	Avis motivé du conseil d'administration	7
3.	Rapport de l'expert indépendant	8
4.	Addendum au rapport de l'expert indépendant	34
5.	Informations relatives à la Société	37
5.1.	Structure du capital	37
5.2.	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration.....	37
5.3.	Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions	37
5.3.1.	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions	37
5.3.2.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote.....	37
5.3.3.	Clause des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société	37
5.4.	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci...	37
5.5.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	37
5.6.	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	38
5.7.	Les règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	38
5.7.1.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs	38
5.7.2.	Règles applicables aux modifications des statuts	38
5.8.	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier l'émission ou le rachat d'actions.....	38
5.9.	Accords, contrats, protocoles entre la Société et les administrateurs.....	38
5.9.1.	Actions et autres valeurs mobilières détenues par les administrateurs	38
5.9.2.	Rémunération et avantages des administrateurs	39
5.10.	Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	39
6.	Intentions des administrateurs	39
7.	Intentions de la Société relative aux actions d'autocontrôle	39
8.	Personne assumant la responsabilité de la note d'information en réponse	39

1. Contexte de l'Offre et rappel des principales conditions

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement de l'articles 233-1 1° du règlement général de l'AMF, la société H.G.D. Participations, société par actions simplifiée au capital social de 3.623.769 euros, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lille Métropole sous le numéro 380 734 129, dont le siège social est situé au 66, rue Jean Baptiste Lebas, 59910 Bondues (l'« **Initiateur** »), s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de la société Schaeffer-Dufour, société anonyme au capital de 6.086.210,28 euros, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lille Métropole sous le numéro 945 450 716, dont le siège social est situé au 66, rue Jean Baptiste Lebas, 59910 Bondues, et dont les actions sont négociées sur le Compartiment C d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000064511, d'acquérir toutes les actions qui lui seront présentées au prix de 29,00 euros par action (l'« **Offre** »).

Conformément à l'article 233-1 2° du règlement général de l'AMF, l'Offre prend la forme d'une offre publique d'achat simplifiée.

L'Offre sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation.

L'Initiateur détient à la date de dépôt de l'Offre, 688.695 actions Schaeffer-Dufour, représentant 86,3% du capital et 85,5% des droits de vote théoriques.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 I du règlement général de l'AMF, la Banque Neuflyze OBC (« **Neuflyze OBC** »), agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé un projet de note d'information auprès de l'AMF le 8 octobre 2015. Neuflyze OBC, en tant qu'établissement présentateur, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur.

L'Offre vise la totalité des actions non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date des présentes à l'exception de celles qui ont fait l'objet d'engagements d'apport en nature par certains actionnaires de Schaeffer-Dufour (la « **Société** »).

L'Initiateur, qui devrait détenir à l'issue de l'Offre, compte tenu des intentions et engagements d'apports en nature et en titres dans le cadre de l'Offre mentionnés au 1.1.1., plus de 95% du capital et des droits de vote de la Société, compte mettre en œuvre un procédé de retrait obligatoire par le transfert des actions Schaeffer-Dufour qui ne lui appartiennent pas et qui n'auraient pas été présentées à l'Offre, conformément aux dispositions des articles 237-14 à 237-19 du règlement général de l'AMF.

1.1. Contexte et motifs de l'Offre

1.1.1. Contexte de l'Offre

Schaeffer-Dufour est une société créée en 1912, qui avait initialement pour objet l'exploitation d'établissements spécialisés dans le textile en France et en Afrique. Au fur et à mesure des mutations économiques, la Société s'est désengagée de ses activités dans la filière textile pour devenir aujourd'hui une société sans objet industriel et dont l'actif est essentiellement composé de titres de participation et de valeurs mobilières de placement.

La structure actuelle du capital et des droits de vote de la Société est issue de diverses opérations intervenues notamment au cours des années 2011 à 2013.

Aux termes d'engagements conclus entre le 15 mars et le 3 mai 2011, seize membres de la famille Dufour ainsi que la société A. Salmon SAS¹ se sont engagés à apporter à la société H.G.D. Participations tout ou partie de leurs actions Schaeffer-Dufour, représentant 27,65% du capital et 28,75% des droits de vote de la Société. A l'issue de cette opération, l'Initiateur devait détenir, directement et indirectement, 37,36% du capital et 24,17% des droits de vote de la Société. H.G.D. Participations a donc déposé un projet d'offre publique aux termes de laquelle elle s'est engagée irrévocablement à acquérir la totalité des actions Schaeffer-Dufour non détenues directement et indirectement par elle (voir notamment la Décision n° 211C1012 en date du 21 juin 2011).

A l'issue de cette offre (soit le 29 août 2011), H.G.D. Participations détenait :

- individuellement, 46,75% du capital et 30,96% des droits de vote de la Société ;
- de concert avec la société Techniphot SAS ainsi que Messieurs Luc Dufour et François-Régis Motte, 64,96% du capital et 55,08% des droits de vote de la Société.

Au mois d'octobre 2013, l'AMF a octroyé à H.G.D. Participations une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique visant les actions de la Société. La demande faisait suite à l'octroi de droits de vote doubles au bénéfice de H.G.D. Participations à deux reprises en 2012 et 2013, accroissant dans les deux cas sa participation initialement comprise entre 30% et 50% de plus de 2% en moins de douze mois consécutifs, ainsi qu'au regroupement des participations directes et indirectes des familles Dufour et Salmon au bénéfice de la société H.G.D. Participations. Considérant que ces opérations concernaient un actionnaire appartenant à un concert préalable et majoritaire, l'Autorité des marchés financiers a accepté la demande de dérogation sur le fondement de l'article 234- 6° de son règlement général (cf. Décision n° 213C1565 en date du 16 octobre 2013).

1.1.1. Motifs de l'Offre

A la date de la présente note, la composition de l'actionnariat de l'Initiateur est la suivante :

Actionnaires	Droits de			
	Actions	% du capital	vote (DDV)	% des DDV
Société Techniphot (1)	272 918	33,89%	272 918	33,89%
François-Régis Motte	128 560	15,96%	128 560	15,96%
Société A. Salmon (2)	59 548	7,39%	59 548	7,39%
Société Fimarcq (3)	40 286	5,00%	40 286	5,00%
Autres actionnaires familiaux (4)	303 970	37,75%	303 970	37,75%
Total	805 282	100,00%	805 282	100,00%

(1) Société contrôlée par M. Vincent Dufour

(2) Société contrôlée par la famille Salmon, actionnaire historique de Schaeffer-Dufour

(3) Société contrôlée par Hugues Motte

(4) Autres actionnaires détenant moins de 3% du capital

L'Initiateur détient directement 688.695 actions Schaeffer-Dufour, représentant 86,3% de son capital et 85,5% des droits de vote de la Société². La composition de l'actionnariat de la Société est à ce jour la suivante :

¹ Société par actions simplifiée contrôlée par la famille Salmon.

² Sur la base d'un capital composé de 798.237 actions représentant 1.271.691 droits de vote, conformément au 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Actionnaires	Actions	% du capital	Droits de	
			vote (DDV)	% des DDV
HGD Participations	688 695	86,3%	1 087 716	85,5%
Autres actionnaires nominatifs*	84 650	10,6%	159 083	12,5%
Autres actionnaires au porteur	24 892	3,1%	24 892	2,0%
Total	798 237	100,0%	1 271 691	100,0%

* principalement membres de la famille Dufour

Il est précisé qu'entre le 13 et le 28 novembre 2015, l'Initiateur se verra attribuer 119.673 droits de vote doubles suite à l'expiration d'une période de conservation de deux ans consécutive à l'opération d'apports de titres de la Société à l'Initiateur en 2013 (voir ci-dessus).

L'Initiateur n'a procédé à aucun achat de titres au cours des 12 derniers mois.

Il est précisé que 18 actionnaires familiaux de la Société (les « **Apporteurs** ») se sont engagés à apporter à l'Initiateur, sous forme d'un apport en nature rémunéré par l'émission à leur profit d'actions de l'Initiateur, un total de 52.887 actions de la Société qu'ils détiennent en pleine propriété (les « **Apports** »)³ sur la base d'une valorisation de 29,00 euros par action de la Société.

L'Initiateur a déposé, à cet égard, une requête en vue de la nomination d'un commissaire aux apports auprès du tribunal de commerce de Lille Métropole. Il est prévu que les opérations d'Apports soient réalisées au plus tard le 20 novembre 2015.

A la connaissance de l'Initiateur, à l'issue des opérations d'Apports, le capital et les droits de vote de la Société seront répartis ainsi qu'il suit (avec prise en compte de l'attribution de 119.673 droits de votes doubles à H.G.D. Participations entre le 13 et le 28 novembre 2015) :

Actionnaires	Actions	% du capital	Droits de	
			vote (DDV)	% des DDV
HGD Participations	741 582	92,9%	1 260 276	93,4%
Autres actionnaires nominatifs*	33 505	4,2%	66 047	4,9%
Autres actionnaires au porteur	23 150	2,9%	23 150	1,7%
Total	798 237	100,0%	1 349 473	100,0%

* principalement membres de la famille Dufour

Il n'existe, à la connaissance de l'Initiateur, aucun autre titre de capital ou instrument financier susceptible de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de votes de la Société.

³ Soit, à la connaissance de l'Initiateur, au 8 octobre 2015, un nombre de 52.887 actions de la Société, représentant 6,63% du capital et 7,45% des droits de vote sur la base d'un nombre total de 798.237 actions et de 1.271.691 droits de vote de la Société en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Hormis les engagements d'Apports susvisés, il est précisé que 6 actionnaires de la Société se sont engagés à céder leurs titres à l'Initiateur dans le cadre de l'Offre. Ces engagements portent sur l'intégralité de leurs titres (à l'exception de ceux le cas échéant apportés en nature à l'Initiateur ainsi qu'il est indiqué ci-dessus), à savoir un total de 16.548 actions représentant 2,1% du capital et 1,9% des droits de vote de la Société.

En outre, Techniphoto et Vincent Dufour, en tant qu'administrateurs de la Société, ont annoncé leur intention d'apporter l'intégralité de leurs titres à l'Offre, à savoir respectivement 763 et 281 titres.

Compte tenu de ces intentions et engagements, à l'issue de l'Offre et des Apports susvisés (en supposant qu'aucun autre actionnaire n'apporte d'actions dans le cadre de l'Offre), la répartition du capital et des droits de vote de Schaeffer-Dufour devrait être la suivante :

Actionnaires	Actions	% du capital	Droits de	
			vote (DDV)	% des DDV
HGD Participations	759 174	95,1%	1 276 824	95,1%
Autres actionnaires nominatifs*	25 794	3,2%	52 432	3,9%
Autres actionnaires au porteur	13 269	1,7%	13 269	1,0%
Total	798 237	100,0%	1 342 525	100,0%

** principalement membres de la famille Dufour*

Compte tenu de la liquidité quasi inexistante du titre Schaeffer-Dufour, il apparaît que ni la Société, ni ses actionnaires, ne tirent véritablement de bénéfice de l'admission des actions Schaeffer-Dufour aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris qui s'avère en outre couteuse pour la Société.

En conséquence, l'Initiateur, qui détiendra plus de 95% du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre, compte mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire, conformément aux dispositions des articles 237-14 et suivants du règlement général.

Il est précisé qu'il n'existe pas d'autres accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

2. Avis motivé 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 29 octobre 2015.

Préalablement à la réunion, les membres du conseil d'administration ont eu connaissance :

- du projet de note d'information établi par l'Initiateur contenant les caractéristiques du projet d'Offre, notamment les motifs et intentions de l'Initiateur ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par la Banque Neuflyze OBC en sa qualité de banque présentatrice de l'Offre ;
- de l'attestation de l'expert indépendant (BM&A, experts indépendants), qui conclut au caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du prix offert de 29 euros par action de la Société, notamment dans la perspective d'un retrait obligatoire ;
- du projet de note en réponse établi par la Société.

Le conseil d'administration de a rendu, à l'unanimité, plus de la moitié des membres étant présents, l'avis motivé suivant :

« Après en avoir délibéré et constaté que :

- (i) le prix de l'Offre, qui s'élève à 29 euros par action, correspond à la valorisation sur la base de laquelle les Apports seront réalisés ;*
- (ii) le projet d'Offre offre une liquidité totale aux actionnaires de la Société que le marché ne leur offre pas ;*
- (iii) Monsieur Pascal de Rocquigny et Monsieur Pierre Béal, du cabinet BM&A, experts indépendants, ont procédé à la mise en œuvre d'une approche multicritères en vue de l'évaluation de la Société et, ayant examiné l'ensemble des termes du projet d'Offre, ont conclu au caractère équitable, pour les actionnaires de la Société, du prix par action de 29 euros par action proposé par la société H.G.D. Participations et que ce prix est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de Schaeffer-Dufour dans la perspective de mise en œuvre d'un retrait obligatoire,*

le conseil d'administration de la Société estime, à l'unanimité, que :

- (i) les conditions financières du projet d'Offre sont équitables pour les actionnaires, l'examen des évaluations réalisées par Neuflyze OBC, la banque présentatrice de l'offre et l'expert indépendant faisant apparaître que cette dernière assure aux actionnaires un prix équitable dans la perspective d'un retrait obligatoire au regard des principales méthodes de valorisation mises en œuvre dans lesdites évaluations ; et*
- (ii) le projet d'Offre est conforme à l'intérêt de la Société et de ses actionnaires (il est rappelé que la Société n'emploie aucun salarié).*

Compte tenu de ce qui précède, le conseil d'administration, à l'unanimité, recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ».

3. Rapport de l'expert indépendant

La Société a désigné lors de son conseil d'administration du 28 septembre 2015 le cabinet BM&A, représenté par Monsieur Pascal de Rocquigny et Monsieur Pierre Béal, en qualité d'expert indépendant, sur le fondement de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF. Le cabinet BM&A a rendu dans ce cadre le rapport suivant :

SCHAEFFER-DUFOUR

66, rue Jean-Baptiste Lebas
59910 Bondues

.....

ATTESTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DU PROJET
D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
EVENTUELLEMENT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE
SCHAEFFER-DUFOUR

.....

Octobre 2015

1. Contexte de l'opération

La société Schaeffer-Dufour (ci-après la Société ou Schaeffer-Dufour) est une société holding, essentiellement familiale, détenant directement et indirectement des titres de participations et des valeurs mobilières de placement, cotée au compartiment C d'Euronext Paris.

La structure actuelle du capital et des droits de vote de la Société résulte principalement d'une opération d'offre publique d'achat initiée par H.G.D. Participations en juin 2011 et d'une opération d'apport de titres à H.G.D. Participations réalisée fin 2013.

A ce jour, la composition de l'actionnariat de Schaeffer-Dufour se présente comme suit :

Actionnaires	Actions	% du capital	Droits de vote	% des droits de vote
HGD Participations	688 695	86,3%	1 087 716	85,5%
Autres actionnaires nominatifs*	84 650	10,6%	159 083	12,5%
Autres actionnaires au porteur	24 892	3,1%	24 892	2,0%
Total	798 237	100,0%	1 271 691	100,0%

* principalement membres de la famille Dufour

Afin de renforcer la cohésion familiale, 18 actionnaires familiaux de la Société (ci-après les Apporteurs), se sont engagés à apporter sous forme d'apport en nature à la société H.G.D. Participations (ci-après HGD ou l'Initiateur) un total de 52 887 actions de la Société sur la base d'une valeur de 29,00 € par action Schaeffer-Dufour. A l'issue de cette opération, l'actionnariat de la Société sera le suivant :

Actionnaires	Pré apport		Droits de vote	% des droits de vote	Apports	Post apport	
	Actions	% du capital				Actions	% du capital
HGD Participations	688 695	86,3%	1 087 716	85,5%	52 887	741 582	92,9%
Autres actionnaires nominatifs*	84 650	10,6%	159 083	12,5%	(51 145)	33 505	4,2%
Autres actionnaires au porteur	24 892	3,1%	24 892	2,0%	(1 742)	23 150	2,9%
Total	798 237	100,0%	1 271 691	100,0%	-	798 237	100,0%

* principalement membres de la famille Dufour

En application de l'article 233-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'AMF), l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir, au prix de 29 € par action, la totalité des actions Schaeffer-Dufour non détenues par lui, à l'exception des 52 887 actions ayant fait l'objet d'engagements d'apport en nature par certains actionnaires de la société, soit au total 56 655 actions de la Société représentant 7,10 % de son capital.

En application des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'offre, et si les conditions requises sont remplies, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant les actions de la Société non présentées à l'offre, au prix de 29 € par action. Compte tenu de l'engagement de 6 actionnaires d'apporter leurs titres à l'Offre, la procédure de retrait obligatoire semble inéluctable, l'Initiateur étant assuré de contrôler plus de 95 % du capital et des droits de vote de

la Société à l'issue de l'opération d'apport de titres, des engagements d'apport à l'Offre et de l'attribution des droits de vote double devant intervenir mi-novembre 2015.

Dans ce contexte, le cabinet BM&A a été mandaté le 28 septembre 2015 en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de la Société, afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions Schaeffer-Dufour dans le cadre de la présente Offre, et de celui proposé en cas de retrait obligatoire intervenant dans un délai de trois mois au terme de l'Offre. Cette intervention est requise en vertu des dispositions du règlement général de l'AMF figurant au Titre VI, Chapitre 1^{er} à l'article 261-1, et en particulier :

- du paragraphe I- 1°, dans la mesure où la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'Initiateur de l'Offre ;
- du paragraphe I- 2°, dans la mesure où les dirigeants de la société visée ont conclu un accord avec les Initiateurs de l'Offre susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- du paragraphe II, dans la mesure où la mise en œuvre d'un retrait obligatoire est envisagée dans un délai de trois mois au terme de l'Offre.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de souscrire ou non à l'Offre.

2. Présentation de l'expert indépendant

BM&A est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris Ile-de-France et membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris. Le groupe BM&A compte 90 collaborateurs, dont 18 associés personnes physiques détenant, directement ou indirectement, l'intégralité du capital.

BM&A Partners est constitué sous forme d'une société par actions simplifiée au capital de trois millions sept cent six mille trois cent trois euros ; son siège social est situé 11, rue de Laborde à Paris 8^{ème}.

BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et restructuration, transaction services et risques, process et systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le cabinet jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). BM&A est doté d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com, qui présente également le rapport de transparence au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2014 en application de l'article R. 823-21 du Code de commerce.

2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois

Au cours des 24 derniers mois, le cabinet a produit des attestations d'équité dans le cadre des offres publiques suivantes :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
oct-13	Offre Publique d'Achat (Action, BSAR)	Cameleon Software	P.R.O.S.	Bryan Garnier
mai-14	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Systar	Axway	Bryan Garnier
sept-14	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Visident	Groupe Visident	CM-CIC Securities
oct-14	Offre Publique d'Achat (action, OCEANE)	Club Méditerranée	Gaillon Invest II & Fidelidade	Société Générale, Natixis & CACIB
mai-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	ProWebCE	PWCE Participations	Aurel BGC
sept-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Audika	William Demant	Natixis

2.2 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, et les signataires de la présente, ne se trouvent pas, vis-à-vis de la Société ni de l'Initiateur, de leurs conseils et de leurs actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts décrites dans l'instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006. En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;

- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;
- n'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.

Nous rappelons toutefois que le cabinet BM&A a été mandaté en tant qu'expert indépendant lors de l'offre publique d'achat de 2011 et que Monsieur Pascal de Rocquigny a été désigné en tant que commissaire aux apports par Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Lille à l'occasion de l'opération d'apports de 2013.

2.3 Rémunération de l'expert

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 32 000 €, hors taxes et débours.

2.4 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal et Pascal de Rocquigny, associés, assistés par Roland Clère, senior manager, et des collaborateurs nécessaires à sa bonne exécution. La revue indépendante a été effectuée par Jean-Luc Loir, associé du cabinet qui n'est pas directement intervenu dans les travaux.

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 du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 27 juillet 2010. Notre intervention s'est effectivement déroulée du 24 septembre au 29 octobre 2015, date à laquelle nous avons remis notre rapport.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus avec les personnes suivantes :

- Monsieur Vincent Dufour, Président-directeur général de Schaeffer-Dufour ;
- Monsieur François-Régis Motte, administrateur de Schaeffer-Dufour ;
- Messieurs Geoffroy Catrice et Madame Géraldine Grossiord, représentant Neuflyze OBC Corporate Finance, banque présentatrice et conseil de la Société, (ci-après Neuflyze OBC ou la Banque) ;
- Maître Anne-Sophie Leriche, avocat du cabinet Théret & Associés, conseil de Schaeffer-Dufour.

Nos travaux ont été réalisés sur la base des documents communiqués par la Société et ses conseils et sur les informations communiquées lors d'entretiens portant notamment sur les points suivants :

- i) la présentation de l'opération envisagée et de son contexte ;
- ii) la description de l'activité de la Société et de ses actifs ;
- iii) l'analyse des lignes de titres de participation et de valeurs mobilières de placement (ci-après les VMP).

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité et de l'organisation de Schaeffer-Dufour ;
- ii) étudier le contexte général de l'Offre et analyser les accords conclus dans le cadre de l'Offre ;
- iii) analyser la structure des actifs de la Société ;
- iv) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- v) déterminer le niveau de décote de holding à retenir par référence à celles observées sur des sociétés holding comparables et celles retenues lors d'opérations publiques portant sur des sociétés holding ;
- vi) déterminer la valeur par action de la Société par référence à l'ensemble de ces travaux ;
- vii) prendre connaissance des travaux d'évaluation mis en œuvre par Neuflize OBC, et réaliser un examen critique de ces travaux ;
- viii) rédiger notre rapport.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la Société et par ses conseils. Il s'agit principalement :

- du projet de note d'information de la société HGD relative à la présente Offre et déposé auprès de l'AMF le 8 octobre 2015 ;
- des rapports financiers annuels de la Société pour les exercices 2013 et 2014 ainsi que le rapport semestriel au 30 juin 2015 comprenant les comptes annuels, les rapports de gestion et les rapports des commissaires aux comptes consolidés ;
- du détail des comptes sociaux pour les exercices 2013, 2014 et le premier semestre 2015 pour les sociétés Schaeffer-Dufour, Salmon & Cie, Mag 5 SF ;
- des comptes sociaux 2014 et premier semestre 2015 des sociétés Norgefi, Nord'Imprim, Impression directe, Financière Kali et OnPrint dont les actions sont inscrites dans la catégorie des titres de participation dans les comptes de la filiale, Salmon & Cie ;
- des comptes sociaux au 30 juin 2015 des sociétés Financière FG et Financière La Monsoise dont les actions sont inscrites dans la catégorie des titres de participation dans les comptes de la filiale Salmon & Cie ;
- des comptes sociaux 2014 et premier semestre 2015 des sociétés Typoform et Sopedi dont les actions sont inscrites dans la catégorie des titres de participation dans les comptes de la filiale, Mag 5 SF ;
- de l'ensemble des éléments d'appréciation de la valeur disponibles relatifs aux autres lignes de participation et de VMP détenues par Schaeffer-Dufour, Salmon & Cie et

Norgefi, i.e. les valeurs liquidatives des parts de fonds, les liasses de consolidation, les lettres d'information... ;

- de l'ensemble des actes de cession de la société Typoform et des actes d'acquisition des sociétés La Monsoise et Fidélité Graphique ;
- du rapport d'évaluation établi par Neuflize OBC en date du 7 octobre 2015 ;
- de la lettre d'information de Sonepar de mai 2015 ;
- d'une manière générale, de l'ensemble des informations et documents nécessaire à la réalisation de notre mission.

Nous avons utilisé les bases de données financières Thomson Reuters et E-mat. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblée pertinente.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, ainsi que sur les informations mises à notre disposition.

3. Présentation DE SCHAEFFER-DUFOUR

Schaeffer-Dufour est une société anonyme au capital de 6 086 210,28 €, réparti en 798 237 actions sans valeur nominale. Son siège social est situé Bondues (59), au 66, rue Jean-Baptiste Lebas. La Société est cotée au compartiment C (Small Cap) d'Euronext Paris (code ISIN FR0000064511). Sa capitalisation boursière atteint environ 25 M€ sur la base d'un cours de clôture de 31,9 € relevé le 9 septembre 2015. Au titre de l'exercice clos le 30 juin 2015, la Société présente un total de bilan consolidé de 50,9 M€, pour des capitaux propres part du groupe de 22,9 M€ et des intérêts minoritaires de 15,9 M€. Le résultat net consolidé du premier semestre 2015 ressort à 1,6 M€ dont 0,9 M€ part du groupe.

La Société est dirigée par Monsieur Vincent Dufour, Président-directeur général. Son actionnariat est principalement composé, directement ou indirectement, par les membres de la famille Dufour.

3.1 Bref historique et présentation de l'activité

Schaeffer-Dufour est issue de la fusion des sociétés HGD Dufour et des Etablissements Schaeffer et Cie intervenue en 1996. La Société était spécialisée dans le secteur du textile en France et en Afrique dont elle s'est progressivement désengagée. Elle est définitivement sortie de cette activité en 2009 avec la cession des derniers actifs sud-africains. Schaeffer-Dufour est désormais une société holding d'investissement, dont les principaux actifs sont :

- des participations dans des fonds de *private equity* ;
- des participations minoritaires dans des sociétés non cotées opérant principalement dans le secteur de l'imprimerie ;
- des valeurs mobilières de placement cotées, à l'exception de la participation dans Sonepar.

Ces actifs sont détenus soit directement, soit via des holdings, voire des sous-holdings, contrôlées ou non par Schaeffer-Dufour.

Le *private equity*

Ce secteur d'investissement, qui représente à ce jour 10 % des actifs de la Société, constitue son principal axe de développement. Porté principalement par la société Norgefi, il se compose notamment de participations dans les fonds Siparex (Siparex Midcap, Siparex Midmarket, Siparex Nord, Siparex Entrepreneurs...), ainsi que dans la société Siparex Associés, laquelle regroupe les principaux actionnaires et souscripteurs des fonds Siparex. Elle est actionnaire de la société de gestion du groupe Siparex, Sigefi Private Equity. Schaeffer-Dufour investit également dans les activités connexes au *private equity*, telles que la société de gestion de fonds de *private equity* Re-Sources.

Les sociétés opérationnelles

La Société possède plusieurs participations minoritaires dans le secteur de l'imprimerie à travers les sociétés Nord'Imprim, Impression Directe, Typoform, Financière Kali et On Print. Des acquisitions récentes ont été réalisées avec le rachat de la société Sopedi en septembre 2014 et la prise de participation dans les sociétés Fidélité Graphique et Imprimerie Monsoise en juin 2015.

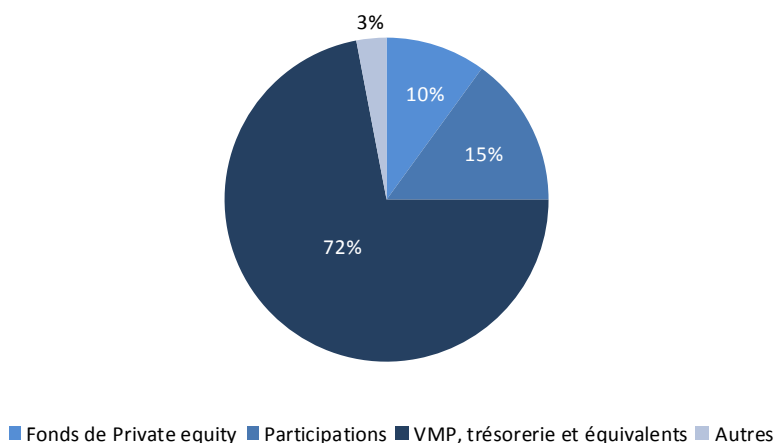
Les valeurs mobilières de placement

Le portefeuille de valeurs mobilières de placement représente 72 % du total des actifs.

Le portefeuille de titres cotés est principalement constitué d'actions françaises et européennes de grande capitalisation, d'obligations, de SICAV, de FCP d'actions françaises et étrangères (UE et hors UE) et de SICAV monétaires.

La part non cotée est constituée d'une seule ligne de participation Sonepar, évaluée à 24,7 M€ au 30 juin 2015.

Répartition de l'actif consolidé au 30 juin 2015



Source : Initiateur

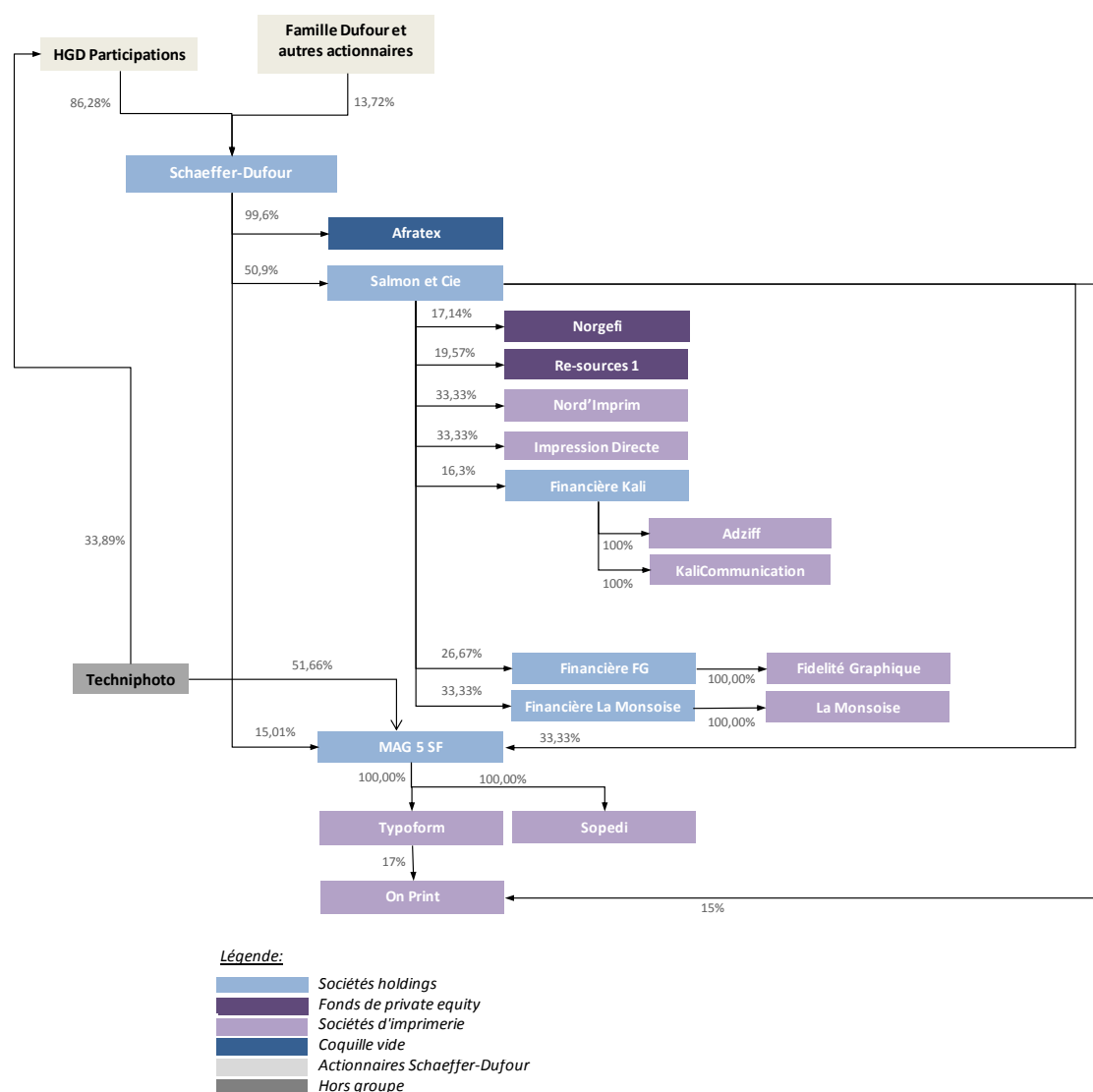
3.2 Structure de la Société

La structure du groupe consolidé s'articule principalement autour des sociétés holdings et sous-holdings présentées ci-dessous :

- Salmon & Cie, qui constitue le principal actif de Schaeffer-Dufour, est contrôlée à hauteur de 50,9 %. Elle porte la majeure partie des participations dans les sociétés opérationnelles et des valeurs mobilières de placement détenues par la Société, dont la participation non cotée dans Sonepar ;

- Norgefi, dont 17,14 % sont détenus par Salmon & Cie, porte la plupart des participations dans les fonds de *private equity* et une partie des actifs liés à l'imprimerie ;
- Mag 5 SF, dont 15,01 % du capital sont détenus par Schaeffer-Dufour et 33,33 % par Salmon & Cie, est la holding de tête du pôle francilien d'imprimeries constitué par les sociétés Typoform et Sopedi.

L'organigramme ci-dessous présente la structure détaillée du groupe Schaeffer-Dufour :



3.3 Etats financiers historiques

Compte tenu des travaux d'évaluation réalisés dans la partie 4 du présent rapport, nous présentons ci-après les bilans sociaux des principales sociétés du périmètre de Schaeffer-Dufour, avant réévaluation des participations et des valeurs mobilières de placement.

3.3.1 Schaeffer-Dufour

Le bilan simplifié au 31 décembre 2014 et au 30 juin 2015 de Schaeffer-Dufour se présente comme suit :

en K€	31-déc.-14		30-juin-15	
	Valeur brute	Valeur nette	Valeur brute	Valeur nette
Immobilisations incorporelles	6	-	6	-
Immobilisations corporelles	11	6	11	6
<i>Salmon & Cie</i>	2 657	2 657	2 657	2 657
<i>Afratex</i>	4 878	1 228	4 878	1 355
<i>MAG 5 SF</i>	740	740	740	740
<i>Novostréa</i>	100	-	100	0
Titres de participation	8 375	4 625	8 375	4 752
<i>Siparex Entrepreneurs 1</i>	119	119	101	101
<i>SWH</i>	58	-	58	-
<i>SICE</i>	-	-	4	-
Autres titres	6	-	2	(0)
Autres titres immobilisés	182	119	164	101
Prêts	45	45	39	39
Autres immobilisations financières	2	2	2	2
Avances et acomptes versés	1	1	1	1
Créances clients et comptes rattachés	7	-	7	-
Autres créances	809	656	696	543
Valeurs mobilières de placement	2 493	2 436	2 568	2 500
Disponibilités	270	270	362	362
Charges constatées d'avance	5	5	8	8
Total actif	12 205	8 165	12 238	8 314
Emprunts et dettes bancaires		(1)		(4)
Emprunts et dettes financières divers		-		-
Dettes fournisseurs et comptes rattachés		(79)		(96)
Dettes fiscales et sociales		(0)		(0)
Dettes sur immos et comptes rattachés		-		-
Autres dettes		(45)		(39)
Total dettes		(125)		(139)
Situation nette		8 040		8 175

Schaeffer-Dufour possède un terrain non constructible à Altkirch (68) comptabilisé en immobilisations corporelles pour 5 K€ et ne recelant, selon le management, pas de plus-value latente significative.

Schaeffer-Dufour détient 99,6 % de la société Afratex, société de droit suisse qui détenait auparavant une partie des actifs liés à l'activité de textile sud-africaine. Le seul véritable actif de cette société se compose aujourd'hui d'un portefeuille de valeurs mobilières de placement présentant une valeur de 1 369 KCHF et d'une créance de 1 593 KCHF, entièrement dépréciée relative au solde du prix de vente du sous-groupe St-Helena (textile en Afrique du Sud).

Par ailleurs, la Société détient 10,02 % de Novostréa, une entreprise spécialisée dans la production de naissains d'huîtres, actuellement en procédure de redressement judiciaire.

Les états financiers des autres participations sont présentés infra.

Les revenus d'exploitation sont quasi nuls (2 K€ au 31 décembre 2014 pour 12 mois et 1,6 K€ au 30 juin 2015 pour 6 mois) ; les charges d'exploitation, qui s'élèvent à 269 K€ au 31 décembre 2014 pour 12 mois et à 126 K€ au 30 juin 2015 pour 6 mois, se composent principalement de charges externes (honoraires, loyers, *management fees* et commissions).

Il convient de noter que la Société dispose de déficits fiscaux d'un montant de 10,8 M€ en base. Aucun impôt différé actif n'est comptabilisé à ce titre dans les comptes consolidés de la Société.

3.3.2 Salmon & Cie

Le bilan au 31 décembre 2014 et au 30 juin 2015 de Salmon & Cie se présente comme suit :

en K€	31-déc.-14		30-juin-15	
	Valeur brute	Valeur nette	Valeur brute	Valeur nette
Immobilisations incorporelles	-	-	-	-
Immobilisations corporelles	-	-	-	-
<i>Dubus</i>	531	0	531	0
<i>Norgefi</i>	743	743	743	743
<i>Nord'Imprim</i>	1 677	1 677	1 677	1 677
<i>MAG 5</i>	1 638	1 638	1 638	1 638
<i>Impression Directe</i>	452	452	452	452
<i>Financière Kali</i>	1 050	1 050	1 050	1 050
<i>On Print</i>	210	210	232	232
<i>Financière FG</i>	-	-	811	811
<i>Financière la monsoise</i>	-	-	600	600
Titres de participation	6 302	5 771	7 735	7 204
<i>Re-Sources 1</i>	1 329	690	1 329	690
<i>Osyris</i>	480	-	480	-
<i>Siparex MidCap I</i>	667	667	650	650
<i>Siparex MidMarket II</i>	566	566	566	566
<i>Siparex Entrepreneurs I</i>	312	312	258	258
<i>Osyris OC</i>	25	-	25	-
Autres titres immobilisés	3 378	2 235	3 307	2 164
<i>Créance Norgefi</i>	1 351	1 351	1 360	1 360
<i>Intérêts courus sur créance Norgefi</i>	9	9	4	4
Créances rattachées à des participations	1 360	1 360	1 364	1 364
Autres créances	1 185	-	1 185	-
Valeurs mobilières de placement	4 289	4 244	3 863	3 821
Disponibilités	84	84	640	640
Charges constatées d'avance	-	-	10	10
Total actif	16 599	13 693	18 104	15 202
Emprunts et dettes bancaires		(619)		(1 272)
Emprunts et dettes financières divers		(201)		(801)
Dettes fournisseurs et comptes rattachés		(13)		(40)
Dettes fiscales et sociales		(63)		(482)
Dettes sur immos et comptes rattachés		(464)		(464)
Autres dettes		(16)		(8)
Total dettes		(1 375)		(3 067)
Situation nette		12 318		12 136

Salmon & Cie porte la plupart des participations dans les sociétés d'imprimerie du groupe. Elle détient également la majeure partie des valeurs mobilières de placement ainsi que des participations dans des fonds de *private equity*.

Les dettes bancaires correspondent aux emprunts souscrits auprès de la banque Crédit du Nord.

La société n'encaisse aucun revenu d'exploitation. Ses charges d'exploitation, qui s'élèvent à 107 K€ au 31 décembre 2014 et à 62 K€ au 30 juin 2015, se composent essentiellement d'honoraires, de frais sur opérations de marché, et des *management fees* facturés par Techniphoto.

3.3.3 Mag 5 SF

Le bilan simplifié de Mag 5 SF au 31 décembre 2014 et au 30 juin 2015 se présente comme suit :

en K€	31-déc.-14		30-juin-15	
	Valeur brute	Valeur nette	Valeur brute	Valeur nette
<i>Sopedi</i>	998	998	998	998
<i>Typofom</i>	4 224	3 224	4 224	3 224
Titres de participation	5 222	4 222	5 222	4 222
Autres titres immobilisés	0	0	0	0
Autres immobilisations financières	21	21	21	21
Créances clients	-	-	161	161
Autres créances	90	90	264	264
Valeurs mobilières de placement	1	1	1	1
Disponibilités	332	332	117	117
Charges constatées d'avance	-	-	-	-
Total actif	5 667	4 667	5 786	4 786
Emprunts et dettes bancaires		(2 004)		(2 004)
Emprunts et dettes financières divers		(265)		(109)
Dettes fournisseurs et comptes rattachés		(6)		(7)
Dettes fiscales et sociales		(152)		(238)
Dettes sur immos et comptes rattachés		-		-
Autres dettes		-		-
Total dettes		(2 427)		(2 359)
Situation nette		2 239		2 427

Mag 5 SF, holding de tête du pôle francilien d'imprimeries, porte les participations dans les sociétés Sopedi et Typoform. Cette dernière détient 17 % du capital de la société On Print dont 15 % sont par ailleurs détenus par Salmon & Cie.

La société a réalisé un chiffre d'affaires de 477 K€ au 31 décembre 2014 et 330 K€ au 30 juin 2015, constitué des prestations facturées à ses filiales Typoform, Sopedi et On Print.

Les charges d'exploitations qui s'élèvent à 270 K€ au 30 juin 2015 se composent essentiellement de salaires et de charges sociales.

4. Evaluation

Conformément au règlement général et aux recommandations de l'AMF en matière d'expertise indépendante, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères.

Au cas présent, s'agissant de sociétés holding en cascade, l'analyse du prix d'offre a été menée à titre principal à travers la détermination de l'Actif Net Réévalué (ANR) des sociétés Schaeffer-Dufour, Salmon & Cie, Mag 5 SF et Norgefi, pour lesquelles les actifs ont été réévalués selon une approche multicritères quand cela était possible et pertinent.

Compte tenu des caractéristiques du cours de bourse de l'action Schaeffer-Dufour, cette référence a été intégrée à l'analyse à titre secondaire.

Le nombre d'actions Schaeffer-Dufour retenu dans nos calculs est de 798 237.

4.1 Critères et méthodes écartés

4.1.1 Actif net comptable social

L'actif net comptable social est la différence entre le montant des actifs, comptabilisés à leur valeur historique, et l'endettement total. Nous écartons ce critère d'évaluation dans la mesure où il ne prend pas en compte des plus et moins-values latentes que les participations et les valeurs mobilières de placement de la Société sont susceptibles de recéler.

A titre d'information, au 30 juin 2015, l'actif net comptable social, sur la base de 798 237 actions, ressort à 10,24 € par action.

4.1.2 Actualisation et capitalisation de dividendes

Ces méthodes d'évaluation consistent à capitaliser un dividende normatif ou à actualiser les dividendes prévisionnels. Elles pourraient s'envisager pour des sociétés poursuivant une politique de distribution régulière ou soumises à des contraintes réglementaires de distribution, et qui disposent d'une bonne visibilité sur leurs résultats, ce qui n'est pas le cas de Schaeffer-Dufour.

En tout état de cause, il n'existe pas, à notre connaissance, d'estimation fiable du rendement des titres cotés exigé par les actionnaires minoritaires, qui serait établi à partir des dividendes escomptés. Dès lors, le mode d'évaluation le plus usuel pour déterminer la valeur d'une société holding apparaît moins se fonder sur les dividendes que sur la valeur réelles des actifs composant son patrimoine.

4.1.3 Transactions récentes sur le capital

A notre connaissance, la dernière transaction significative intervenue hors marché sur le capital de Schaeffer Dufour est une opération d'apport de titres (299 684 actions de la Société) à HGD Participations réalisée en 2013. La valorisation des apports a été calculée sur la base d'un actif net réévalué au 30 juin 2013 accompagné d'une décote de holding fixant le prix de l'action à 21,80 euros. Pour information, le prix d'Offre présente une prime de 33,03 % sur cette valeur d'apport.

Il convient également de rappeler qu'une offre publique d'achat initiée par HGD Participations visant les actions de la Société a été réalisée en 2011. Le prix proposé était de 24 euros par action Schaeffer-Dufour. A la suite de cette opération, HGD Participations détenait 64,96% du capital de la Société. Pour information, le prix d'Offre présente une prime de 20,83 % par rapport au prix d'offre de l'époque.

4.1.4 Evaluation par les multiples boursiers et les transactions comparables

Ces deux méthodes analogiques n'ont pas été retenues dans la mesure où, ainsi qu'exposé ci-avant, la valeur d'une société holding dépend directement de celle des actifs sous-jacents qu'elle détient. Par nature, s'agissant de sociétés d'investissement diversifié comme Schaeffer-Dufour, la composition du patrimoine est unique. Par conséquent, on ne saurait trouver de sociétés cotées, ou de sociétés ayant fait l'objet de transaction sur leur capital, possédant une structure d'actif comparable.

4.1.5 Evaluation par la méthode DCF

La méthode d'évaluation par les DCF, qui consiste à actualiser les flux futurs de trésorerie au coût moyen pondéré du capital, n'est pas adaptée à l'activité de la Schaeffer-Dufour, société holding gérant un portefeuille d'une multitude de participations minoritaires. Par nature, les revenus générés par ces participations ainsi que la rotation des actifs ne sont pas modélisables.

Toutefois, les actifs liés à l'imprimerie auraient pu faire l'objet d'une évaluation par cette méthode. Cependant, compte tenu de l'incertitude liée à l'environnement économique actuel du secteur, le management n'a pas été mesure d'établir de prévisions financières. Selon nous, les différences constatées entre les projections réalisées en 2011 et relatives aux sociétés d'imprimerie, et les réalisations jusqu'à aujourd'hui, justifie cette position.

4.2 Critères et méthodes retenus

4.2.1 Actif net réévalué

La méthode de l'ANR a été retenue à titre principal dans la mesure où il s'agit de l'approche qui nous semble la plus adaptée pour évaluer une holding d'investissement. La méthodologie adoptée a consisté à réévaluer, quand cela était possible, les actifs de la holding Schaeffer-Dufour, et des sous-holdings Salmon & Cie et Mag 5 SF, à leur valeur réelle en appliquant les

méthodes les plus pertinentes au cas par cas. La valeur de la participation dans Norgafi a été réévaluée dans les comptes de Salmon & Cie.

4.2.1.1 Méthodologie par type d'actif

Les fonds de *private equity*

Les parts de fonds de *private equity* ont été évaluées sur la base de la dernière valeur liquidative publiée pour les participations les plus importantes. La valeur comptable a été retenue pour les autres. Une fiscalité égale au taux de l'impôt sur les sociétés (33,33%) appliqué à 12 % des plus-values latentes a été prise en compte.

Les lignes de participation par entité sont détaillées dans les tableaux ci-dessous :

Schaeffer-Dufour - K€	Valeur comptable au 30/06/2015		Valeur réévaluée au 30/06/2015		
	Valeur brute	Valeur nette	Valeur réévaluée	Fiscalité	Valeur réévaluée nette
Siparex Entrepreneurs 1	101	101	152	(2)	150

Salmon & Cie - K€	Valeur comptable au 30/06/2015		Valeur réévaluée au 30/06/2015		
	Valeur brute	Valeur nette	Valeur réévaluée	Fiscalité	Valeur réévaluée nette
Siparex MidCap I	650	650	1 071	(17)	1 054
Siparex MidMarket II	566	566	843	(11)	832
Siparex Entrepreneurs I	258	258	457	(8)	449
Re-Sources 1	1 329	690	690	-	690
Total	2 802	2 164	3 060	(36)	3 025

Norgafi - K€	Valeur comptable au 30/06/2015		Valeur réévaluée au 30/06/2015		
	Valeur brute	Valeur nette	Valeur réévaluée	Fiscalité	Valeur réévaluée nette
MidMarket III	15 000	14 886	15 131	(10)	15 121
Siparex Associés	6 276	6 276	7 645	(55)	7 591
FCPR Siparex MidCap II - parts A	7 500	7 234	7 375	(6)	7 370
Siparex MidCap 1 - Parts A	847	847	1 428	(23)	1 405
FCPI Nord Ouest Entrepreneurs 4	1 250	1 250	1 250	-	1 250
Siparex MidMarket II - parts A	566	566	843	(11)	832
FCPR Siparex Entrepreneurs I - Parts A	430	430	762	(13)	748
Siparex MidCap 1 -Parts C	6	6	266	(10)	255
Re-Sources	360	180	180	-	180
FCPR MidCap Becquart	86	86	107	(1)	106
Siparex Entrepreneurs II - Parts B	3	3	103	(4)	99
SEP Norgafi MidCap 1	81	81	81	-	81
SEP Norgafi I	36	36	36	(0)	36
FIP Nord Europe PME Parts A	41	8	8	-	8
Total	32 482	31 889	35 214	(133)	35 081

Les titres des sociétés d'imprimerie

L'activité d'imprimerie évolue actuellement dans un contexte difficile et se trouve confrontée à de nombreux défis : arrivée des nouveaux médias numériques, baisse de la demande, concurrence étrangère, enjeux environnementaux, baisse des prix... Les évolutions technologiques sont constantes et les entreprises du secteur procèdent à de continuels ajustements afin de s'adapter à ces mutations.

Dans ce contexte, les entreprises du groupe n'ont pas été en mesure de produire de plans d'affaires. Par conséquent, la méthode d'évaluation par actualisation des flux de trésorerie futurs (approche DCF) n'a pas été retenue.

Ainsi, selon les circonstances, les méthodes mises en œuvre pour l'évaluation des sociétés d'imprimerie sont les suivantes :

- Les holdings Financière FG, Financière La Monsoise, qui portent respectivement 100 % des titres des sociétés Fidélité Graphique et La Monsoise, ainsi que Mag 5 SF, ont été évaluées sur la base de leur actif net réévalué.
- Les titres des sociétés opérationnelles ayant connu une transaction récente sur le capital La Monsoise, Fidélité Graphique, Sopedi et Typoform, sont évalués en retenant le prix de la transaction. Ces valeurs sont confortées par celles issues de l'application d'un multiple d'Ebitda de 4,5x calculé à partir de ceux observés sur un échantillon d'entreprises cotées comparables.
- OnPrint, start-up spécialisée dans le développement d'outils et de logiciels d'aide à l'impression, est encore en cours de développement et non encore rentable. Cette entreprise a fait l'objet d'une augmentation de capital en juin 2015. Par conséquent, nous retenons le prix de cette opération pour valoriser l'entreprise.
- Nord'Imprim est une imprimerie de labeur située à Steenvoorde (59) employant une cinquantaine de salariés. L'entreprise a réalisé un chiffre d'affaires de 10 M€ en 2014 et de 5 M€ au premier semestre 2015 ; elle affiche une marge d'Ebitda de l'ordre de 17 %.

Sa valeur ressort à 2,7 M€, calculée à partir de la moyenne entre la valeur issue de l'application d'un multiple d'Ebitda de 4,5x, et des capitaux propres.

- Impression Directe est une imprimerie offrant des solutions d'impression sur mesure. Outre les services de conseil, d'optimisation de la gestion des imprimés et de la logistique, l'entreprise propose des services innovants comme la personnalisation, le *web-to-print* et la mise à disposition de documents en version multicanal.

La société est actuellement en phase de transformation avec pour objectif de réorienter ses activités vers le numérique.

Dans ce contexte de restructuration nécessitant des investissements importants et en l'absence de visibilité sur les perspectives financières de la société, la valeur retenue correspond à la quote-part dans les capitaux propres au 30 juin 2015.

- En première approche, la société holding Financière Kali qui porte 100 % des participations dans Kali Communication et Ad'ziff, a été évaluée sur la base de son actif net réévalué.

Kali Communication est une imprimerie offset et numérique, connue principalement via Rapid-Flyer, un site d'impression en ligne couvrant l'ensemble des besoins en communication des entreprises et des particuliers. Jusqu'en juillet 2015, Kali Communication détenait 100 % de KaliPrint, une imprimerie dédiée exclusivement aux travaux issus des sites marchands de Kali Communication.

En juillet 2015, Kali Communication a effectué une restructuration de ses activités qui s'est traduite par la cession de 100 % des titres de KaliPrint à l'imprimerie Jean Bernard pour un montant de 2,7 M€, la cession de la branche d'activité numérique petit format à Impression Directe pour un montant de 750 K€, ainsi que la cession de la branche numérique grand format à Ad'ziff pour un montant de 450 K€. A la suite de ces opérations, Kali Communication se concentre exclusivement sur la branche d'activité Web.

L'évaluation Kali Communication a été effectuée par l'application du multiple d'Ebitda à l'agrégat 2014 retenu pour les autres sociétés d'imprimerie du groupe, et en tenant compte de la valeur de cession des titres KaliPrint.

La valeur d'Ad'ziff, société spécialisée dans les services d'impression numérique grand format, correspond à sa valeur nette comptable au 30 juin 2015.

A partir de cette approche, la valeur de la quote-part réévaluée de Financière Kali chez Salmon & Cie s'établit à environ 1 M€, valeur inférieure à celle de sa quote-part de capitaux propres réévaluée sur la base de la valeur des capitaux propres de Kali Communication soit 1,76 M€. En l'absence de provisions sur les titres de participations de Kali Communication dans Financière Kali, nous avons retenu cette dernière valeur qui constitue un élément favorable à l'actionnaire minoritaire.

Les tableaux ci-dessous présentent les valeurs retenues pour les participations dans les sociétés d'imprimeries après application d'une fiscalité (taux de l'impôt sur les sociétés (33,33%) appliquée à 12 % des plus-values latentes pour les titres détenus au moins deux ans, et sur l'intégralité des plus-values latentes pour les titres détenus depuis moins de deux ans) :

Salmon & Cie - K€	Valeur comptable au 30/06/2015		Valeur réévaluée au 30/06/2015		
	Valeur brute	Valeur nette	Valeur réévaluée	Fiscalité	Valeur réévaluée nette
Nord'Imprim	1 677	1 677	2 757	(43)	2 714
MAG 5	1 638	1 638	1 799	(6)	1 792
Impression Directe	452	452	405	-	405
Financière Kali	1 050	1 050	1 759	(28)	1 731
On Print	232	232	232	-	232
Financière FG	811	811	882	(23)	858
Financière la monsoise	600	600	677	(26)	652
Total	6 461	6 461	8 511	(127)	8 384

Mag 5 SF - K€	Valeur comptable au 30/06/2015		Valeur réévaluée au 30/06/2015		
	Valeur brute	Valeur nette	Valeur réévaluée	Fiscalité	Valeur réévaluée nette
Sopedi	998	998	3 091	(84)	3 007
Typofom	4 224	3 224	4 224	(40)	4 184
Total	5 222	4 222	7 315	(124)	7 191

Les valeurs mobilières de placement (VMP)

Les valeurs mobilières de placements ont été évaluées de la façon suivante :

- i) s'agissant de la participation dans Sonepar détenue par Salmon & Cie, sur la base de la valeur par action fixée à dire d'un collège de deux experts agréés auprès des tribunaux à chaque clôture et publiée le 22 mai 2015 ; concernant cet actif, il convient de souligner que, d'une part, les actions qui composent le capital sont obligatoirement nominatives et que leur transmission à un tiers, sous quelque forme que ce soit, est soumise à agrément, et que d'autre part, nous avons reçu la confirmation que la valeur de l'action fixée par les experts s'applique à l'ensemble des transactions y afférent.
- ii) s'agissant des participations dans des sociétés cotées détenues par Schaeffer-Dufour et Salmon & Cie, différentes méthodes ont été retenues en fonction du type de valeur mobilière :
 - a) concernant les SICAV et Fonds communs de placement (FCP), la moyenne 3 mois des valeurs liquidatives au 30 septembre 2015 ;
 - b) concernant les actions françaises et étrangères, la moyenne 3 mois des cours pondérée par les volumes au 30 septembre 2015 ;
 - c) concernant les emprunts obligataires et assimilés, la valeur au 30 septembre 2015 majorée de la proportion des intérêts courus.

Pour moins de 1 % de la valeur des portefeuilles de Schaeffer-Dufour et de Salmon & Cie, les valeurs comptables du 30 juin 2015 ont été reprises faute d'information récente sur ces titres.

Concernant Salmon & Cie, une fiscalité égale au taux d'IS de 33,33 % a été appliquée à l'intégralité de la plus-value latente des VMP. Concernant Schaeffer-Dufour, aucune fiscalité n'a été retenue en considération de reports déficitaires s'élevant à 10,7 M€ (au 31 décembre 2014).

La synthèse des réévaluations des VMP de Schaeffer-Dufour et de Salmon & Cie est présentée dans les tableaux ci-dessous :

Salmon & Cie - K€	Valeur comptable au 30/06/2015		Valeur réévaluée au 30/06/2015		
	Valeur brute	Valeur nette	Valeur réévaluée	Fiscalité	Valeur réévaluée nette
VMP cotées	2 163	2 122	5 844	(1 241)	4 603
VMP non cotée (Sonepar)	1 700	1 700	24 768	(7 689)	17 079
Total	3 863	3 821	30 612	(8 930)	21 682

Schaeffer-Dufour - K€	Valeur comptable au 30/06/2015		Valeur réévaluée au 30/06/2015		
	Valeur brute	Valeur nette	Valeur réévaluée	Fiscalité	Valeur réévaluée nette
VMP	2 568	2 500	3 321	-	3 321

4.2.1.2 Synthèse de l'ANR

Nos travaux conduisent à réévaluer les sous-holdings et Schaeffer-Dufour comme suit :

Mag 5 SF

Mag 5 SF - K€	30/06/15	Valeur réévaluée au 30/06/2015		
	Valeur nette comptable	Brute	Fiscalité	Nette
Sopedi	998	3 091	(84)	3 007
Typofom	3 224	4 224	(40)	4 184
-----	-----	-----	-----	-----
Titres de participations	4 222	7 315	(124)	7 191
Autres actifs	563	563	-	563
Total actifs	4 786	7 878	(124)	7 754
Total dettes	(2 359)	(2 359)	-	(2 359)
Situation nette	2 427	5 519	(124)	5 396
Actif net par action €	467,66	1 063,48		1 039,65

Salmon & Cie

	30/06/15	Valeur réévaluée au 30/06/2015		
Salmon & Cie - K€	Valeur nette comptable	Brute	Fiscalité	Nette
Dubus	0	-	-	-
Norgefi	743	1 735	(40)	1 696
Nord'Imprim	1 677	2 757	(43)	2 714
MAG 5	1 638	1 799	(6)	1 792
Impression Directe	452	405	-	405
Financière Kali	1 050	1 759	(28)	1 731
On Print	232	232	-	232
Financière FG	811	882	(23)	858
Financière la monsoise	600	677	(26)	652
Titres de participations	7 204	10 247	(167)	10 080
Autres titres immobilisé	2 164	3 060	(36)	3 025
VMP	3 821	30 612	(8 930)	21 682
Autres actifs	2 014	2 014	-	2 014
Total actifs	15 202	45 932	(9 133)	36 799
Total dettes	(3 067)	(3 067)	-	(3 067)
Situation nette	12 136	42 866	(9 133)	33 733
Actif net par action €	1 264,14	4 465,17		3 513,83

Schaeffer-Dufour

	30/06/15	Valeur réévaluée au 30/06/2015		
Schaeffer-Dufour - K€	Valeur nette comptable	Brute	Fiscalité	Nette
Salmon & Cie	2 657	17 170	(581)	16 589
Afratex	1 355	1 355	-	1 355
MAG 5 SF	740	810	(3)	807
Novostréa	0	0	-	0
Titres de participations	4 752	19 335	(583)	18 752
Autres titres immobilisé	101	152	(2)	150
VMP	2 500	3 321	-	3 321
Autres actifs	961	961	-	961
Total actifs	8 314	23 769	(585)	23 184
Total dettes	(139)	(139)	-	(139)
Situation nette	8 175	23 630	(585)	23 045
Actif net par action €	10,24	29,60		28,87

Par rapport à la valeur par action calculée par la méthode de l'ANR, le prix d'Offre présente une prime peu significative de 0,45 %.

4.2.1.3 Analyses de sensibilité

Nous avons testé la sensibilité de la valeur de l'action de Schaeffer-Dufour en faisant varier les durées des moyennes de cours de bourse retenues pour la valorisation des actions des SICAV et des FCP.

Il en ressort les valeurs suivantes :

		ANR par action	Prime/(décote)
Cours au 30/09/2015	Moyenne 3 mois	28,87	0,45%
	Moyenne 1 mois	28,67	1,14%
	Cours spot	28,62	1,33%

4.2.2 Actif net consolidé

Conformément aux normes comptables IFRS, les actifs financiers sont comptabilisés suivant la convention de la juste valeur principalement sur la base de la valeur liquidative ou sur la base du cours de bourse à la date d'arrêté des comptes. Ces derniers représentent 78,5 % de l'actif consolidé de la Société. Par conséquent, l'actif net consolidé a été retenu comme une référence pertinente de valorisation.

Schaeffer-Dufour - K€	31-déc.-14	30-juin-15
Immobilisations corporelles et incorporelles	6	6
Titres mis en équivalence	8 532	9 500
Actifs financiers non courants	4 586	4 614
Créances	471	365
Actifs financiers courants	33 905	35 340
<i>dont titres Sonepar</i>	<i>23 667</i>	<i>24 768</i>
Trésorerie et équivalents de trésorerie	853	1 065
Total actif	48 353	50 890
Participations ne donnant pas le contrôle	(15 934)	(15 970)
Impôts différés	(8 608)	(8 924)
Dettes financières	(620)	(1 277)
Dettes fournisseurs	(91)	(136)
Dettes d'impôts courantes	(63)	(482)
Autres créditeurs	(541)	(1 127)
Total dettes	(9 923)	(11 946)
Actif net consolidé	22 496	22 974
Nombre d'actions	798 237	798 237
Actif net consolidé par action en €	28,18	28,78

Par rapport à la valeur par action calculée par la méthode de l'actif net consolidé au 30 juin 2015, le prix d'Offre présente une prime de 0,76 %.

4.2.3 Remarques concernant la décote de holding

De manière générale, les cours de bourse des sociétés holding présentent des décotes par rapport à la valeur de leur actif net réévalué par action. En moyenne, le niveau de ces décotes se situe actuellement à environ 30 %. Ces décotes s'expliquent par divers facteurs dont certains seraient applicables à la Société, notamment :

- une structure de holding d'investissement familial de petite taille ;
- la juxtaposition de sous-holdings ;
- le caractère illiquide de l'action (cf. infra) ;
- le grand nombre et la diversité des actifs détenus ;
- des coûts de structure élevés au regard de la taille de la Société.

Cependant, compte tenu du contexte de l'opération, laquelle devrait conduire selon toute vraisemblance à une procédure de retrait, nous n'appliquons pas de décote et ne retenons aucun coût de structure ; seule la fiscalité est prise en compte lorsque celle-ci est susceptible de s'appliquer.

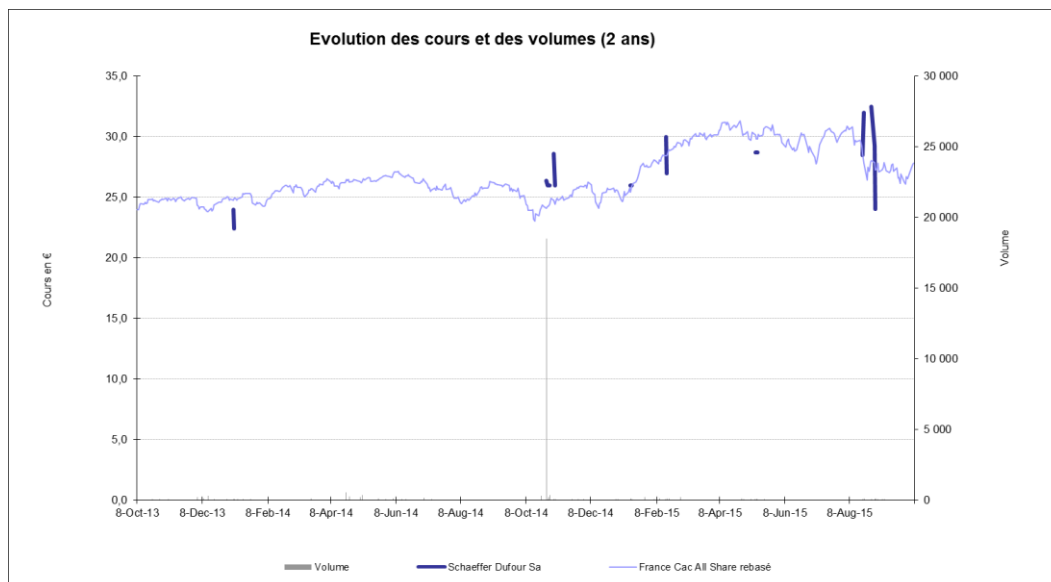
4.3 Critères et méthodes présentés à titre indicatif

4.3.1 Cours de bourse de Schaeffer-Dufour

La Société est cotée depuis 1975 sous le nom des Etablissements Schaeffer & Cie, devenu Schaeffer-Dufour à la suite de la fusion par absorption de la société HGD Dufour par la société des Etablissements Schaeffer & Cie en 1996.

Aujourd'hui, les actions de la Société sont admises aux négociations au compartiment C d'Euronext Paris (FR0000064511-SCDU) et sont cotées au double fixing. La capitalisation boursière ressort de l'ordre de 25 M€ sur la base d'un cours de clôture de 31,9 € relevé le 9 septembre 2015 date depuis laquelle le titre n'a plus fait l'objet d'échange jusqu'à sa suspension. L'action Schaeffer-Dufour n'est intégrée à aucun indice à l'exception du CAC All Shares. Par ailleurs, le titre ne fait l'objet d'aucun suivi par un bureau d'analyse. Il convient de noter que la cotation de l'action a été suspendue le 8 octobre 2015 à la suite du dépôt du projet d'offre publique d'achat visant les actions de la Société.

Le graphique suivant retrace l'évolution du cours de clôture de l'action et de son indice de référence, le CAC All Shares, entre le 8 octobre 2013 et le 7 octobre 2015, veille de l'annonce de l'offre publique d'achat simplifiée initiée par HGD Participations :



Les différentes moyennes du cours de l'action, calculées au 7 octobre 2015, ainsi que le cours de clôture à cette date et les volumes échangés sont résumés dans le tableau ci-après :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Cours moyen pondéré	Volume échangé	Moyenne quotidienne	% capital échangé	% capital échangé (flottant)	Jours de cotation
36 mois	32,50	0,00	25,53	28 547	37	3,6%	26,1%	15,1%
24 mois	32,50	0,00	26,07	24 003	46	3,0%	21,9%	14,0%
12 mois	32,50	0,00	26,45	21 264	82	2,7%	19,4%	16,1%
6 mois	32,50	0,00	28,69	688	5	0,1%	0,6%	12,2%
3 mois	32,50	0,00	29,02	380	6	0,0%	0,3%	12,1%
20 jours de bourse	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Spot	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Source : Thomson Reuters

Ainsi, à l'exception d'un échange de bloc intervenu en octobre 2014 et portant sur 18 494 actions au prix de 26,35 €, il est flagrant que les volumes échangés sont très faibles et que la cotation est erratique. Ces éléments nous conduisent à ne pas considérer le cours de bourse de la Société comme un critère d'évaluation pertinent.

Néanmoins, compte tenu de la nature de l'actionnariat, essentiellement familial, et d'une communication financière réduite (absence de publication de l'ANR), le cours de bourse constitue une indication de valeur pour l'actionnaire minoritaire. Nous ne retenons donc ce critère seulement à titre d'information dans nos travaux.

5. Analyse critique des travaux de la BANQUE

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse du rapport d'évaluation réalisé par Neuflyze OBC en sa qualité de banque présentatrice de l'Offre (ci-après la « Banque »).

La Banque a retenu à titre principal, comme nous-mêmes, une valorisation par l'actif net réévalué et l'actif net consolidé au 30 juin 2015.

Les valeurs centrales auxquelles la Banque et nous-mêmes aboutissons en fonction des méthodes et critères utilisés sont synthétisées dans le tableau ci-dessous :

En € par action	Neuflyze OBC	BM&A
Actif net réévalué	28,84	28,87
Actif net consolidé	28,78	28,78

Les méthodes d'évaluation retenues par la Banque pour valoriser les différents actifs de la Société, les fonds de *private equity*, les sociétés d'imprimeries et les VMP, sont pour l'essentiel identiques à nos propres méthodes.

Les principales divergences sont les suivantes :

- Afin d'évaluer la société Nord'Imprim, la Banque a retenu une moyenne entre la valeur issue d'un DCF et d'un multiple d'Ebitda 2015 de 4,5x. La méthode DCF a été mise en œuvre sur la base d'un plan d'affaires sur la période 2015-2019 établi par la Banque.
- Compte tenu du contexte incertain dans lequel évolue le secteur de l'imprimerie, nous avons choisi de ne pas modéliser de plan d'affaires et d'évaluer Nord'Imprim en effectuant une moyenne des capitaux propres et de la valeur obtenue par l'application des multiples boursiers.
- La Banque a fait le choix de ne pas réévaluer la participation de Financière Kali dans Salmon & Cie. Pour notre part, nous avons retenu la quote-part des capitaux propres.

La Banque n'a pas modélisé de fiscalité sur les plus-values latentes des participations et des VMP de la Société, compte tenu du montant des reports déficitaires de cette dernière. Pour notre part, nous avons appliqué une fiscalité aux seuls titres de participation.

Par ailleurs, la Banque et nous-mêmes avons présenté le cours de bourse de la Société à titre d'information.

En synthèse, les valeurs présentées par la Banque ne diffèrent que très peu de nos propres évaluations.

6. CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Schaeffer-Dufour auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 29 € par action proposé dans le cadre de la présente Offre :

	Valeur en € par action ⁽¹⁾	Primes/(décotes)
<u>Méthodes retenues à titre principal</u>		
Actif Net Réévalué	28,87 €	0,45%
Actif net consolidé	28,78 €	0,76%

⁽¹⁾ Sur une base de 798 237 actions.

Les conclusions de nos travaux résultent de la mise en œuvre d'une méthodologie décrite en détail dans le corps du rapport. Schaeffer-Dufour étant une société holding, sa valorisation a été principalement opérée par la détermination de son Actif Net Réévalué, la méthodologie mise en œuvre ayant consisté dans un premier temps à réévaluer à leur valeur réelle, quand cela était possible, les actifs de la holding Schaeffer-Dufour et des sous-holdings Salmon & Cie, Mag 5 SF et Norgefi en appliquant les méthodes les plus pertinentes au cas par cas. Dans un second temps, la valeur de la participation Norgefi dans les comptes de Salmon & Cie, puis celle de la participation Salmon & Cie et de Mag 5 SF dans les comptes de Schaeffer-Dufour ont été successivement réévaluées pour obtenir l'Actif Net Réévalué de la Société.

Selon nos calculs, après prise en compte de la fiscalité latente sur les titres de participations et les valeurs mobilières de placement, l'Actif Net Réévalué de Schaeffer-Dufour s'établit à 28,87 €. Ainsi, l'Offre extériorise une prime modeste de l'ordre de 0,45 %.

Il y a lieu de faire observer que la valeur ressortant de nos travaux n'est affectée d'aucune décote de holding, seule la composante fiscale de cette dernière étant prise en compte.

Sur la base de ces éléments, notre opinion est que le prix de 29 € proposé dans le cadre d'une offre d'achat simplifiée et d'un retrait obligatoire portant sur les actions de Schaeffer-Dufour, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 29 octobre 2015

BM&A

Pierre Béal

Pascal de Rocquigny

Associés

4. Addendum au rapport de l'expert indépendant

SCHAEFFER-DUFOUR

Addendum à notre rapport d'expertise indépendante émis le 29 octobre 2015

En complément à notre rapport d'expertise indépendante émis le 29 octobre 2015 relatif à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Schaeffer-Dufour (ci-après « Schaeffer-Dufour » ou la « Société »), initiée par la société H.G.D. Participations, nous émettons cette note à la suite de la transmission le 3 novembre 2015 par l'Autorité des marchés financiers (l'AMF) de leurs questions et commentaires, et du courrier d'un actionnaire.

1) S'agissant du courrier de l'actionnaire

En synthèse, le rédacteur du courrier estime que l'offre, qui prévoit un retrait obligatoire ne semble pas pouvoir être déclarée conforme, au motif que le prix proposé :

- prend en compte une fiscalité à taux plein sur la plus-value latente qui serait extériorisée par la cession de la participation dans la société Sonepar, alors que cette cession n'aura probablement jamais lieu ;
- ne tient pas compte de la valeur des déficits reportables de Schaeffer-Dufour.

Afin de préciser les enjeux, nous rappelons que :

- la plus-value latente extériorisée par Sonepar chez Salmon & Cie, société contrôlée à hauteur de 50,9 % par Schaeffer-Dufour, s'élève à 23,1 M€ (pour une valeur réévaluée de 24,8 M€), entraînant un impôt sur les plus-values de 7,7 M€. L'absence de prise en compte de cet impôt conduirait à une valeur par action de l'actif net réévalué de Schaeffer-Dufour de 33,58 € ; le prix proposé de 29 € extériorise donc une décote de 13,6 % par rapport à cette valeur.
 - les déficits reportables de Schaeffer-Dufour s'élèvent à 10,5 M€ en base et sont principalement issus des anciennes activités textiles d'Armentières et alsaciennes de Schaeffer-Dufour et de la cession des activités textiles sud-africaines. Ils ne font l'objet d'aucune activation dans les comptes de la Société.
- a) S'agissant en premier lieu de la valorisation des reports déficitaires, nous rappelons que nous n'avons retenu aucune fiscalité sur les plus-values taxées au taux de droit commun de Schaeffer-Dufour dans nos travaux, soit une incidence de +274 K€ sur l'ANR. D'autre part, leur valorisation impliquerait la possibilité (i) de développer en interne une activité profitable présentant des rendements supérieurs à celle actuelle de gestion de portefeuille ou (ii) d'un rapprochement avec une société possédant des plus-values latentes susceptibles de compenser ces déficits, le rédacteur du courrier évoquant le rapprochement entre la Société et sa filiale à 51 %, Salmon & Cie.

Le développement en interne d'une autre activité profitable n'est actuellement pas envisagé et sa mise en œuvre éventuelle prendrait probablement du temps sans garantie de succès. Ainsi, la solution la plus évidente serait une fusion avec une filiale, ou l'acquisition et la fusion avec une autre société profitable. Outre le fait qu'une fusion avec Salmon & Cie, qui ne peut

être conduite à la seule initiative de la Société, n'est pas envisagée⁴, il nous semble improbable qu'une opération de fusion puisse effacer les déficits reportables : en effet, l'origine des déficits de la Société étant liée à des activités définitivement arrêtées, la législation fiscale précise que :

*« La société absorbante ou bénéficiaire des apports peut, en principe, déduire des résultats postérieurs à la fusion ou à l'apport par application du troisième alinéa du I de l'article 209 du CGI, les déficits qu'elle a elle-même subis antérieurement à cette opération, lorsqu'elle n'a pas changé d'objet, ni d'activité (CE, arrêt du 21 mars 1986, n° 53002). **Il en est autrement si cette société a subi des transformations telles dans sa composition et son activité que, tout en ayant conservé sa personnalité juridique, elle ne puisse plus être regardée comme étant demeurée la même.** Ainsi jugé dans le cas d'une société qui, après avoir abandonné tout mode d'exploitation directe et renoncé ainsi à l'essentiel de son activité, a absorbé une autre société dans des conditions telles que son capital propre ne représentait plus que 5/10 000 du capital de la société résultant de la fusion (CE, arrêt du 29 novembre 1972 n° 81954). Par ailleurs, l'administration serait fondée à contester le report des déficits en invoquant les dispositions de l'article L. 64 du LPF relatives aux abus de droit si, la société absorbante étant déficitaire et la société absorbée bénéficiaire, l'opération de fusion ou assimilée apparaissant comme inspirée par la recherche d'une compensation entre les bénéfices et les pertes respectifs des deux entreprises en vue de faire échapper à l'impôt les bénéfices de la société absorbée ou apporteuse. Ainsi jugé, dans le cas d'une société anonyme A, qui, après avoir cessé son activité, a réduit son capital par imputation d'une partie de ses pertes comptables puis bénéficié, de la part de deux sociétés B et C, dépendant d'un groupe industriel D, de l'apport de deux branches de leurs activités, et, enfin, pris la dénomination de « compagnie E ». À l'issue de ces opérations, 99,50 % du nouveau capital social provenait du groupe D et de l'activité reprise qui, bien que voisine par nature de l'ancienne activité, consistait essentiellement dans la poursuite de l'exploitation des deux secteurs d'activité apportés par les sociétés B et C. Le Conseil d'État a décidé, dans ces conditions, que l'administration avait pu à bon droit, conformément à l'avis émis par le comité consultatif pour la répression des abus de droit (comité de l'abus de droit fiscal) estimer que les apports partiels d'actif susvisés avaient en réalité pour but de dissimuler la création d'une société nouvelle, considérer la compagnie E comme une entreprise distincte de la société A et, par suite, lui refuser le droit de déduire de ses bénéfices les déficits subis antérieurement par cette dernière société (CE, arrêt du 3 février 1971 n° 74352). ⁵».*

- b) Concernant ensuite la prise en compte d'une fiscalité sur les plus-values latentes dégagées par Sonepar, nous rappelons d'abord que l'ensemble des titres détenus par Salmon & Cie et classés en VMP (valeurs mobilières de placement) est taxé au taux de droit commun et non sur la base de la quote-part de frais et charges (régime des plus-values à long terme) comme l'indique le rédacteur du courrier. Il est dans la logique de la méthode de l'ANR d'évaluer les différentes composantes du bilan de la société sur la base de leur valeur liquidative, laquelle entraînerait la taxation des plus-values éventuellement constatées.

Le classement comptable des titres est important puisqu'il conditionne le traitement fiscal. Ainsi, seul le classement en titres de participation ouvre droit à la taxation sur la base de la quote-part de frais et charges. En l'espèce, la participation dans Sonepar ne l'a pas été

4 Information communiquée dans les intentions de l'initiateur, et précisée dans la lettre d'affirmation

5 BOI-IS-DEF-10-10-20141124

historiquement et ce, à juste titre. La loi fiscale prévoit le classement en titres de participation « *ceux dont la possession durable est estimée utile à l'activité de l'entreprise, notamment parce qu'elle permet d'exercer une influence sur la société émettrice des titres ou d'en assurer le contrôle.* ». Si la possession durable ne fait pas de doute, le caractère utile peut être discuté dans le cas d'une activité de portefeuille, et l'influence est, quant à elle, nulle avec moins de 1% du capital contrôlé et aucun représentant au conseil d'administration. Seule une détention d'au moins 10 % du capital permet de présumer que les titres en cause représentent des participations sur le plan comptable. L'option pour le régime mère-fille peut également faire bénéficier du régime de taxation basé sur la quote-part de frais et charges, à condition de détenir les titres depuis plus de deux ans et de posséder au moins 5 % de la fille, ce qui n'est pas le cas de Sonepar. L'atteinte de ce seuil, évoqué par le rédacteur du courrier semble hors de portée de la Société, qui devrait (si ces titres sont disponibles à la vente, ce qui est loin d'être évident) décaisser plus de 280 M€ sur la base du cours actuel fixé par le collège d'experts.

Le rédacteur du courrier justifie le caractère non pertinent de la taxation retenue dans nos travaux par le fait que cette participation n'est pas destinée à être cédée et « *qu'il est peu probable que la participation dans Sonepar ne soit jamais revendue à qui que ce soit* ». Nous pouvons souscrire à cette affirmation, qui reflète le probable état d'esprit des gérants dans un contexte de relations interfamiliales étroites. Si nous avons tiré toutes les conséquences d'un tel constat, il eut dès lors été logique d'évaluer Sonepar, non en fonction de sa valeur liquidative, mais sur la base du rendement qu'elle procure à Salmon & Cie, en mettant en œuvre un DDM (Discounted Dividend Model) qui conduirait à une valeur sensiblement inférieure à celle retenue dans nos travaux. A travers l'approche par le seul ANR, nous estimons donc plutôt avoir retenu la méthode la plus favorable aux actionnaires minoritaires de la Société.

- c) Enfin, le rédacteur du courrier évoque « *une offre en décote du cours de bourse [qui] finit par ajouter un élément supplémentaire de défiance sur le caractère équitable du prix envisagé* ». Nous rappelons à ce sujet la faible portée du cours de bourse et, qu'au-delà du peu d'échanges observés (21 264 titres en 12 mois) et du nombre réduit de jours de cotation (36 sur 261), les transactions réalisées au-dessus de 29 € ont concerné 244 actions soit 1,15 % des échanges, la plupart ayant eu lieu peu avant l'annonce de l'Offre.

2) S'agissant des questions et commentaires de l'AMF

Nous confirmons avoir bien eu accès au dernier rapport annuel d'évaluation de Sonepar établi par deux experts agréés auprès des tribunaux.

Fait à Paris, le 5 novembre 2015,

BM&A

Pierre Béal
Associé

Pascal de Rocquigny
Associé

5. Informations relatives à la Société

5.1. Structure du capital

A la connaissance de la Société, le capital de la Société est réparti, en prenant en compte les Apports visés au paragraphe 1.1.1 ci-dessus, ainsi qu'il est indiqué dans ce même paragraphe.

Il n'existe pas d'autres valeurs mobilières ou droits donnant accès au capital de la Société que les actions visées.

5.2. Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration

Aucune opération n'a été réalisée sur les actions de la Société par la Société elle-même ou, à la connaissance de la Société, par l'un quelconque de ses administrateurs et dirigeants depuis le dépôt du projet d'Offre le 8 octobre 2015.

5.3. Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions

5.3.1. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions

Il n'existe pas de restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote ou aux transferts d'actions de la Société, autres que la privation légale des droits de vote des actions auto-détenues.

5.3.2. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote

Aucun accord entre actionnaires de la Société pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote n'a été porté à la connaissance de la Société.

5.3.3. Clause des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société

A l'exception des opérations d'Apports mentionnées au paragraphe 1.1.1 ci-dessus, aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote n'a été portée à la connaissance de la Société.

5.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Néant, sous réserve des droits de vote double prévus par les statuts.

5.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

5.6. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

Néant.

5.7. Les règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

5.7.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs

Le conseil d'administration de la Société est composé d'au moins 5 personnes et de 12 au plus, nommées par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires à la majorité des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés, pour un mandat d'une durée de 6 ans renouvelable. L'assemblée générale ordinaire des actionnaires peut révoquer tout membre du conseil d'administration à la majorité des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

5.7.2. Règles applicables aux modifications des statuts

L'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la Société ne peut modifier les statuts de la Société que sur proposition du conseil d'administration et à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

5.8. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier l'émission ou le rachat d'actions

Le conseil d'administration détermine les orientations stratégiques de la Société et veille à leur mise en œuvre. Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du conseil qui dépassent l'objet social. Le directeur général est nommé par le conseil d'administration et représente la Société à l'égard des tiers.

L'assemblée générale, ou le conseil d'administration sur délégation de l'assemblée générale, décide l'émission d'actions nouvelles.

La Société ne peut acquérir ses propres actions à titre onéreux qu'à la condition (i) que l'assemblée générale ait autorisé le conseil d'administration à ce faire, (ii) que les réserves disponibles soient au moins égales au prix d'acquisition et (iii) que les actions détenues par la Société ne représentent pas plus de 10 % de son capital émis.

5.9. Accords, contrats, protocoles entre la Société et les administrateurs

5.9.1. Actions et autres valeurs mobilières détenues par les administrateurs

La société Techniphotodétient 763 titres de la Société au nominatif. Monsieur Vincent Dufour détient 281 titres au porteur. Les autres administrateurs bénéficient de prêts de consommation d'actions octroyés par H.G.D. Participations portant sur une vingtaine de titres de la Société pour chacun d'entre eux.

5.9.2. Rémunération et avantages des administrateurs

Les jetons de présence, d'un montant total de 15.000 euros en 2014 et de 15.000 euros en 2013, sont la seule rémunération que la Société a versé à ses administrateurs (en ce compris son président directeur général). Aucun administrateur n'a de contrat de travail avec la Société.

Il est toutefois précisé que la société Techniphot, que contrôle Monsieur Vincent Dufour, président directeur général de la Société, facture des prestations de management, direction et assistance à la Société pour un montant annuel de 50 000 euros (hors taxes).

5.10. Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Néant.

6. Intentions des administrateurs

La société Techniphot et Monsieur Vincent Dufour ont indiqué leur intention d'apporter l'intégralité de leurs titres à l'Offre. Les autres administrateurs de la Société ne détiennent pas d'actions de la Société autres que celles dont ils bénéficient via les prêts de consommation octroyés par H.G.D. Participations.

7. Intentions de la Société relative aux actions d'autocontrôle

Non applicable.

8. Personne assumant la responsabilité de la note d'information en réponse

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

Monsieur Vincent Dufour, Président Directeur Général