

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

**PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT
SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE
PORTANT SUR LES ACTIONS DE LA SOCIETE**



INITIEE PAR



PRESENTEE PAR



BNP PARIBAS
CORPORATE & INSTITUTIONAL BANKING

**PROJET DE NOTE D'INFORMATION CONJOINTE
AUX SOCIETES TOYOTA TSUSHO CORPORATION ET CFAO**

PRIX DE L'OFFRE :

37,50 euros par action CFAO

DUREE DE L'OFFRE :

10 jours de négociation



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

Le présent projet de note d'information conjointe a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 22 novembre 2016, conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-16, 231-18 et 231-19 du règlement général de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

Sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, à l'issue de l'offre publique de retrait faisant l'objet du présent projet de note d'information conjointe, la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier sera mise en œuvre. Les actions CFAO qui n'auront pas été apportées à l'offre publique de retrait seront transférées le jour de négociation suivant la clôture de l'offre publique de retrait à Toyota Tsusho Corporation, moyennant une indemnisation d'un montant égal au prix unitaire de l'offre publique de retrait, soit 37,50 euros par action CFAO, nette de tous frais.

**CETTE OFFRE ET LE PRÉSENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION CONJOINTE
RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE L'AMF**

Le présent projet de note d'information conjointe est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de Toyota Tsusho Corporation (www.toyota-tsusho.com) et de CFAO (www.cfaogroup.com). Des exemplaires du présent projet de note d'information conjointe peuvent être obtenus sans frais auprès de :

Toyota Tsusho Corporation

9-8, Meieki 4-chome
Nakamura-ku
450-8575 Nagoya
Japon

CFAO

18 rue Troyon
92316 Sèvres
France

BNP Paribas

4 rue d'Antin
75002 Paris
France

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les documents contenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Toyota Tsusho Corporation et de CFAO seront déposés auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait, selon les mêmes modalités.

SOMMAIRE

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	1
1.1	Contexte de l'Offre	2
1.1.1	Historique de la participation de TTC dans la Société.....	2
1.1.2	Répartition actuelle du capital social de CFAO.....	3
1.2	Motifs de l'Offre.....	3
1.3	Intentions de TTC pour les douze mois à venir	4
1.3.1	Stratégie et politique industrielle, commerciale et financière.....	4
1.3.2	Orientations en matière d'emploi.....	4
1.3.3	Composition des organes sociaux et de direction de TTC et CFAO	4
1.3.4	Intérêts de l'Offre pour la Société et ses actionnaires.....	6
1.3.5	Synergies envisagées – Gains économiques attendus.....	6
1.3.6	Fusion	6
1.3.7	Politique de distribution des dividendes	6
1.4	Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.....	6
2.	CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE	7
2.1	Termes de l'Offre.....	7
2.2	Nombre et nature des Actions visées par l'Offre	7
2.3	Modalités de l'Offre.....	7
2.4	Situation des titulaires d'Options et des bénéficiaires d'Actions de Performance	8
2.4.1	Situation des titulaires d'Options.....	8
2.4.2	Situation des bénéficiaires d'Actions de Performance	9
2.5	Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait	9
2.6	Retrait Obligatoire, radiation d'Euronext Paris et désinscription	10
2.7	Calendrier indicatif de l'Offre	10
2.8	Financement et coûts de l'Offre.....	11
2.8.1	Frais liés à l'Offre	11
2.8.2	Mode de financement de l'Offre.....	12
2.9	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	12
2.10	Régime fiscal de l'Offre en France.....	13
2.10.1 ..	Personnes physiques résidentes fiscales en France détenant des Actions dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations	13
2.10.2 ..	Personnes morales assujetties en France à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun.....	17
2.10.3 ..	Actionnaires non-résidents fiscaux en France	18
2.10.4 ..	Autres actionnaires	18
3.	INFORMATIONS RELATIVES A CFAO	18
3.1	Structure du capital social de CFAO	18
3.2	Restrictions à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions.....	19
3.2.1	Obligation de déclaration des franchissements de seuils et identification des actionnaires.....	19
3.2.2	Transfert d'Actions	19
3.2.3	Accords prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5 % du capital social ou des droits de vote de CFAO (article 233-11 du Code de commerce)	19
3.3	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titre.....	19

3.4	.....	Liste des détenteurs d'Actions comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	19
3.5	.....	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	19
3.6	.....	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'Actions et à l'exercice des droits de vote.....	19
3.7	.....	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire de la Société ainsi qu'à la modification des statuts	20
	3.7.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire de la Société.....	20
	3.7.2	Règles applicables aux modifications des statuts de la Société	20
3.8	.....	Pouvoirs du directoire de la Société en particulier en matière d'émission ou de rachat d'Actions	20
3.9	.....	Accords conclus par la Société modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société	21
3.10	.....	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil de surveillance et du directoire de la Société ou les salariés de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	22
4.	.....	ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE	23
	4.1	 Synthèse – Détermination du prix de l'Offre.....	23
	4.2	 Méthodes d'évaluation.....	23
	4.2.1	Méthodes d'évaluation retenues	24
	4.2.2	Méthodes retenues à titre illustratif uniquement.....	24
	4.2.3	Méthodes non retenues	25
	4.2.4	Transactions précédentes sur les Actions	25
	4.3	 Données financières servant de base à l'évaluation.....	26
	4.3.1	Plan d'affaires – considérations générales.....	26
	4.3.2	Plan d'affaires – vision détaillée par division.....	27
	4.3.3	Nombre total d'actions sur une base diluée	29
	4.3.4	Valeur d'entreprise et ajustement de valeur des capitaux propres.....	29
	4.4	 Description des méthodes d'évaluation retenues	30
	4.4.1	Actualisation des flux de trésorerie futurs	30
	4.4.2	Analyse du cours de l'action.....	31
	4.5	 Méthodes retenues à titre illustratif uniquement.....	31
	4.5.1	Multiples de sociétés cotées comparables.....	31
5.	.....	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT (ARTICLE 261-1 DU REGLEMENT GENERAL DE L'AMF).....	35
6.	.....	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE.....	36
7.	.....	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DU PUBLIC DES INFORMATIONS RELATIVES A TTC ET CFAO.....	39
8.	.....	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION CONJOINTE.....	39
	8.1	 Pour l'établissement présentateur	39
	8.2	 Pour l'Initiateur	39
	8.3	 Pour la Société	40

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Toyota Tsusho Corporation, société de droit japonais, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nagoya sous le numéro 1800-01-031731, dont le siège social est situé 9-8, Meieki 4-chome, Nakamura-Ku, Nagoya 450-8575, Japon (« **TTC** » ou l'« **Initiateur** »), dont les actions sont admises aux négociations sur les bourses de Tokyo et de Nagoya (*Tokyo Stock Exchange* et *Nagoya Stock Exchange*), propose de manière irrévocable aux actionnaires de CFAO, société anonyme au capital de 10 459 512 euros au 31 octobre 2016, divisé en 62 757 065 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,17 euro (arrondie) chacune, dont le siège social est situé 18 rue Troyon, 92316 Sèvres, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro B 552 056 152 (« **CFAO** » ou la « **Société** »), d'acquérir, dans le cadre de la présente offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** » et ensemble avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** »), la totalité des actions de la Société admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000060501, mnémonique « CFAO » (les « **Actions** »), au prix unitaire de 37,50 euros par Action.

A la date du présent projet de note d'information conjointe, TTC détient directement 61 495 653 Actions représentant 97,99 % du capital social et des droits de vote théoriques de CFAO, sur la base d'un nombre total de 62 757 065 Actions et droits de vote de CFAO calculé conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

L'Offre vise la totalité des Actions non détenues par l'Initiateur (à l'exclusion des Actions auto-détenues par la Société), soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du présent projet de note d'information conjointe, 1 223 135 Actions, représentant 1,95 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société.

Les Actions de Performance (tel que ce terme est défini à la section 2.4.2 du présent projet de note d'information conjointe) et les Actions résultant de l'exercice des Options (tel que ce terme est défini à la section 2.4.1 du présent projet de note d'information conjointe) sont visées par l'Offre comme suit : (i) les Actions de Performance et les Actions résultant de l'exercice des Options qui ne sont pas soumises à une période de conservation pourront être apportées à l'Offre Publique de Retrait, selon les modalités prévues à la section 2.5 du présent projet de note d'information conjointe et (ii) les Actions de Performance et les Actions résultant de l'exercice des Options qui sont soumises à une période de conservation ne pourront pas être apportées à l'Offre Publique de Retrait, compte tenu de l'obligation de conservation qui s'impose à leurs bénéficiaires, mais feront l'objet du Retrait Obligatoire qui suivra l'Offre Publique de Retrait, conformément aux dispositions des articles 237-1 et 237-10 du règlement général de l'AMF.

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

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les Actions qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à TTC moyennant une indemnisation d'un montant égal au prix unitaire de l'Offre Publique de Retrait, soit 37,50 euros par Action, nette de tous frais.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.1 Contexte de l'Offre

1.1.1 Historique de la participation de TTC dans la Société

Le 25 juillet 2012, TTC a conclu un contrat d'acquisition d'actions avec Kering (anciennement PPR) et sa filiale, Discodis, en vertu duquel TTC a fait l'acquisition le 2 août 2012 de 18 334 706 Actions détenues par Discodis, représentant à cette date 29,80 % du capital social de CFAO, au prix de 37,50 euros par Action.

A la suite de l'acquisition de ce bloc initial d'Actions, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank et Rothschild & Cie Banque, agissant en qualité d'établissements présentateurs, ont déposé auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur, le 14 septembre 2012, une offre publique d'achat volontaire visant les Actions qui n'étaient pas détenues par TTC à cette date, au prix de 37,50 euros par Action (l'« **Offre Publique d'Achat** »). Le 16 octobre 2012, l'AMF a apposé le visa n° 12-493 sur le projet de note d'information de TTC relatif à l'Offre Publique d'Achat et le visa n° 12-494 sur le projet de note en réponse de CFAO relatif à l'Offre Publique d'Achat.

L'Offre Publique d'Achat a été ouverte du 19 octobre 2012 au 23 novembre 2012 (inclus), et a été réouverte du 4 décembre 2012 au 17 décembre 2012 (inclus). Dans le cadre de cette offre, TTC a acquis 41 842 703 Actions.

A l'issue de l'Offre Publique d'Achat, TTC détenait 60 177 409 Actions représentant 97,81 % du capital social et des droits de vote de CFAO.

Entre le 18 septembre 2015 et la date du présent projet de note d'information conjointe, TTC a acquis 309 107 Actions dans le cadre de la mise en œuvre du contrat de liquidité couvrant les Options et les Actions de Performance (le « **Contrat de Liquidité** »), dont les principales caractéristiques sont décrites en pages 115 et suivantes du document de référence 2015 de la Société déposé auprès de l'AMF le 19 avril 2016 sous le numéro D. 16-0366 et disponible sur les sites Internet de la Société (www.cfaogroup.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) (le « **Document de Référence de CFAO** »). En particulier, au cours des douze derniers mois, TTC a respectivement acquis 103 278 et 48 353 Actions les 9 septembre et 4 octobre 2016, à chaque fois au prix de 28,88 euros par Action, à la suite de l'exercice par certains employés de CFAO de leur option de vente prévue par le Contrat de Liquidité.

A la date du présent projet de note d'information conjointe, TTC détient directement 61 495 653 Actions représentant 97,99 % du capital social et des droits de vote théoriques de CFAO, sur la base d'un nombre total de 62 757 065 Actions et droits de vote de CFAO calculé conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF. A la date du présent projet de note d'information conjointe, TTC ne détient pas, directement ou indirectement (à l'exclusion des Actions auto-détenues par la Société), seul ou de concert, d'autres titres de CFAO.

1.1.2 Répartition actuelle du capital social de CFAO

A la connaissance de l'Initiateur, et sur la base des informations communiquées par la Société, le capital social et les droits de vote de CFAO étaient répartis comme suit au 31 octobre 2016 :

Actionnaires	Situation en capital sur la base des Actions en circulation au 31 octobre 2016		Situation en droits de vote THEORIQUES sur la base des Actions en circulation au 31 octobre 2016 ⁽¹⁾		Situation en droits de vote EXERCABLES EN AG sur la base des Actions en circulation au 31 octobre 2016 ⁽²⁾	
	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre total de droits de vote	% de droits de vote	Nombre total de droits de vote	% de droits de vote
TTC	61 495 653	97,99 %	61 495 653	97,99 %	61 495 653	98,05 %
Dirigeants et mandataires sociaux de CFAO ⁽³⁾	3 642	0,01 %	3 642	0,01 %	3 642	0,01 %
Actions auto-détenues ⁽⁴⁾	38 277	0,06 %	38 277	0,06 %	—	—
Salariés du groupe CFAO ⁽⁵⁾	14 510	0,02 %	14 510	0,02 %	14 510	0,02 %
Flottant	1 204 983	1,92 %	1 204 983	1,92 %	1 204 983	1,92 %
Total	62 757 065	100%	62 757 065	100%	62 718 405	100%

(1) Droits de vote théoriques calculés conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF. Le nombre de droits de vote théoriques est calculé en tenant compte des Actions détenues par la Société et ses filiales, qui sont privées de droit de vote.

(2) Le nombre de droits de vote exerçables en assemblée générale des actionnaires est calculé en ne tenant pas compte des Actions privées de droit de vote.

(3) Y compris les Actions de Performance et les Actions résultant de l'exercice des Options qui sont soumises à une période de conservation spécifique. Pour des informations complémentaires, voir les sections 2.4 et 3.7 du présent projet de note d'information conjointe.

(4) Les Actions détenues par CFAO sont privées de droits de vote en application du droit français aussi longtemps qu'elles sont auto-détenues.

(5) Actions de Performance octroyées aux salariés du groupe CFAO (à l'exclusion des membres du directoire de CFAO) et qui sont couvertes par le Contrat de Liquidité. Pour des informations complémentaires, voir la section 2.4.2 du présent projet de note d'information conjointe.

1.2 Motifs de l'Offre

TTC détenant plus de 95 % du capital social et des droits de vote de CFAO, TTC a déposé auprès de l'AMF, conformément aux dispositions des articles 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, un projet d'offre publique de retrait qui sera immédiatement suivie d'un retrait obligatoire visant la totalité des Actions non encore détenues par l'Initiateur et qui n'auront pas été présentées à l'offre publique de retrait.

L'Offre est réalisée dans le but de consolider la participation de TTC dans CFAO et d'acquérir 100 % de CFAO afin qu'elle devienne la société tête de pont des activités du groupe TTC en Afrique.

La mise en œuvre du Retrait Obligatoire permettra à CFAO de se libérer de ses obligations réglementaires et administratives liées à l'admission aux négociations de ses Actions sur Euronext Paris et dès lors, de réduire les coûts qui y sont associés.

Les actionnaires minoritaires obtiendront une liquidité immédiate et intégrale de leurs Actions.

L'Initiateur a mandaté BNP Paribas afin de procéder à une évaluation des Actions, dont une synthèse est reproduite à la section 4 du présent projet de note d'information conjointe.

Par ailleurs, en application des dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, CFAO a désigné le cabinet Ricol Lasteyrie, représenté par Mme Sonia Bonnet-Bernard et M. Alban

Eyssette, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») chargé d'apprécier les conditions financières de l'Offre. Le rapport de l'Expert Indépendant (le « **Rapport de l'Expert Indépendant** »), qui conclut au caractère équitable, d'un point de vue financier, du prix et du montant de l'indemnisation offerts aux actionnaires de CFAO dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire, est intégralement reproduit à la section 5 du présent projet de note d'information conjointe.

1.3 Intentions de TTC pour les douze mois à venir

1.3.1 Stratégie et politique industrielle, commerciale et financière

L'Initiateur a pour objectif d'accélérer son développement en Afrique et pour ce faire, que CFAO soit la société tête de pont des activités du groupe TTC dans cette région.

1.3.2 Orientations en matière d'emploi

Cette opération n'entraîne aucun changement de contrôle et s'inscrit dans une logique de poursuite du développement de l'activité et de continuité dans la gestion des ressources humaines de la Société.

L'Initiateur n'anticipe donc pas d'incidence particulière de cette opération sur la politique poursuivie par CFAO en matière d'emploi et de politique salariale.

1.3.3 Composition des organes sociaux et de direction de TTC et CFAO

1.3.3.1 Organes sociaux et de direction de TTC

La direction de l'Initiateur est assurée par un conseil d'administration (*board of directors*), lui-même supervisé et conseillé par cinq contrôleurs (*corporate auditors*) qui ont pour mission de contrôler la régularité de la gestion ainsi que l'opportunité et l'efficacité des actes de gestion. Les contrôleurs n'ont pas le pouvoir de s'immiscer dans la gestion de l'Initiateur.

Le conseil d'administration de TTC est composé de seize membres.

A la date du présent projet de note d'information conjointe, le conseil d'administration de TTC est composé des membres suivants :

- M. Satoshi Ozawa, *chairman* ;
- M. Jun Karube, *president* et *CEO* ;
- M. Mikio Asano, *executive vice-president* et *chief information officer* ;
- M. Yasuhiko Yokoi, *executive vice-president* ;
- M. Kuniaki Yamagiwa, *executive vice-president* ;
- M. Soichiro Matsudaira *senior managing director* et directeur de la division Chimie & Electronique (*Chief Division Officer of Chemicals & Electronics Division*);
- M. Takashi Hattori, *senior managing director* et directeur régional pour la région Pan-Afrique (*chief regional officer for Pan-Africa*);
- M. Yuichi Oi, *senior managing director* et directeur de la division production mondiale & logistique (*chief division officer of global parts & logistics division*) ;
- M. Yoshiki Miura, *senior managing director* et directeur de la division alimentation & services aux consommateurs (*chief division officer of food & consumer services division*) ;

- M. Hideki Yanase, *managing director* et directeur de la division administrative (*chief division officer of administrative division*) ;
- M. Toshiro Hidaka, *managing director* et directeur de la division biens d'équipement, énergie & projet (*chief division officer of machinery, energy & project division*) ;
- M. Minoru Murata, *managing director* et directeur de la division métaux (*chief division officer of metals division*) ;
- M. Ichiro Kashitani, *managing director* et directeur de la division automobile (*chief division officer of automotive division*) ;
- M. Jiro Takahashi, administrateur externe (*outside director*) ;
- Mme Yoriko Kawaguchi, administrateur externe (*outside director*) ; et
- Mme Kumi Fujisawa, administrateur externe (*outside director*).

A la date du présent projet de note d'information conjointe, le *President* et *CEO* de TTC est M. Jun Karube.

Le conseil de surveillance et d'audit (*audit & supervisory board*) de TTC est composé de cinq membres.

A la date du présent projet de note d'information conjointe, le conseil de surveillance et d'audit (*audit & supervisory board*) est composé des membres (contrôleurs) suivants :

- Yoshihiro Shiji, contrôleur (*corporate auditor*) ;
- Yasushi Shiozaki, contrôleur (*corporate auditor*) ;
- Tetsuro Toyoda, contrôleur externe (*external corporate auditor*) ;
- Kazunori Tajima, contrôleur externe (*external corporate auditor*) ; et
- Yuichiro Kuwano, contrôleur externe (*external corporate auditor*).

Il n'est pas prévu que la composition des organes sociaux et de direction soit modifiée à la suite de l'Offre.

1.3.3.2 Organes sociaux et de direction de CFAO

Le conseil de surveillance de CFAO est composé de huit membres.

A la date du présent projet de note d'information conjointe, le conseil de surveillance de CFAO est composé des membres suivants:

- M. Pierre Guénant, président du conseil de surveillance ;
- Mme Sylvie Rucar, vice-président ;
- Mme Nathalie Delapalme ;
- M. Takashi Hattori ;
- Mme Corinne Le Goff ;
- M. Momar Nguer ;
- M. Jean-Charles Pauze ; et
- M. Yasuhiko Yokoi.

Le directoire de CFAO est composé de quatre membres.

A la date du présent projet de note d'information conjointe, le directoire de CFAO est composé des membres suivants:

- M. Richard Bielle, président du directoire ;
- M. Toshimitsu Imai, vice-président ;
- M. Olivier Marzloff ; et
- M. Alain Pécheur.

L'Initiateur se réserve la possibilité, après la clôture de l'Offre, de simplifier la structure actuelle de gouvernement d'entreprise de CFAO en remplaçant la structure duale (conseil de surveillance et directoire) par une structure moniste (conseil d'administration) afin de simplifier les processus de décision opérationnelle.

1.3.4 Intérêts de l'Offre pour la Société et ses actionnaires

L'Offre permettra aux actionnaires minoritaires de CFAO d'obtenir une liquidité immédiate et intégrale de leurs Actions.

Du fait de la radiation des Actions d'Euronext Paris, l'Offre permettra à CFAO de se libérer des obligations réglementaires et administratives liées à l'admission aux négociations de ses Actions sur Euronext Paris et dès lors, de réduire les coûts qui y sont associés ; étant rappelé que les actions de l'Initiateur sont elles-mêmes admises aux négociations sur les bourses de Tokyo et de Nagoya.

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre sont précisés à la section 4 du présent projet de note d'information conjointe.

1.3.5 Synergies envisagées – Gains économiques attendus

A l'exception de l'économie de coûts liée à la radiation des Actions d'Euronext Paris dans le cadre du Retrait Obligatoire, l'Initiateur et la Société n'anticipent aucune synergie significative de coûts ni de revenus résultant de l'Offre, dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable à la date du présent projet de note d'information conjointe.

En revanche, des synergies pourraient, le cas échéant, bénéficier à moyen terme à l'Initiateur en raison de l'accélération de son développement en Afrique à travers CFAO.

1.3.6 Fusion

A la date du présent projet de note d'information conjointe, il n'est pas envisagé de procéder à la fusion de la Société avec l'Initiateur.

1.3.7 Politique de distribution des dividendes

La politique de distribution des dividendes de la Société continuera à être déterminée par les organes sociaux de la Société en fonction des capacités distributives, de la situation financière et des besoins financiers de la Société.

1.4 Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

En dehors du Contrat de Liquidité, il n'existe, à la connaissance de l'Initiateur, aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

2.1 Termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, BNP Paribas, agissant en qualité d'établissement présentateur pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 22 novembre 2016 auprès de l'AMF le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique de retrait qui sera immédiatement suivie d'un retrait obligatoire visant la totalité des Actions non encore détenues par l'Initiateur et qui n'auront pas été présentées à l'offre publique de retrait.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de CFAO toutes les Actions visées par l'Offre qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait, au prix de 37,50 euros par Action, pendant une période de dix jours de négociation.

Les Actions qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre Publique de Retrait, moyennant une indemnisation d'un montant égal au prix unitaire de l'Offre Publique de Retrait, soit 37,50 euros par Action, nette de tous frais.

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

2.2 Nombre et nature des Actions visées par l'Offre

A la date du présent projet de note d'information conjointe, TTC détient directement 61 495 653 Actions représentant 97,99 % du capital social et des droits de vote théoriques de CFAO, sur la base d'un nombre total de 62 757 065 Actions et droits de vote de CFAO calculé conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF. A la date du présent projet de note d'information conjointe, TTC ne détient pas, directement ou indirectement (à l'exclusion des Actions auto-détenues par la Société), seul ou de concert, d'autres titres de CFAO.

L'Offre vise la totalité des Actions non détenues par l'Initiateur (à l'exclusion des Actions auto-détenues par la Société), soit, à la connaissance de l'Initiateur, à la date du présent projet de note d'information conjointe, 1 223 135 Actions, représentant 1,95 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société.

Les Actions de Performance et les Actions résultant de l'exercice des Options sont visées par l'Offre comme suit : (i) les Actions de Performance et les Actions résultant de l'exercice des Options qui ne sont pas soumises à une période de conservation pourront être apportées à l'Offre Publique de Retrait, selon les modalités prévues à la section 2.5 du présent projet de note d'information conjointe et (ii) les Actions de Performance et les Actions résultant de l'exercice des Options qui sont soumises à une période de conservation ne pourront pas être apportées à l'Offre Publique de Retrait, compte tenu de l'obligation de conservation qui s'impose à leurs bénéficiaires, mais feront l'objet du Retrait Obligatoire qui suivra l'Offre Publique de Retrait, conformément aux dispositions des articles 237-1 et 237-10 du règlement général de l'AMF.

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

2.3 Modalités de l'Offre

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 22 novembre 2016. Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le présent projet de note d'information conjointe est tenu gratuitement à la disposition du public aux sièges sociaux de l'Initiateur et de la Société, et auprès de BNP Paribas, et a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.toyota-tsusho.com) et de CFAO (www.cfaogroup.com).

Conformément aux dispositions des articles 231-16 III et 231-17 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse conjoint relatif aux principaux éléments du présent projet de note d'information conjointe sera diffusé par l'Initiateur et la Société, le 22 novembre 2016, selon les modalités prévues par l'article 221-3 du règlement général de l'AMF et mis en ligne sur leurs sites Internet respectifs (www.toyota-tsusho.com pour l'Initiateur et www.cfaogroup.com pour la Société).

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

L'AMF publiera sur son site Internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité motivée emportant visa du présent projet de note d'information conjointe, après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables.

La note d'information conjointe ainsi visée par l'AMF et le document « autres informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur seront, conformément aux dispositions des articles 231-16, 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenus gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, au siège social de l'Initiateur et auprès de BNP Paribas. Ils seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de l'Initiateur (www.toyota-tsusho.com).

La note d'information conjointe ainsi visée par l'AMF et le document « autres informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux dispositions des articles 231-16, 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenus gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, au siège social de la Société. Ils seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.cfaogroup.com).

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse conjoint précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé par l'Initiateur et la Société selon les modalités prévues par l'article 221-3 du règlement général de l'AMF, au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la déclaration de conformité de l'AMF s'agissant de la note d'information conjointe, et au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait s'agissant des documents « autres informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis annonçant le calendrier et les principales caractéristiques de l'Offre Publique de Retrait, ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, notamment la date de sa prise d'effet.

2.4 Situation des titulaires d'Options et des bénéficiaires d'Actions de Performance

2.4.1 Situation des titulaires d'Options

La Société a procédé à l'attribution d'options de souscription d'actions (les « **Options** ») dans le cadre d'un plan approuvé par l'assemblée générale de ses actionnaires qui s'est tenue le 16 novembre 2009, et dont les principales caractéristiques sont décrites en page 114 du Document de Référence de CFAO.

A la connaissance de l'Initiateur, toutes les Options ont été exercées à la date du présent projet de note d'information conjointe et les Actions résultant de leur exercice pourront être apportées à l'Offre Publique de Retrait, selon les modalités prévues à la section 2.5 du présent projet de note d'information conjointe ; sous réserve, cependant, des 284 Actions résultant de l'exercice des Options détenues par un dirigeant mandataire social de CFAO et soumises à une période de conservation spécifique (en application du plan d'Options et de la décision du conseil de surveillance de la Société en date du 27 mars 2014) qui, de ce fait, ne pourront être apportées à l'Offre Publique de Retrait mais seront soumises au Retrait Obligatoire qui interviendra à la suite de l'Offre Publique de Retrait, conformément aux dispositions des articles 237-1 et 237-10 du règlement général de l'AMF.

2.4.2 Situation des bénéficiaires d'Actions de Performance

En 2011 et 2012, la Société a procédé à l'attribution gratuite d'actions de performance (les « **Actions de Performance** ») dans le cadre de plans d'attribution, dont les principales caractéristiques sont détaillées en pages 115 et suivantes du Document de Référence de CFAO.

A la date du présent projet de note d'information conjointe, toutes les Actions de Performance ont été acquises et ne sont pas soumises à la période de conservation complémentaire de deux ans (à l'exception de certaines Actions de Performance détenues par les dirigeants mandataires sociaux de CFAO qui sont soumises à une période de conservation spécifique en application du plan d'attribution des Actions de Performance, la « **Période de Conservation Spécifique** »).

A la connaissance de l'Initiateur, au 31 octobre 2016, il y avait 15 418 Actions de Performance acquises en circulation, dont :

- 908 qui sont soumises à la Période de Conservation Spécifique – ces Actions de Performance ne pourront pas être apportées à l'Offre Publique de Retrait, mais seront soumises au Retrait Obligatoire qui interviendra à la suite de l'Offre Publique de Retrait, conformément aux dispositions des articles 237-1 et 237-10 du règlement général de l'AMF ; et
- 14 510 qui sont couvertes par le Contrat de Liquidité – l'Initiateur n'a pas l'intention d'exercer son option d'achat portant sur ces Actions de Performance et, par conséquent, ces Actions de Performance pourront être apportées à l'Offre Publique de Retrait suivant les modalités prévues à la section 2.5 du présent projet de note d'information conjointe (sous réserve qu'elles ne soient pas soumises à la Période de Conservation Spécifique, sinon ces Actions de Performance feront l'objet du Retrait Obligatoire qui interviendra à la suite de l'Offre Publique de Retrait).

2.5 Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant une période de dix jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 236-7 du règlement général de l'AMF.

L'Offre Publique de Retrait s'effectuera par le biais d'acquisitions sur le marché, le règlement-livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, dans un délai de deux jours de négociation après chaque exécution d'ordre. Les frais de négociation (à savoir les frais de courtage et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires, étant précisé que l'indemnisation versée dans le cadre du Retrait Obligatoire sera nette de tous frais. Le membre du marché agissant pour le compte de l'Initiateur est Exane BNP Paribas.

Les Actions apportées à l'Offre Publique de Retrait doivent être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement et autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit et restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit de refuser toute Action apportée à l'Offre qui ne répondrait pas à cette exigence.

Les actionnaires de la Société dont les Actions sont détenues auprès d'un intermédiaire financier (établissements de crédit, entreprises d'investissement, etc.) et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait, dans les conditions exposées dans le présent projet de note d'information conjointe, devront remettre à l'intermédiaire financier un ordre de vente irrévocable de leurs Actions, conformément au modèle qui sera remis à leur disposition par cet intermédiaire, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre Publique de Retrait.

Les actionnaires de la Société dont les Actions sont inscrites sous la forme nominative devront préalablement les convertir au porteur pour pouvoir les présenter à l'Offre Publique de Retrait. En conséquence, afin d'apporter leurs Actions à l'Offre, les actionnaires de la Société devront demander, dans les plus brefs délais, au teneur de compte titre nominatif de la Société, CACEIS Corporate Trust, l'inscription de leurs Actions sous la forme au porteur chez un intermédiaire habilité.

2.6 Retrait Obligatoire, radiation d'Euronext Paris et désinscription

Conformément aux dispositions des articles 237-1 et 237-10 du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les Actions qui n'ont pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur (quel que soit le pays de résidence du détenteur desdites Actions) le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre Publique de Retrait, moyennant une indemnisation d'un montant égal au prix unitaire de l'Offre Publique de Retrait, soit 37,50 euros par Action, nette de tous frais.

Un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par l'Initiateur dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société en application de l'article 237-3 du règlement général de l'AMF.

Le montant de l'indemnisation sera versé, net de tous frais, le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre Publique de Retrait, sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de BNP Paribas Securities Services, agissant en qualité de centralisateur des opérations d'indemnisation. Après la clôture des comptes affiliés, BNP Paribas Securities Services, sur présentation des attestations de solde délivrées par Euroclear France, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation, à charge pour ces derniers de créditer les comptes des actionnaires de CFAO concernés de l'indemnité leur revenant.

Conformément à l'article 237-6 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés, correspondant à l'indemnisation des Actions dont les ayants droit sont restés inconnus, seront conservés par BNP Paribas Securities pendant une période dix ans à compter de la date du Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'Etat.

Les Actions seront radiées du marché réglementé d'Euronext Paris le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre Publique de Retrait, date à laquelle le Retrait Obligatoire sera mis en œuvre.

2.7 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les caractéristiques et le calendrier de l'Offre Publique de Retrait, ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire et notamment sa date de prise d'effet.

Un calendrier indicatif est communiqué ci-dessous :

- | | |
|------------------|---|
| 22 novembre 2016 | <ul style="list-style-type: none">■ Dépôt du projet d'Offre et du présent projet de note d'information conjointe auprès de l'AMF■ Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.toyota-tsusho.com) et de la Société (www.cfaogroup.com) du présent projet de note d'information conjointe■ Diffusion par l'Initiateur et la Société d'un communiqué de presse conjoint relatif au dépôt du projet d'Offre |
| 13 décembre 2016 | <ul style="list-style-type: none">■ Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information conjointe■ Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.toyota-tsusho.com) et de la Société (www.cfaogroup.com) de la note d'information conjointe visée par l'AMF |
| 14 décembre 2016 | <ul style="list-style-type: none">■ Dépôt des documents « autres informations » de l'Initiateur et de la Société auprès de l'AMF■ Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.toyota-tsusho.com) et de la Société (www.cfaogroup.com) des documents « autres informations »■ Diffusion par l'Initiateur et la Société d'un communiqué de presse conjoint de mise à disposition de la note d'information conjointe visée par l'AMF et des documents « autres informations » |
| 15 décembre 2016 | <ul style="list-style-type: none">■ Ouverture de l'Offre Publique de Retrait |
| 29 décembre 2016 | <ul style="list-style-type: none">■ Clôture de l'Offre Publique de Retrait |
| 30 décembre 2016 | <ul style="list-style-type: none">■ Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre Publique de Retrait |
| 30 décembre 2016 | <ul style="list-style-type: none">■ Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des Actions du marché réglementé d'Euronext Paris |

2.8 Financement et coûts de l'Offre

2.8.1 Frais liés à l'Offre

Le montant global des frais, coûts et dépenses exposés par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, y compris les commissions, honoraires et autres frais de conseils externes, financiers, juridiques et comptables ainsi que de tous autres experts et consultants, et les frais de communication, est estimé à environ [●] euros, hors taxes.

2.8.2 Mode de financement de l'Offre

L'acquisition de la totalité des Actions visées par l'Offre représentera, sur la base du prix de l'Offre de 37,50 euros par Action, un montant maximum (hors frais et dépenses liés à l'opération) de 45 867 562,50 euros.

L'Offre sera intégralement financée grâce aux fonds propres de l'Initiateur (et/ou d'autres sources de financement disponibles).

2.9 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

Le présent projet de note d'information conjointe n'est pas destiné à être diffusé dans un pays autre que la France.

L'Offre ne fait l'objet d'aucun contrôle et/ou d'aucune autorisation d'une quelconque autorité de régulation à l'étranger, et aucune action ne sera prise à cet égard. Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent pas participer à l'Offre Publique de Retrait, sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet. La participation à l'Offre Publique de Retrait et la distribution du présent projet de note d'information conjointe peuvent faire l'objet de restrictions hors de France. L'Offre Publique de Retrait ne s'adresse pas directement ou indirectement aux personnes soumises à de telles restrictions. Les personnes en possession du présent projet de note d'information conjointe doivent respecter les restrictions en vigueur dans leur pays. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables.

L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

Le présent projet de note d'information conjointe ainsi que les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre ou d'acquérir des instruments financiers négociables ou une sollicitation d'une telle offre dans un quelconque pays où une telle offre ou sollicitation serait illégale ou adressée à une personne à laquelle une telle offre ou sollicitation ne pourrait être valablement faite. Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France peuvent apporter leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait uniquement si les lois auxquelles ils sont soumis le leur permettent.

Le présent projet de note d'information conjointe ainsi que les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une extension de l'Offre aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas proposée directement ou indirectement aux Etats-Unis à des personnes résidentes aux Etats-Unis ou à des "*US persons*" (au sens de la *Regulation S* en application du *US Securities Act* de 1933 tel que modifié), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou de commerce (incluant de manière non limitative la transmission par fax, téléphone et par courrier électronique) aux Etats-Unis, ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis. Par conséquent, aucun exemplaire du présent projet de note d'information conjointe, aucun autre document lié au présent projet de note d'information conjointe ou relatif à l'Offre ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué ou diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis sous quelque forme que ce soit. Aucun actionnaire de la Société ne pourra apporter ses Actions à l'Offre, s'il n'est pas en mesure de déclarer : (i) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis une copie du présent projet de note d'information conjointe, ou de tout autre document relatif l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunication ou d'autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis en relation avec l'Offre, (iii) qu'il n'était pas aux Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou communiqué l'ordre de transfert de ses Actions, et (iv) qu'il n'est ni mandataire ni représentant agissant pour le compte d'une autre personne qui lui aurait

communiqué des instructions en dehors des Etats-Unis. Les intermédiaires habilités n'auront pas le droit d'accepter d'ordre de transfert d'Actions qui ne respecteraient pas les dispositions précitées (sous réserve d'une autorisation ou d'un ordre contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier). Pour les besoins du présent paragraphe, on entend par « Etats-Unis » les Etats-Unis d'Amérique, ses territoires et possessions, ou l'un quelconque de ses états, ainsi que le district de Columbia.

2.10 Régime fiscal de l'Offre en France

En l'état actuel de la législation française, le régime fiscal applicable aux actionnaires de la Société qui céderont ces Actions dans le cadre de l'Offre est décrit ci-après.

L'attention des actionnaires de la Société qui participeront à l'Offre est toutefois attirée sur le fait que ces informations ne constituent qu'un simple résumé du régime fiscal en vigueur n'ayant pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer à un actionnaire de CFAO, et qu'il convient d'étudier leur situation particulière avec leur conseiller fiscal habituel. Ce résumé est fondé sur les dispositions légales françaises actuellement en vigueur. Il est ainsi susceptible d'être affecté par d'éventuelles modifications des règles fiscales françaises (assorties, le cas échéant, d'un effet rétroactif) et de leur interprétation par l'administration fiscale française ainsi que par les tribunaux français.

Les actionnaires de la Société qui ne sont pas résidents français doivent en outre se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence, en tenant compte, le cas échéant, de l'application d'une convention fiscale conclue entre la France et cet Etat.

2.10.1 Personnes physiques résidentes fiscales en France détenant des Actions dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations

Les personnes physiques qui réalisent des opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations ou qui ont inscrit leurs Actions à l'actif de leur bilan commercial sont invitées à s'assurer du traitement fiscal susceptible de leur être applicable auprès de leur conseiller fiscal habituel.

2.10.1.1 Régime de droit commun

(a) Impôt sur le revenu des personnes physiques

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants, 158-6 *bis* et 200 A du code général des impôts (« CGI ») applicables notamment aux cessions de valeurs mobilières et de droits sociaux, les gains nets de cession des Actions réalisés par des personnes physiques soumises aux dispositions de la présente section, déterminés par différence entre le prix proposé dans le cadre de l'Offre net des frais et taxes acquittés par le cédant et le prix de revient fiscal des Actions chez le cédant, sont pris en compte pour la détermination du revenu net global et soumis dès le premier euro au barème progressif de l'impôt sur le revenu, après application d'un abattement pour durée de détention prévu à l'article 150-0 D du CGI, égal à :

- 50 % de leur montant lorsque les Actions sont détenues depuis au moins deux ans et moins de huit ans, à la date de la cession ; et
- 65 % de leur montant lorsque les Actions sont détenues depuis au moins huit ans à la date de leur cession.

Pour l'application de cet abattement, la durée de détention est, sauf cas particuliers, décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des Actions.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D 11° du CGI, commenté au BOI-RPPM-PVBMI-20-10-40 n° 10, daté du 11 avril 2016, les moins-values éventuellement subies lors de la cession des Actions dans le cadre de l'Offre ne sont imputables que sur les plus-values de même nature réalisées au cours de la même année ou des dix années suivantes (aucune imputation sur le revenu global n'est possible). Le transfert d'Actions dans le cadre de l'Offre aura pour effet de mettre fin à un éventuel sursis ou report d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures au titre des mêmes Actions.

Les personnes disposant de moins-values nettes reportables ou réalisant une moins-value dans la cadre de l'Offre, de même que les personnes qui auraient pu bénéficier dans le cadre d'opérations antérieures d'un sursis ou report d'imposition au titre de leurs Actions sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal afin de déterminer les règles qui leur sont applicables.

(b) Prélèvements sociaux

Les plus-values de cession d'Actions, avant application de l'abattement pour durée de détention énoncé ci-avant, seront également soumises aux prélèvements sociaux au taux global de 15,5 %, répartis comme suit :

- contribution sociale généralisée (CSG) au taux de 8,2 % ;
- prélèvement social au taux de 4,5 % ;
- contribution additionnelle au prélèvement social au taux de 0,3 % ;
- prélèvement de solidarité au taux de 2 % ; et
- contribution pour le remboursement de la dette sociale (CRDS) au taux de 0,5 %.

Hormis la CSG, déductible à hauteur de 5,1 % du revenu imposable de l'année de son paiement, ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles du revenu imposable.

(c) Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus

En vertu de l'article 223 *sexies* du CGI, les contribuables passibles de l'impôt sur le revenu sont redevables d'une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus assise sur le revenu fiscal de référence du foyer fiscal tel que défini au 1° du IV de l'article 1417 du CGI, sans qu'il soit fait application des règles de quotient définies à l'article 163-0 A du CGI, lorsque ce dernier excède certaines limites.

Cette contribution est calculée en appliquant un taux de :

- 3 % à la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 250 000 et 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 500 000 et 1 000 000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune ;
- 4 % à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 1 000 000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

Le revenu fiscal de référence visé comprend notamment les gains nets de cession de valeurs mobilières réalisés par les contribuables concernés, avant application de l'abattement pour durée de détention.

2.10.1.2 Personnes physiques résidentes fiscales en France détenant des Actions dans un plan d'épargne en actions (« PEA »)

Les Actions peuvent être détenues dans le cadre d'un PEA. Les personnes qui détiennent des Actions dans le cadre d'un PEA pourront participer à l'Offre.

Un PEA ouvre droit, sous certaines conditions, (i) pendant la durée du PEA, à une exonération totale ou partielle d'impôt sur le revenu à raison des produits et des plus-values générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, sous réserve notamment que ces produits et plus-values demeurent investis dans le PEA et (ii) au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA, y compris du fait d'un retrait partiel intervenant après cinq ans et avant huit ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du PEA. Ce gain net reste néanmoins soumis aux prélèvements sociaux décrits à la section 2.10.1.1(b) du présent projet de note d'information conjointe, étant toutefois précisé que le taux global de ces prélèvements sociaux est susceptible de varier (entre 0 % et 15,5 %) selon la date à laquelle ce gain a été acquis ou constaté.

Les moins-values constatées dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre. Toutefois, en cas (i) de clôture anticipée du PEA avant l'expiration de la cinquième année à compter de son ouverture, ou (ii) sous certaines conditions, de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année à compter de l'ouverture du plan, les moins-values constatées le cas échéant à cette occasion sont imputables sur les gains de même nature réalisés au cours de la même année ou des dix années suivantes.

Le transfert, dans le cadre de l'Offre, d'Actions détenues dans le cadre d'un PEA, ne devrait pas constituer un retrait du PEA, pour autant que les produits tirés de ce transfert soient versés sur le compte espèces du PEA.

Il est recommandé aux personnes physiques détenant des Actions dans le cadre d'un PEA de s'informer auprès de leur conseil fiscal habituel du régime fiscal applicable à leur situation.

2.10.1.3 Résidents fiscaux en France porteurs d'Actions acquises suite à la levée d'Options CFAO

En cas de transfert d'Actions acquises à la suite de la levée d'Options attribués avant le 28 septembre 2012 (mais après le 26 avril 2000) qui ne sont pas soumises à une période de conservation spécifique telle que décrite à la section 2.4.1 du présent projet de note d'information conjointe, le gain d'acquisition réalisé lors de l'exercice des Options (qui est égal à la différence entre (i) le premier cours coté de l'Action au jour de l'exercice de l'Option et (ii) le prix d'exercice de l'Option, majoré le cas échéant de la fraction du rabais imposée à la date de levée de l'Option dans la catégorie des traitements et salaires) sera soumis :

- si les Actions provenant de l'exercice des Options sont conservées sous la forme nominative et ne sont pas cédées ni converties au porteur avant l'expiration d'un délai de quatre ans à compter de l'attribution des Options, sauf option du bénéficiaire pour l'application du barème progressif de l'impôt sur le revenu dans la catégorie des traitements et salaires, à l'impôt sur le revenu, dans les conditions prévues par l'article 150-0 A du CGI au taux de 30 % pour la fraction du gain d'acquisition qui n'excède pas 152 500 euros et 41 % au-delà (ces taux étant réduits respectivement à 18 % et 30 % si les Actions concernées revêtent la forme nominative et demeurent indisponibles sans être données en location pendant un délai au moins égal à deux ans à compter de la date d'achèvement du délai de quatre ans mentionné ci-dessus).

En outre, le gain d'acquisition sera également soumis aux prélèvements sociaux en tant que revenu du patrimoine et à la contribution salariale prévue à l'article L. 137-14 du Code de la

sécurité sociale (exigible lors de la cession d'actions résultant de l'exercice d'Options consenties à compter du 16 octobre 2007) ;

- dans le cas contraire (transfert, dans le cadre de l'Offre, avant l'expiration du délai de quatre ans visé ci-dessus, d'Actions acquises dans le cadre d'un plan d'Option), le gain d'acquisition sera imposé dans la catégorie des traitements et salaires et sera assujéti comme tel aux cotisations et prélèvements sociaux.

Par ailleurs, le gain de cession éventuellement réalisé au titre de l'apport des Actions susvisées à l'Offre, égal à la différence entre, d'une part, le prix de l'Offre, et d'autre part, le premier cours coté desdites Actions au jour de l'exercice de l'Option, sera soumis au régime fiscal de droit commun des plus-values réalisées par des personnes physiques, avec éventuel bénéfice de l'abattement pour durée de détention, et application des prélèvements sociaux au taux global de 15,5 %, tel que décrit ci-avant aux sections 2.10.1.1(a) et 2.10.1.1(b) du présent projet de note d'information conjointe.

Les gains d'acquisition et de cession mentionnés ci-dessus sont pris en compte dans le calcul du revenu fiscal de référence sur lequel est, le cas échéant, assise la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus décrite à la section 2.10.1.1(c) du présent projet de note d'information conjointe.

Les porteurs d'Actions, souscrites ou acquises dans le cadre d'un plan d'Options qui apporteraient leurs Actions à l'Offre pour un prix inférieur à leur valeur réelle à la date de levée des Options et le dirigeant mandataire social de CFAO qui détient des Options soumises à une période de conservation spécifique telle que décrite à la section 2.4.1 du présent projet de note d'information conjointe, sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour déterminer le régime fiscal qui leur est applicable.

2.10.1.4 Résidents fiscaux en France porteurs d'Actions acquises dans le cadre de plans d'Actions de Performance

En cas de transfert d'Actions acquises dans le cadre de plans d'Actions de Performance attribuées avant le 28 septembre 2012, qui ne sont pas soumises à la Période de Conservation Spécifique telle que décrite à la section 2.4.2 du présent projet de note d'information conjointe, le gain d'acquisition (qui est égal à la valeur de l'Action au jour de son acquisition définitive) sera soumis, sauf option du bénéficiaire pour l'application du barème progressif de l'impôt sur le revenu dans la catégorie des traitements et salaires, si les Actions demeurent indisponibles sans être données en location pendant une durée minimale de deux ans à compter de l'attribution définitive des Actions, à l'impôt sur le revenu, au taux de 30 %. En outre, le gain d'acquisition sera également soumis aux prélèvements sociaux sur les revenus du patrimoine et à la contribution salariale prévue à l'article L. 137-14 du Code de la sécurité sociale (exigible lors de la cession d'actions résultant de l'attribution d'actions gratuites consenties à compter du 16 octobre 2007).

Par ailleurs, le gain de cession éventuellement réalisé au titre du transfert des Actions susvisées dans le cadre de l'Offre, égal à la différence entre, d'une part, le prix de l'Offre, et d'autre part, le premier cours coté desdites Actions au jour de l'attribution définitive, sera soumis au régime fiscal de droit commun des plus-values réalisées par des personnes physiques conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants du CGI, avec éventuel bénéfice de l'abattement pour durée de détention, et application des prélèvements sociaux au taux global de 15,5 %, tel que décrit ci-dessus aux sections 2.10.1.1(a) et 2.10.1.1(b) du présent projet de note d'information conjointe.

Les gains de cession ou d'acquisition mentionnés ci-dessus sont pris en compte dans le calcul du revenu fiscal de référence sur lequel est, le cas échéant, assise la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus décrite à la section 2.10.1.1(c) du présent projet de note d'information conjointe.

Les porteurs d'Actions acquises dans le cadre de plans d'Actions de Performance qui se trouveraient dans une autre situation que celles décrites dans la présente section, notamment les dirigeants mandataires sociaux de CFAO qui détiennent des Actions de Performance soumises à la Période de

Conservation Spécifique telle décrite à la section 2.4.2 du présent projet de note d'information conjointe, sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel.

2.10.2 Personnes morales assujetties en France à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun

Le traitement fiscal décrit ci-dessous s'applique uniquement aux personnes morales qui sont assujetties en France à l'impôt sur les sociétés et qui détiennent des Actions qui ne sont pas rattachées à un établissement stable ou une base fixe dans un autre Etat.

2.10.2.1 Régime de droit commun

Les plus-values réalisées à l'occasion de l'apport des Actions à l'Offre sont en principe comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun (actuellement 33⅓ %) majoré, le cas échéant, (i) de la contribution sociale de 3,3 % (article 235 ter ZC du CGI) calculée sur le montant de l'impôt sur les sociétés dû diminué d'un abattement qui ne peut excéder 763 000 euros par période de douze mois, et (ii) éventuellement, pour les redevables de l'impôt sur les sociétés réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 250 000 000 euros, d'une contribution exceptionnelle égale à 10,7 % de l'impôt sur les sociétés dû tel que déterminé avant imputation des réductions, crédits d'impôts et des créances fiscales de toute nature, afférent aux exercices clos jusqu'au 30 décembre 2016 (article 235 *ter* ZAA du CGI).

Cependant, les sociétés dont le chiffre d'affaires (hors taxes) est inférieur à 7 630 000 euros, et dont le capital social, entièrement libéré, a été détenu de façon continue à hauteur de 75 % au moins pendant l'exercice fiscal en question par des personnes physiques ou par des sociétés remplissant elles-mêmes ces conditions, bénéficient d'une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés à 15 % dans la limite d'un bénéfice imposable de 38 120 euros pour une période de douze mois, et sont également exonérées des contributions additionnelles de 3,3 % et 10,7 %.

En cas de moins-values constatées à l'occasion de la cession des Actions dans le cadre de l'Offre, ces moins-values viendront, en principe, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun.

Il est en outre précisé que l'apport des Actions à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires de la Société dans le cadre d'opérations antérieures. Les actionnaires personnes morales soumis à l'impôt sur les sociétés susceptibles d'être concernés par ces dispositifs sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel.

2.10.2.2 Régime spécial des plus-values à long terme au regard des actions

Conformément aux dispositions de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession d'actions pouvant entrer dans la catégorie fiscale et comptable des titres de participation et détenues depuis au moins deux ans sont exonérées d'impôt sur les sociétés moyennant la réintégration, dans les résultats imposables à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun majoré le cas échéant des contributions additionnelles mentionnées ci-avant à la section 2.10.2.1 du présent projet de note d'information conjointe, d'une quote-part de frais et charges égale à 12 % du montant brut des plus-values réalisées.

Constituent des titres de participation pour l'application de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI (a) les actions revêtant ce caractère sur le plan comptable, (b) les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que (c) les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères (tel que défini aux articles 145 et 216 du CGI) si ces titres sont inscrits en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, à l'exception des titres de

sociétés à prépondérance immobilière et des titres de sociétés établies dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

Les conditions d'utilisation et de report des moins-values à long terme obéissent à des règles spécifiques et les contribuables sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel.

2.10.3 Actionnaires non-résidents fiscaux en France

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, les plus-values réalisées à l'occasion de cessions d'Actions par les personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4 B du CGI, ou dont le siège social est situé hors de France, sont généralement exonérées d'impôt en France, sous réserve (i) que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou une base fixe soumis à l'impôt en France, (ii) que les droits détenus, directement ou indirectement, par le cédant avec son conjoint, leurs ascendants ou leurs descendants, dans les bénéfices sociaux de la société dont les titres sont cédés n'aient pas, à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la cession, dépassé ensemble 25 % de ces bénéfices (articles 244 *bis* B et C du CGI), (iii) que les titres cédés n'aient pas été acquis en vertu de dispositifs d'intéressement des employés et mandataires sociaux (par exemple, un plan d'option de souscription d'actions, un plan d'actions de performance ou un plan d'acquisition d'actions) et (iv) que le cédant ne soit pas domicilié, établi ou constitué dans un Etat ou territoire non-coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

Sous réserve des conventions fiscales applicables, la plus-value de cession desdites Actions sera le cas échéant imposable en France au taux forfaitaire de 75 %, et ce quel que soit le pourcentage des droits détenus par le cédant, lorsque ce dernier est domicilié, établi ou constitué hors de France dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI. La liste des Etats ou territoires non-coopératifs est publiée par arrêté ministériel et mise à jour annuellement.

Les personnes qui ne rempliraient pas les conditions de l'exonération sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel. En tout état de cause, les actionnaires non-résidents fiscaux français sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel afin notamment de prendre en considération le régime d'imposition applicable dans leur pays de résidence fiscale.

2.10.4 Autres actionnaires

Il est recommandé aux actionnaires de la Société soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables détenant des Actions dont les opérations sur les valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs Actions à l'actif de leur bilan commercial, de contacter leur conseil fiscal habituel pour s'informer du régime fiscal applicable à leur situation dans le cadre de l'Offre.

3. INFORMATIONS RELATIVES A CFAO

3.1 Structure du capital social de CFAO

Au 31 octobre 2016, et à la connaissance de la Société, le capital social de la Société s'élevait à 10 459 512 euros, divisé en 62 757 065 actions ordinaires ayant une valeur nominale de 0,17 euro (arrondie) chacune, entièrement libérées, toutes de même catégorie.

3.2 Restrictions à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions

3.2.1 Obligation de déclaration des franchissements de seuils et identification des actionnaires

Les statuts de la Société prévoient que tout actionnaire venant à détenir directement ou indirectement un nombre d'Actions ou de droits de vote représentant 3 % du capital social ou des droits de vote de la Société, puis toute tranche supplémentaire de 0,5 % y compris au-delà des seuils de déclaration légaux, doit en informer la Société dans les quatre jours du franchissement de seuil. L'obligation d'information de la Société s'applique également lorsque le franchissements de seuil est à la baisse. Une description plus détaillée du dispositif prévu par les dispositions statutaires relatives aux obligations de déclaration des franchissements de seuils figure en pages 263 et suivantes du Document de Référence de CFAO.

3.2.2 Transfert d'Actions

Aucune restriction statutaire, autre que les dispositions relatives aux obligations susmentionnées de déclaration des franchissements de seuils, n'est applicable à l'exercice des droits de vote ou au transfert d'Actions.

3.2.3 Accords prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5 % du capital social ou des droits de vote de CFAO (article 233-11 du Code de commerce)

A la connaissance de la Société, il n'existe pas, à l'exception du Contrat de Liquidité, d'accords prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5 % du capital social ou des droits de vote de la Société en application de l'article 233-11 du Code de commerce.

3.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titre

A la connaissance de la Société, au 31 octobre 2016, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis ainsi qu'il est exposé à la section 1.1.2 du présent projet de note d'information conjointe.

La Société n'a pas reçu de déclaration de franchissement de seuils depuis la clôture de l'Offre Publique d'Achat réouverte.

3.4 Liste des détenteurs d'Actions comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Néant.

3.5 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.

3.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'Actions et à l'exercice des droits de vote

A la connaissance de la Société, à la date du présent projet de note d'information conjointe, il n'existe pas, à l'exception du Contrat de Liquidité, d'accords entre actionnaires de la Société pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'Actions ou à l'exercice des droits de vote.

3.7 **Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire de la Société ainsi qu'à la modification des statuts**

3.7.1 **Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire de la Société**

Le directoire de la Société est composé de deux membres au moins et de sept membres au plus nommés par le conseil de surveillance, qui confère à l'un d'eux la qualité de président.

Nul ne peut être nommé membre du directoire de la Société s'il est âgé de plus de soixante-dix ans. Tout membre du directoire en fonction venant à dépasser cet âge est réputé démissionnaire d'office, sauf accord du conseil de surveillance pour mener son mandat à terme. Pendant la durée de son mandat, tout membre du directoire doit être propriétaire d'au moins cent cinquante Actions nominatives au plus tard à l'issue d'une période de trois mois suivant sa nomination.

Le directoire de la Société est nommé pour un mandat d'une durée de trois ans. En cas de vacance à raison d'un décès, de la démission ou de la révocation de l'un des membres du directoire, le conseil de surveillance peut procéder au remplacement du poste vacant dans les conditions prévues par la loi.

Les membres du directoire peuvent être révoqués par l'assemblée générale des actionnaires ainsi que par le conseil de surveillance de la Société.

3.7.2 **Règles applicables aux modifications des statuts de la Société**

Aucune clause statutaire ne prévoit des dispositions différentes de celles prévues par la loi en matière de modification des statuts.

3.8 **Pouvoirs du directoire de la Société en particulier en matière d'émission ou de rachat d'Actions**

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont attribués par la loi et les statuts, le directoire de la Société dispose de délégations en matière d'émission ou de rachat d'Actions qui lui ont été conférées lors des assemblées générales annuelles des actionnaires de la Société réunies les 12 juin 2015 et 17 juin 2016, et dont le détail est présenté ci-après :

NATURE	MONTANT MAX. AUTORISE	DUREE
Emission de titres		
Délégation de compétence donnée au directoire pour décider l'augmentation du capital social de la Société par émission (avec maintien du droit préférentiel de souscription) d'actions ordinaires de la Société et/ou de valeurs mobilières donnant accès à d'autres titres de capital de la Société à émettre et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créances (Assemblée générale des actionnaires 2015 – 14 ^{ème} résolution)	4 millions d'euros de nominal ⁽¹⁾	26 mois (12 août 2017)
Délégation de compétence donnée au directoire pour décider de l'augmentation du capital social de la Société par émission (sans droit préférentiel de souscription et par voie d'offre au public) d'actions ordinaires de la Société et/ou de valeurs mobilières donnant accès à d'autres titres de capital de la Société à émettre et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance (Assemblée générale des actionnaires 2015 – 15 ^{ème} résolution)	2 millions d'euros de nominal ⁽²⁾	26 mois (12 août 2017)
Délégation de compétence donnée au directoire de la Société pour décider l'augmentation du capital social de la Société par émission (sans droit préférentiel de souscription) d'actions ordinaires de la Société et/ou de valeurs mobilières donnant accès à d'autres titres de capital de la Société et/ou donnant le droit à l'attribution de titres de créance par placement privé visé à l'article L. 411-2, II du Code monétaire et financier (Assemblée générale des actionnaires 2015 – 16 ^{ème} résolution)	2 millions d'euros de nominal ⁽²⁾⁽³⁾	26 mois (12 août 2017)
Délégation de pouvoirs donnée au directoire à l'effet d'augmenter le capital social de la Société en vue de rémunérer les apports en nature consentis à la Société et constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital (Assemblée générale des actionnaires 2015 – 17 ^{ème} résolution)	10 % du capital social	26 mois (12 août 2017)

NATURE	MONTANT MAX. AUTORISE	DUREE
Délégation de compétence donnée au directoire à l'effet d'augmenter le capital social de la Société avec suppression du droit préférentiel de souscription dans la limite de 10% du capital social par an (Assemblée générale des actionnaires 2015 – 18 ^{ème} résolution)	10 % du capital social par an ⁽¹⁾	26 mois (12 août 2017)
Délégation de compétence donnée au directoire à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription (Assemblée générale des actionnaires 2015 – 19 ^{ème} résolution)	15 % de l'émission initiale ⁽¹⁾	26 mois (12 août 2017)
Délégation de compétence donnée au directoire à l'effet d'augmenter le capital social de la Société par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres sommes dont la capitalisation serait admise (Assemblée générale des actionnaires 2015 – 20 ^{ème} résolution)	2 millions d'euros ⁽¹⁾	26 mois (12 août 2017)
Délégation de compétence donnée au directoire à l'effet d'opérer sur les actions de la Société pour un prix maximum d'achat de 42 euros (hors frais et commissions), dans la limite de 10% du capital social (Assemblée générale des actionnaires 2016 – 15 ^{ème} résolution)	240 millions d'euros 10 % du capital social	18 mois (17 décembre 2018)
Délégation de compétence donnée au directoire à l'effet de réduire le capital social de la Société par annulation des Actions auto-détenues, dans la limite de 10% du capital social de la société par périodes de 24 mois (Assemblée générale des actionnaires 2016 – 16 ^{ème} résolution)	10 % du capital social par période de 24 mois	18 mois (17 décembre 2018)
Emissions réservées aux salariés et aux mandataires sociaux		
Délégation de compétence donnée au directoire pour décider de l'augmentation du capital social de la Société par émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre réservées aux adhérents de plans d'épargne avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de ces derniers (Assemblée générale des actionnaires 2015 – 21 ^{ème} résolution)	3 % du capital social au jour de la décision du directoire ⁽¹⁾	26 mois (12 août 2017)
Délégation de compétence donnée au directoire à l'effet de consentir des options de souscription ou d'achat d'actions au profit des membres du personnel salarié et/ou des mandataires sociaux du groupe CFAO ou de certains d'entre eux, emportant renonciation des actionnaires à leur droit préférentiel de souscription (Assemblée générale des actionnaires 2015 – 23 ^{ème} résolution)	0,5 % du capital social au jour de la décision d'émission du directoire ⁽¹⁾	38 mois (12 août 2018)
Délégation de compétence donnée au directoire à l'effet de décider de l'augmentation de capital social par émission de bons de souscription et/ou d'acquisitions remboursables (BSAAR) au bénéfice d'une catégorie de bénéficiaires constituée de salariés et/ou de mandataires sociaux du groupe CFAO, avec suppression du droit préférentiel de souscription (Assemblée générale des actionnaires 2015 – 24 ^{ème} résolution)	0,5 % du capital social au jour de la décision d'émission du directoire ⁽¹⁾	26 mois (12 août 2017)
Délégation de compétence donnée au directoire à l'effet de procéder à des attributions gratuites d'actions existantes ou à émettre, au profit des membres du personnel salarié et/ou des mandataires sociaux du groupe ou de certains d'entre eux emportant renonciation à leur droit préférentiel de souscription par les actionnaires (Assemblée générale des actionnaires 2016 – 17 ^{ème} résolution)	0,5 % du capital social au jour de la décision du directoire ⁽¹⁾⁽²⁾	12 août 2017

- (1) Le montant nominal maximum des augmentations du capital social susceptibles d'être réalisées en vertu (i) de la 14^{ème} à la 24^{ème} résolutions de l'assemblée générale annuelle des actionnaires en date du 12 juin 2015 (à l'exception de la 17^{ème} résolution – apports en nature) et (ii) de la 17^{ème} résolution de l'assemblée générale annuelle des actionnaires en date du 17 juin 2016, est fixé à quatre millions d'euros.
- (2) Le montant nominal d'augmentation de capital de deux millions d'euros fixé à la 15^{ème} résolution de l'assemblée générale annuelle des actionnaires en date du 12 juin 2015 s'impute sur le plafond global d'augmentation de capital de quatre millions d'euros fixé à la 14^{ème} résolution de cette assemblée générale.
- (3) Le montant nominal d'augmentation de capital de deux millions d'euros fixé à la 16^{ème} résolution de l'assemblée générale des actionnaires en date du 12 juin 2015 s'impute sur le sous-plafond de deux millions d'euros fixé à la 15^{ème} résolution de cette assemblée générale.

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

L'Offre n'entraîne aucun changement de contrôle de la Société.

3.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil de surveillance et du directoire de la Société ou les salariés de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

A la suite du renouvellement du mandat de membre et de président du directoire de M. Richard Bielle pour une nouvelle période de trois ans par le conseil de surveillance de la Société le 2 octobre 2015, le conseil de surveillance de la Société a décidé de maintenir pour M. Richard Bielle le droit à une indemnité en cas de cessation de ses fonctions de président du directoire après le 31 décembre 2016 (que ce soit en cas de révocation ou non-renouvellement de son mandat par le conseil de surveillance de la Société, excepté pour départ en retraite).

Cette indemnité de départ est soumise aux conditions de performance cumulatives décrites en pages 116 et suivantes du Document de Référence de CFAO, dont la réalisation sera constatée par le conseil de surveillance de la Société. Si M. Richard Bielle ne remplit pas ces conditions de performance, aucune indemnité ne lui sera versée. Le montant de cette indemnité est plafonné à 1,5 fois la dernière rémunération annuelle brute cible de M. Richard Bielle en tant que président du directoire de la Société, à la date de son départ de la Société.

La décision du conseil de surveillance relative à l'indemnité de départ de M. Richard Bielle a été approuvée lors de l'assemblée générale annuelle des actionnaires de la Société qui s'est tenue le 17 juin 2016.

4. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE

Les travaux d'évaluation présentés ci-dessous ont été préparés par BNP Paribas, agissant en tant qu'établissement présentateur de l'Offre pour le compte de l'Initiateur, conformément aux méthodes usuelles d'évaluation, et sur la base (i) d'informations publiques disponibles sur la Société et son secteur d'activité, (ii) du plan d'affaires préparé par la Société et extrapolé par BNP Paribas sur la base d'informations fournies par la direction de la Société et validé par celle-ci, ainsi que (iii) des informations complémentaires communiquées par la Société.

Il n'entrait pas dans la mission de BNP Paribas de vérifier ces informations ni de contrôler ou d'évaluer les actifs et les passifs de la Société.

4.1 Synthèse – Détermination du prix de l'Offre

Le prix offert par l'Initiateur s'élève à 37,50 euros par Action.

Sur la base des travaux de valorisation présentés ci-après, le prix de l'Offre fait apparaître les primes suivantes :

Critères	Valeur des capitaux propres par action (€)			Fourchette de prime offerte par action (%)		
	Valeur min.	Val. centrale	Valeur max	Valeur min.	Val. centrale	Valeur max
<u>Cours de l'action</u>						
Dernier cours avant annonce de l'Offre		34,6			8,5%	
Moyenne 1 mois pondérée par les volumes	34,0	34,7	35,0	10,3%	7,9%	7,1%
Moyenne 3 mois pondérée par les volumes	32,5	34,3	35,0	15,4%	9,5%	7,1%
Moyenne 6 mois pondérée par les volumes	32,5	34,0	35,0	15,4%	10,3%	7,1%
Moyenne 12 mois pondérée par les volumes	32,5	34,2	35,3	15,4%	9,8%	6,2%
Actualisation des flux de trésorerie futurs	31,6	34,0	36,7	18,6%	10,4%	2,2%
<u>A titre illustratif uniquement</u>						
<i>Multiplés</i>						
<i>VE/EBITDA</i>	25,2		30,0	48,7%		25,0%
<i>boursiers</i>						
<i>VE/EBIT</i>	27,6		32,9	36,0%		14,1%

Source : BNP Paribas, Datastream, Factset

Le prix de l'Offre est supérieur :

- Au cours de clôture le dernier jour de bourse précédant l'annonce de l'Offre (34,6 €) ;
- Au cours de bourse le plus haut observé au cours des douze mois précédant l'Offre (35,3 €) ;
- A la borne supérieure de la fourchette de valorisation issue de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (36,7 €).

4.2 Méthodes d'évaluation

Le prix de l'Offre a été apprécié selon l'approche multicritère décrite ci-dessous.

Les méthodes de valorisation fondées sur des agrégats financiers consolidés ne prennent pas en considération les spécificités (secteur, profils de croissance et de marge, exposition géographique, risques) des diverses divisions de la Société, et n'ont donc pas été retenues.

Les approches de « Somme des Parties », qui consistent à estimer la valeur d'entreprise en sommant les contributions de chaque division, permettent de mieux appréhender ces spécificités et apparaissent donc plus pertinentes.

Dans le cadre de cet exercice de valorisation, les divisions suivantes ont été retenues :

- Automobile (incluant la distribution automobile, la fourniture d'équipements et de services)
- Technologies
- Santé
- Industries (incluant les divisions boisson, nourriture, hygiène et produits de nécessité)
- Distribution

4.2.1 Méthodes d'évaluation retenues

4.2.1.1 Actualisation des flux de trésorerie futurs

Compte tenu du développement stratégique de CFAO, incluant notamment le lancement de nouvelles activités (e.g. Distribution), le désengagement de certaines activités non rentables et le plan de croissance organique des divisions Santé et Automobile, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs a été retenue comme approche centrale de valorisation.

Cette méthode de valorisation a été appliquée au plan d'affaires préparé par la Société pour la période 2016-2020, et extrapolé par l'établissement présentateur entre 2021 et 2025, sur la base d'informations communiquées par la direction de la Société. Cette extrapolation a ensuite été revue et validée par la direction de la Société.

4.2.1.2 Analyse du cours de l'Action

La Société est cotée depuis le 3 décembre 2009. Les actions de CFAO sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris sous le code ISIN FR0000060501. Le cours de l'action a été considéré comme une mesure pertinente pour l'évaluation de la Société.

4.2.2 Méthodes retenues à titre illustratif uniquement

4.2.2.1 Multiples de sociétés cotées comparables

La méthode d'évaluation fondée sur les multiples de sociétés cotées comparables consiste à évaluer une société sur la base de ratios d'évaluation observés sur des échantillons de sociétés cotées présentant des caractéristiques semblables à celles des divisions de CFAO.

Dans la mesure où il n'existe pas d'autres acteurs véritablement comparables à la Société en termes de couverture géographique ou de profil d'activités, cette méthode a été retenue à titre illustratif uniquement.

Quatre échantillons de sociétés, présentant une forte exposition aux marchés émergents et opérant dans les secteurs de l'automobile, des technologies, de la santé et des boissons (représentant la majeure partie de la division Industries) ont été élaborés.

Nous avons retenu les multiples VE/EBITDA et VE/EBIT comme multiples de valorisation. Les multiples de revenus ne prennent pas en compte les écarts de niveaux de rentabilité entre les différents acteurs et n'ont donc pas été retenus pour cet exercice. De façon similaire, les multiples relatifs au résultat net n'ont pas été analysés en raison de la volatilité induite par des structures de capital et des politiques de financement divergentes, ainsi que des niveaux d'imposition hétérogènes sur l'ensemble de l'échantillon.

Dans la mesure où la division Distribution est encore à un stade de développement préliminaire, et devrait présenter des pertes au niveau de l'EBITDA et de l'EBIT au cours de la période 2016-2018, l'approche des multiples boursiers n'a pas été retenue pour valoriser cette division.

4.2.3 Méthodes non retenues

4.2.3.1 La méthode de l'actif net comptable et la méthode de l'actif net réévalué

Les méthodes de l'actif net consistent à évaluer une société sur la base de la valeur comptable de ses actifs ou sur la base de la valeur comptable corrigée des plus-values et moins-values latentes non reflétées dans le bilan.

Ces méthodes ne reflètent pas les perspectives futures d'une société et ne sont pas pertinentes pour évaluer une entreprise commerciale ou industrielle si l'acquéreur a l'intention de continuer à l'exploiter, et où la valeur réside davantage dans la qualité du réseau de distribution, les contrats avec les fournisseurs et les inventaires. De tels actifs sont mieux valorisés par une approche d'actualisation des flux de trésorerie futurs.

4.2.3.2 La méthode des dividendes actualisés

Cette approche n'a pas été retenue compte tenu du manque de visibilité entourant la politique future de distribution des dividendes.

4.2.3.3 Multiples de transactions comparables

La méthode fondée sur les multiples de transactions comparables consiste à évaluer une société sur la base de ratios d'évaluation observés sur un échantillon de transactions survenues dans un secteur comparable à celui de la Société.

En l'absence de transactions réellement comparables et pour lesquelles le niveau d'information rendu public serait suffisant, cette approche n'a pas été retenue.

4.2.3.4 Objectif de cours des analystes

A la suite de l'offre publique d'achat qui s'est clôturée en décembre 2012, la liquidité du titre CFAO a fortement diminué. En conséquence, les analystes ont mis fin à leur couverture de la Société. Cette méthodologie n'a donc pas été retenue.

4.2.4 Transactions précédentes sur les Actions

En décembre 2012, l'Initiateur a acquis 41 842 703 Actions à un prix unitaire de 37,50 € par Action, dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat.

En avril 2013, en raison de la faible liquidité des titres de la Société sur le marché, l'Initiateur a proposé à chaque bénéficiaire d'options de souscription d'actions et/ou d'actions de performance de conclure le Contrat de Liquidité :

En vertu des dispositions de cet accord, l'Initiateur a acheté :

- auprès de dirigeants de la Société des actions attribuées au titre du plan d'Actions de Performance de 2011 à un prix unitaire de 31,5 € par Action, pour un montant brut total de 469 727 € ;
- auprès de certains salariés du groupe CFAO des Actions attribuées au titre du plan d'Actions de Performance de 2012 à un prix unitaire de 28,88 € par Action, pour un montant brut total de 4 379 103,28 €.

4.3 Données financières servant de base à l'évaluation

4.3.1 Plan d'affaires – considérations générales

4.3.1.1 Structure du plan d'affaires et hypothèses d'extrapolation

L'évaluation est fondée sur un plan d'affaires fourni par la Direction de la Société et couvre cinq exercices fiscaux : 2016, 2017, 2018, 2019 and 2020 (le « **Plan d'Affaires de la Direction** »). Ce plan a été établi sur la base du Plan Long Terme préparé en novembre 2015 et validé par le Conseil de Surveillance le 24 mars 2016. Dans une optique d'évaluation de la Société, ce plan a été mis à jour afin de prendre en compte les changements de prévisions macro-économiques, l'annulation de certains projets de croissance externe et le retard dans la mise en œuvre du plan de développement.

En raison du niveau élevé des taux de croissance anticipés pour les diverses activités dans le Plan d'Affaires de la Direction, supérieurs à la croissance économique attendue dans les pays où la Société opère, l'établissement présentateur a extrapolé ce plan d'affaires pour cinq exercices fiscaux supplémentaires, jusqu'en 2025 (la « **Période d'Extrapolation** »).

A l'exception de la division Distribution, qui demeure en phase de développement au cours de la période, les hypothèses suivantes ont été utilisées pour la Période d'Extrapolation :

- Le taux de croissance normatif des revenus est aligné sur la croissance long terme du PIB réel, tel qu'anticipée par le Fonds Monétaire International dans son *World Economic Outlook* d'avril 2016, à l'exception de la division Technologies pour lequel le taux de croissance annuel moyen composé 2016-2020 a été retenu comme taux normatif ;
- Le taux de croissance des revenus décroît de façon linéaire sur la période 2020-2025 à l'exception de la division Technologies pour lequel le taux normatif est atteint en 2021 ;
- La marge d'EBITDA est maintenue constante et égale au niveau de 2020 retenu par la Direction de la Société ;
- Le besoin en fonds de roulement et les investissements sont maintenus constants en pourcentage des revenus ;
- Une convergence linéaire des niveaux de dotations aux amortissements et d'investissements, exprimés en pourcentage de revenus ; à partir de 2020 vers le taux normatif ;
- Le taux d'imposition est maintenu constant à 34,0% pour l'ensemble des divisions, à l'exception de la division Industries, pour lequel un taux de 15,0% a été appliqué sur la période 2016-2021 et un taux de 30,0% a été appliqué à partir de 2022.

La contribution de la Holding (principalement des coûts) a fait l'objet d'un plan d'affaires spécifique avant d'être allouée aux cinq divisions sur la base d'un pro-rata des revenus.

4.3.1.2 Vision consolidée du plan d'affaires

Le plan d'affaires de la Société a été construit en utilisant une approche ascendante, en agrégeant les contributions des cinq divisions et de la Holding. Les prévisions consolidées concernant les performances de la Société sont présentées ici :

- La croissance annuelle moyenne composée des revenus s'établit à 9,8% par an dans le Plan d'Affaires de la Direction. Cette croissance résulte notamment du développement de la division Automobile en Afrique de l'Ouest et du lancement progressif de l'activité Distribution. Le taux de croissance normatif est de 4,0% en ligne avec le taux de croissance long terme du PIB réel dans les pays dans lesquels la Société opère ;
- La marge d'EBITDA varie en ligne avec l'évolution du portefeuille d'activités, pour s'établir à 9,2% en 2020. Le marge normative d'EBITDA s'élève à 9,0% ;

- De façon similaire, la marge d'EBIT varie en ligne avec l'évolution du portefeuille d'activités et atteint 7,6% en 2020. La marge normative d'EBIT s'établit à 7,7% ;
- Les investissements, exprimés en pourcentage des revenus, diminuent progressivement jusqu'à atteindre 2,1% au terme du Plan d'Affaires de la Direction et consécutivement à une phase d'investissements importants liés au lancement de l'activité Distribution. Le niveau d'investissements normatif s'établit à 1,2% des revenus ;
- Le besoin en fonds de roulement, exprimé en pourcentage des revenus, décroît progressivement jusqu'à atteindre 17,0% en 2020, en ligne avec l'ambition de la Direction de la Société de mieux contrôler ses besoins de financement et la contribution croissante de la division Distribution (qui présente un besoin en fonds de roulement structurellement moins élevé) dans le portefeuille d'activités. Le taux normatif de besoin en fonds de roulement s'établit à 16,1% des revenus.

4.3.2 Plan d'affaires – vision détaillée par division

Le plan d'affaires a été construit par division, en utilisant les hypothèses suivantes :

4.3.2.1 Automobile

Le plan d'affaires de la division Automobile est fondé sur les hypothèses suivantes :

- La croissance annuelle moyenne composée des revenus est 10,5% dans le Plan d'Affaires de la Direction et le taux de croissance normatif est 4,5% ;
- La marge d'EBITDA décroît progressivement d'un niveau de 10,5% jusqu'à une marge normative de 9,4%, en ligne avec les hypothèses de la Direction pour 2020 ;
- Les investissements, exprimés en pourcentage des revenus, diminuent d'un taux de 3,1%, au début du Plan d'Affaires de la Direction, pour atteindre un taux normatif de 1,0%, en ligne avec les hypothèses de la Direction pour 2020 ;
- Le besoin en fonds de roulement, exprimé en pourcentage des revenus, décroît progressivement d'un taux de 20,1% dans les premières années du Plan d'Affaires de la Direction, jusqu'à un niveau normatif de 19,0% en ligne avec les hypothèses de la Direction pour 2020.

4.3.2.2 Technologies

Le plan d'affaires de la division Technologies est fondé sur les hypothèses suivantes :

- La croissance annuelle moyenne composée des revenus est de 3,9% dans le Plan d'Affaires de la Direction et le taux de croissance normatif s'établit à 3,9% en ligne avec les hypothèses de la Direction ;
- La marge d'EBITDA augmente progressivement pour atteindre une marge normative de 7,7% en 2020 ;
- Les investissements, exprimés en pourcentage des revenus, diminuent progressivement au cours du Plan d'Affaires de la Direction, pour atteindre un niveau normatif de 0,8% en 2020 ;
- Le besoin en fonds de roulement, exprimé en pourcentage des revenus, décroît d'un niveau initial de 24,5% en 2016 jusqu'à un taux normatif 21,1% atteint en 2020.

4.3.2.3 Santé

Le plan d'affaires de la division Santé est fondé sur les hypothèses suivantes :

- La croissance annuelle moyenne composée des revenus est de 4,6% dans le Plan d'Affaires de la Direction et le taux de croissance normatif s'établit à 3,4% ;

- La marge d’EBITDA augmente progressivement de 9,1% à 9,6% durant le Plan d’Affaires de la Direction, et la marge normative s’établit à 9,6%, en ligne avec les hypothèses de la Direction pour 2020 ;
- Les investissements, exprimés en pourcentage des revenus, convergent vers un taux normatif de 0,7%, en ligne avec les hypothèses de la Direction pour 2020, après un pic à 2,6% en 2018 ;
- Le besoin en fonds de roulement, exprimé en pourcentage des revenus, augmente légèrement de 17,4% en 2016 à 17,9% sur la période du Plan d’Affaires de la Direction et le taux normatif s’établit à 17,9% en ligne avec les hypothèses de la Direction pour 2020.

4.3.2.4 Industries

Le plan d’affaires de la division Industries est fondé sur les hypothèses suivantes :

- La croissance annuelle moyenne composée des revenus est de 0,0% sur l’ensemble du Plan d’Affaires de la Direction, reflétant des conditions économiques et politiques défavorables, ainsi que l’accroissement de la pression compétitive au Congo, qui est le principal pays dans lequel la Société opère. Le taux de croissance normatif s’établit à 2,4%, en ligne avec le taux de croissance long terme du PIB réel du Congo ;
- La marge d’EBITDA décroît légèrement pour atteindre un taux normatif de 24,3% en 2020 ;
- Les investissements, exprimés en pourcentage des revenus, chutent d’un niveau initial de 12,8% en 2016 jusqu’à un taux normatif de 6,7% atteint en 2020 ;
- Les investissements significatifs réalisés au Congo permettent à la Société de bénéficier d’avantages fiscaux sur la période 2016-2021, avec un taux d’imposition qui s’établit à 15,0%. A compter de l’année 2022 le taux d’imposition est de 30,0% ;
- Le besoin en fonds de roulement, exprimé en pourcentage des revenus, augmente de 17,2% jusqu’à un taux normatif de 20,2% en ligne avec les hypothèses de la Direction pour 2020.

4.3.2.5 Distribution

Le plan d’affaires de la division Distribution est fondé sur les hypothèses suivantes :

- La croissance annuelle moyenne composée des revenus est de 160,7% sur la période couverte par le Plan d’Affaires de la Direction, en ligne avec le déploiement progressif de nouveaux centres commerciaux dans les pays d’Afrique, 49,0% en 2021, 21,0% en 2022 pour tenir compte de la première année pleine d’activité des centres commerciaux lancés en 2020, avant de s’établir à un taux de croissance normatif de 4,0%, en ligne avec les taux de croissance long terme du PIB réel attendus dans les pays dans lesquels la Société opère ;
- La marge d’EBITDA devient positive en 2020 à 5,1%, et la marge normative s’établit à 6,0% ;
- Les investissements, exprimés en pourcentage des revenus, décroissent de 44,2% à 8,2% sur la période couverte par le Plan d’Affaires de la Direction, suite au déploiement de nouveaux centres commerciaux. Le taux normatif s’établit à 1,0%, en ligne avec les hypothèses de la Direction pour 2020 ;
- Le besoin en fonds de roulement, exprimé en pourcentage des revenus, décroît depuis un niveau de 8,6% observé pendant la phase de déploiement, jusqu’à 3,6% à l’issue de la période couverte par le Plan d’Affaires de la Direction. Le besoin en fonds de roulement normatif s’établit à 2,0% en ligne avec les niveaux observés dans l’industrie.

4.3.3 Nombre total d'actions sur une base diluée

Comme indiqué dans le tableau ci-dessous, le nombre d'actions utilisé pour l'évaluation est le nombre d'actions en circulation au 30 juin 2016 diminué du nombre d'actions auto-détenues. Il n'y a pas d'instrument dilutif (notamment des options de souscription d'actions) en circulation au 30 juin 2016.

Actions	Nombre	Commentaires
Nombre total d'actions en circulation	62 757 065	au 30/06/2016
Actions auto-détenues	(39 015)	au 30/06/2016
Nombre total d'actions sur une base diluée	62 718 050	

Source : Société

4.3.4 Valeur d'entreprise et ajustement de valeur des capitaux propres

Les ajustements présentés ci-dessous (les « **Ajustements de Valeur** ») ont été établis sur la base des comptes semestriels consolidés de la Société au 30 juin 2016 ainsi que d'autres informations fournies par la Société ou estimées par l'établissement présentateur.

Ajustements	Valeur m€	Commentaires
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(218,3)	au 30/06/2016
Participations dans les sociétés mises en équivalence	(43,3)	Retenues à leur valeur comptable au 30/06/2016
Actifs financiers non courants	(84,7)	au 30/06/2016
Actifs d'impôts différés liés à des pertes activables	(1,9)	Estimation sur la base de chiffres à fin 2015
Emprunt et dette financière à long terme	313,6	au 30/06/2016
Emprunt et dette financière à court terme	485,0	au 30/06/2016
Provisions nettes pour retraites et autres avantages similaires	43,8	Actifs d'impôts différés estimés sur la base d'un pro-rata au 31/12/2015
Autres provisions nettes assimilables à de la dette	16,6	Provisions pour risques, litiges et restructurations
Ajustement de besoin en fonds de roulement	(34,8)	au 30/06/2016
Ajustement de valeur excl. les intérêts minoritaires	476,0	
Intérêts minoritaires	520,6	cf. évaluation des intérêts minoritaires
Ajustements de valeur	996,6	

Source : Société, BNP Paribas

Afin d'estimer au mieux la valeur de marché des intérêts minoritaires, des méthodologies d'évaluation différentes ont été retenues pour chaque division en fonction de leurs spécificités :

- Pour les divisions Automobile et Technologies, les intérêts minoritaires ont été évalués à leur valeur comptable au 30 juin 2016 ;
- Pour les divisions Santé et Distribution, les intérêts minoritaires ont été calculés sur la base d'un pourcentage de la valeur des capitaux propres attribuable à la division, cette dernière dérivant d'une méthodologie d'actualisation des flux de trésorerie futurs ;
- Pour la division Industries, la valorisation résulte d'une méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs spécifique, appliquée à l'entité Brasco qui représente 98% de la valeur comptable des intérêts minoritaires de la division Industries. Cette évaluation a été réalisée sur la base d'un plan d'affaires spécifique fourni par la Société. La part restante des intérêts minoritaires de la division Industries a été valorisée à sa valeur comptable.

4.4 Description des méthodes d'évaluation retenues

4.4.1 Actualisation des flux de trésorerie futurs

Cette méthode consiste à calculer la valeur d'entreprise de la Société (valeur intrinsèque) en actualisant les flux de trésorerie futurs générés par les actifs des cinq divisions de la Société.

En raison de la diversité des divisions de CFAO (secteur, profils de croissance et de marges, exposition géographique, risques), l'évaluation est fondée sur une approche de Somme des Parties par division.

La valeur des capitaux propres de la Société s'obtient en soustrayant les Ajustements de Valeur de la valeur d'entreprise de la Société.

L'évaluation sur la base de l'actualisation des flux de trésorerie futurs a été effectuée au 30 juin 2016, en utilisant une convention de réception des flux à mi année. La valeur terminale pour chaque division a été calculée en utilisant la formule de Gordon et Shapiro, fondée sur les taux de croissance susmentionnés.

Le coût moyen pondéré du capital (CMPC) utilisé pour l'actualisation des flux futurs de trésorerie a été calculé par division et obtenu à partir des hypothèses suivantes :

- Un taux sans risque et une prime de risque des actions déterminés par Associés en Finance ;
- Un bêta désendetté (bêta de l'actif économique) calculé par division et fondé sur des échantillons de sociétés comparables ;
- Une prime de risque pays, calculée par division et fondée sur des moyennes pondérées des primes de risques des pays dans lesquels la Société exerce ses activités. L'estimation de la prime de risque pays est fondée sur une méthode multicritère développée par l'établissement présentateur :

Pôle d'activité	Taux sans risque	Prime de risque des actions	Prime de risque pays	Bêta désendetté	Coût moyen pondéré du capital
Automobile	0,16%	7,1%	4,3%	1,1x	12,1%
Technologies	0,16%	7,1%	5,0%	1,1x	13,1%
Santé	0,16%	7,1%	2,7%	0,9x	9,1%
Industries	0,16%	7,1%	7,0%	0,8x	13,1%
Distribution	0,16%	7,1%	5,5%	1,0x	13,0%

Source : BNP Paribas

Sur la base de ces analyses, la valeur des capitaux propres par action de CFAO est comprise entre 31,6 € et 36,7 €, avec une valeur centrale de 34,0 €. Le tableau ci-dessous présente une analyse de la sensibilité, avec un pas de +/- 2,5ppts appliqué simultanément aux différents taux de croissance perpétuel et coût moyen pondéré du capital par division.

Valeur des capitaux propres par action (€)						
Coût moyen pondéré du capital	Taux de croissance perpétuel					
		-0,50%	-0,25%	-	+0,25%	+0,50%
	-0,50%	35,4	36,4	37,4	38,6	39,8
	-0,25%	33,8	34,7	35,6	36,7	37,8
	-	32,3	33,1	34,0	34,9	35,9
	+0,25%	30,9	31,6	32,4	33,3	34,2
	+0,50%	29,6	30,2	31,0	31,8	32,6

Source : BNP Paribas

4.4.2 Analyse du cours de l'action

Depuis l'introduction en bourse de la Société en décembre 2009, le capital de CFAO est composé d'une seule catégorie d'actions ordinaires, admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (Compartiment A) sous le code ISIN FR0000060501.

Le cours de référence de l'action retenu est le cours de clôture au 21 novembre 2016, à savoir le dernier jour des négociations précédant la date où l'Initiateur a annoncé son intention de lancer l'Offre.

Le volume moyen des échanges quotidiens sur les douze mois précédant l'Offre est proche de 1 200 Actions, correspondant à 0,09% du flottant sur la même période.

Le tableau ci-dessous présente les primes offertes, s'échelonnant entre 7,9% et 10,3%, déterminées sur la base du cours de clôture de l'action CFAO au 21 novembre 2016 (dernier jour de bourse avant l'annonce) et du volume moyen correspondant à différents horizons.

Au 21 novembre 2016	Cours de bourse (€)	Prime offerte par action (%)	Volume moyen échangé par jour	Volume échangé (en % du flottant)
Cours de référence de l'action	34,6	8,5%	112	0,01%
Moyenne 1 mois pondérée par les volumes	34,7	7,9%	1 553	0,11%
Moyenne 3 mois pondérée par les volumes	34,3	9,5%	923	0,07%
Moyenne 6 mois pondérée par les volumes	34,0	10,3%	1 124	0,08%
Moyenne 9 mois pondérée par les volumes	34,1	10,1%	1 268	0,09%
Moyenne 12 mois pondérée par les volumes	34,2	9,8%	1 234	0,09%

Source : Datastream, BNP Paribas

4.5 Méthodes retenues à titre illustratif uniquement

4.5.1 Multiples de sociétés cotées comparables

Cette méthode consiste à déterminer la valeur de la Société en appliquant à ses agrégats financiers les multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables (pour les exercices 2017, 2018 et 2019). Les multiples utilisés dans le cadre de l'évaluation sont les multiples VE/EBITDA et VE/EBIT.

La valorisation est fondée sur une approche de Somme des Parties par division. Les échantillons ont été élaborés sur la base des critères suivants :

- Activité centrée sur les secteurs suivants :
 - Distribution automobile
 - Grossiste répartiteur dans le domaine de la santé
 - Déploiement de solutions informatiques et réseaux
 - Mise en bouteille et distribution de boissons
- Exposition géographique en Afrique et/ou Europe de l'Est

A la lumière des critères susmentionnés, les quatre échantillons de comparables suivants ont ainsi été élaborés :

4.5.1.1 Automobile

– **Barloworld**

Barloworld est une société qui offre des solutions intégrées de location et de gestion de flottes de véhicules, d'assistance et de logistique. La division Equipement et Manutention inclut des machines de terrassement, des générateurs d'énergie, des équipements de manutention et des outils d'agriculture. Le segment Automobile et Logistique comprend la location de véhicules automobiles, la distribution de moteurs, des services liés à la gestion de flottes, des solutions d'achat et de revente de véhicules d'occasion, de gestion logistique et d'optimisation de la chaîne de distribution. La société est implantée dans vingt-deux pays répartis en Afrique et en Asie.

– **Dogus Otomotiv**

Dogus Otomotiv est impliqué dans le marketing et la vente de véhicules de tourisme, de véhicules utilitaires et de pièces détachées. La société propose différentes marques de véhicules utilitaires ou de tourisme. Implantée en Turquie, elle est l'un des acteurs majeurs du secteur dans ce pays.

– **GB Auto**

GB Auto est impliqué dans la fabrication et la distribution de tous types de véhicules. Les activités de la société comprennent principalement la fabrication, l'assemblage, la distribution, la vente, le financement et le service après-vente – incluant l'entretien automobile et les services associés – et incluent des opérations diverses réparties dans six activités. La société est un acteur régional majeur, avec des implantations au Moyen Orient et en Afrique du Nord.

– **Imperial**

Imperial est une société basée en Afrique du Sud, active dans deux domaines : d'une part les services logistiques pour les particuliers et les professionnels ; d'autre part l'importation, la distribution, la location et l'après-vente de véhicules automobiles. La société exerce ses activités dans plus de trente et un pays, et est particulièrement active en Afrique et Europe de l'Est.

– **Inchcape**

Inchcape est un distributeur et un revendeur de véhicules automobiles, opérant notamment en Europe de l'Est et en Afrique de l'Est. La société commercialise plusieurs marques de véhicules neufs et d'occasion, mais son activité est principalement orientée vers les marques de luxe. La société offre également des produits de financement automobile et d'assurance ainsi que des solutions de service après-vente et de pièces détachées. La société commercialise ses produits et services au travers de canaux de distribution et de vente au détail.

4.5.1.2 Technologies

– **Atos**

Atos est l'un des grands acteurs de services du numérique. Elle fournit des solutions intégrées à de grandes multinationales. Opérant dans le monde entier, Atos fournit à ses clients des services de conseil et d'intégration de systèmes, d'infogérance, de Big Data et de

sécurité, d'opérations Cloud et des services transactionnels par l'intermédiaire de sa filiale Worldline, le leader européen des services de paiement.

– **Sopra – Steria**

Sopra Steria est l'un des leaders européens de la transformation numérique. La société fournit des services de conseil, d'intégration de systèmes, de développement de logiciels, de gestion des infrastructures réseau et de processus opérationnels. La société propose également des solutions technologiques relative au social business, à la mobilité, au Big Data, au Cloud, à la sécurité informatique, à l'architecture réseau pour les entreprises, à la gestion prévisionnelle des ressources (y compris ressources humaines), des solutions bancaires, des logiciels de gestion de l'immobilier et des outils permettant une gestion collaborative de l'information. La société opère dans plus de vingt pays en Europe, en Afrique et en Asie.

4.5.1.3 Santé

– **Celesio**

Celesio est impliqué dans la Distribution dans le domaine de la pharmacie et de la santé. La société est organisée autour de trois pôles d'activités : solutions pour les particuliers, solutions pour les professionnels de l'industrie pharmaceutique, et autres. Le segment relatif aux particuliers est axé sur des services de distribution et de vente par correspondance pour particuliers, ainsi que des activités pour des enseignes partenaires. Le segment de solution pour les professionnels de l'industrie pharmaceutique fournit des solutions de vente en gros pour des pharmacies. La société opère dans treize pays, principalement en Europe de l'Ouest et du Nord. En janvier 2014, McKesson a annoncé le rachat de Celesio.

– **Farmacol**

Farmacol est impliqué dans la vente en gros de produits pharmaceutiques. La société propose des solutions de grossiste et détaillant pour des produits pharmaceutiques, médicaux, cosmétiques, produits d'hygiène, compléments alimentaires ainsi que des solutions de marketing. La société est présente en Pologne.

– **Oriola**

Oriola est une société impliquée dans la vente au détail et en gros de produits pharmaceutiques. La division Commerce Pharmaceutique Finlande/Pays Baltes distribue des produits pharmaceutiques en Finlande, Lettonie, Lituanie, et Estonie. La division Commerce Pharmaceutique Suède distribue des produits pharmaceutiques en Suède. La division Commerce Pharmaceutique Russie distribue des produits pharmaceutiques au travers de la filiale Oriola Ooo.

– **Pelion**

Pelion est une société holding d'investissement qui est engagée dans le commerce de gros et de détail de produits pharmaceutiques. Les activités de la société s'articulent autour des divisions suivantes : grossiste, fournitures pour hôpitaux et services logistiques, vente au détail, et autres. Le segment de vente en gros s'occupe de la vente de marchandises à des grossistes, pharmacies, hôpitaux et autres clients particuliers. Le segment de fourniture pour hôpitaux et services logistiques propose des services de grossiste pour des hôpitaux et des centres de soin. Le segment de vente au détail est composé de réseaux de distribution de produits pharmaceutiques. La compagnie est implantée en Pologne et en Lituanie.

– **Selcuk Ezca deposu**

Selcuk Ecza Deposu est impliqué dans la fabrication et la distribution de produits pharmaceutiques. L'offre produits inclut des cosmétiques, de la nourriture pour bébé, des vitamines et des produits médicaux. La compagnie opère en Turquie.

4.5.1.4 Industries

– **Anadolu EFES**

Anadolu Efes est engagé dans la production, la mise en bouteille, la distribution et la vente de bières et de boissons non alcoolisées sur un vaste périmètre géographique comprenant la Turquie, la Russie, la Communauté des Etats Indépendants (CEI), l'Europe, l'Asie Centrale et le Moyen Orient. Anadolu Efes exploite un total de quinze brasseries, dont quatre en Turquie, six en Russie, deux au Kazakhstan et une en Moldavie, Ukraine et Georgie, ainsi que six malteries et un centre de transformation.

– **FEMSA**

FEMSA réalise la fabrication, le marketing et la distribution de boissons non alcoolisées, concentrés et sirops. L'offre produits inclut des boissons gazeuses, de l'eau ainsi que des boissons non gazeuses comme des jus, des thés et des isotoniques. Le portefeuille de marques de FEMSA inclut notamment Coca-Cola, Sprite, Del Valle, Fanta et d'autres marques. La société est implantée en Argentine, au Brésil, au Chili, en Colombie, au Costa Rica et aux Philippines.

– **East African Breweries Limited (EABL)**

East African Breweries Limited (EABL) est un des acteurs majeurs en Afrique de l'Est dans le domaine des boissons alcoolisées de marque, avec une offre produits qui comprend à la fois des bières, spiritueux et boissons non-alcoolisées.

– **Heineken**

Heineken produit et distribue des boissons alcoolisées et non alcoolisées. La société propose des produits sous plusieurs marques, et opère dans les régions suivantes : Europe de l'Ouest, Europe de l'Est, Europe Centrale, Amériques, Afrique, Moyen Orient et Asie-Pacifique.

– **Nigerian Breweries**

Nigerian Breweries est une société impliquée dans le brassage, le marketing et la vente de bière blonde, bière brune, boissons de malt non alcoolisées et boissons non alcoolisées. La société possède onze brasseries, deux malteries et vingt-six dépôts d'où les produits sont distribués à travers tout le Nigéria.

Les multiples ont été calculés au 16 novembre 2016. L'évaluation a été effectuée en appliquant les multiples du secteur aux agrégats financiers estimés pour 2016, 2017 and 2018.

Les multiples des sociétés cotées retenues dans l'échantillon sont présentés dans le tableau suivant :

Société m€	Cap. Boursière	VE	VE/EBITDA			VE/EBIT		
			2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e
Barloworld	1 211	1 941	4,5x	4,3x	3,8x	7,4x	6,9x	6,2x
Dogus Oto Servis Vtc.	619	1 142	8,9x	7,5x	6,6x	10,4x	8,7x	7,5x
Gb Auto	142	549	7,4x	6,5x	5,3x	9,3x	8,4x	6,5x
Imperial	2 067	3 249	5,7x	5,3x	4,9x	8,4x	8,0x	7,7x
Inchcape	3 188	3 014	6,5x	6,2x	6,0x	7,5x	7,1x	6,9x
Moyenne	Automobile		6,6x	6,0x	5,3x	8,6x	7,8x	6,9x
Médiane			6,5x	6,2x	5,3x	8,4x	8,0x	6,9x
Atos	9 916	10 557	7,5x	6,9x	6,5x	10,3x	9,4x	9,0x
Sopra Steria Group	1 927	2 735	8,1x	7,3x	6,8x	10,1x	8,9x	8,1x
Moyenne	Technologies		7,8x	7,1x	6,6x	10,2x	9,2x	8,6x
Médiane			7,8x	7,1x	6,6x	10,2x	9,2x	8,6x
Celesio	5 197	6 589	9,0x	8,7x	na	11,1x	10,8x	na
Farmacol	272	179	7,0x	6,3x	6,1x	7,6x	8,0x	7,7x
Oriola-Kd 'B'	763	837	9,2x	8,7x	8,2x	13,6x	12,5x	11,7x
Pelion	133	305	9,3x	8,3x	7,6x	14,8x	13,1x	12,1x
Selcuk Ecza Deposu	569	574	6,9x	5,9x	6,8x	9,7x	8,5x	7,4x
Moyenne	Santé		8,3x	7,6x	7,2x	11,4x	10,6x	9,8x
Médiane			9,0x	8,3x	7,2x	11,1x	10,8x	9,7x
Anadolu Efes Biracilik Ltd.	3 099	5 523	10,8x	9,6x	8,5x	19,7x	16,4x	13,6x
Coca-Cola Femsa 'L'	12 763	14 829	9,7x	8,7x	8,1x	13,9x	11,6x	11,0x
East African Breweries	1 984	2 216	10,7x	10,1x	9,3x	13,9x	12,8x	11,7x
Heineken	42 745	54 795	11,0x	10,5x	9,9x	15,9x	14,9x	14,0x
Nigerian Breweries	3 407	3 473	14,0x	12,3x	10,6x	21,4x	17,7x	14,3x
Moyenne	Industries		11,3x	10,3x	9,3x	17,0x	14,7x	12,9x
Médiane			10,8x	10,1x	9,3x	15,9x	14,9x	13,6x

Source : BNP Paribas, Datastream, Factset

Les travaux d'évaluation conduisent à une fourchette comprise entre 25,2 € et 30,0 € par action pour l'évaluation fondée sur les multiples d'EBITDA et une à fourchette comprise entre 27,6 € et 32,9 € par action pour l'évaluation fondée sur les multiples d'EBIT.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT (ARTICLE 261-1 DU REGLEMENT GENERAL DE L'AMF)

En application des dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, le cabinet Ricol Lasteyrie, représenté par Mme Sonia Bonnet-Bernard et M. Alban Eyssette, a été nommé comme Expert Indépendant par le conseil de surveillance de CFAO le 25 octobre 2016 afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Le Rapport de l'Expert Indépendant, établi le 22 novembre 2016, est intégralement reproduit ci-après.

Offre publique de retrait visant les actions de la société
CFAO initiée par la société Toyota Tsusho Corporation

Rapport de l'Expert indépendant

Sommaire

1. Présentation de l'Opération et de l'Offre	3
1.1 Contexte et termes de l'Offre	3
1.2 Sociétés concernées par l'Opération	3
1.21 Présentation de la société initiatrice	3
1.22 Présentation de la Société objet de l'Offre	3
2. Déclaration d'indépendance	9
3. Diligences effectuées	10
4. Evaluation des actions de la société CFAO	11
4.1 Méthodes d'évaluation écartées	11
4.11 Actif net comptable (ANC)	11
4.12 Actif net réévalué (ANR)	11
4.13 Méthode du rendement	11
4.14 Méthode des transactions comparables	12
4.15 Méthode des transactions récentes sur les actions de la Société	12
4.2 Méthodes d'évaluation retenues	12
4.21 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie	13
4.22 Multiples boursiers des sociétés comparables	18
4.23 Analyse du cours de bourse	21
5. Analyse des éléments d'appréciation du prix mentionnés dans la note d'information	22
5.1 Présentation des méthodes écartées	22
5.2 Présentation des méthodes retenues	22
5.3 Données financières	23
5.31 Nombre de titres retenus	23
5.32 Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	23
5.4 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie	23
5.41 Prévisions retenues	23
5.42 Taux d'actualisation	24
5.43 Résultats obtenus	24
5.5 Méthode des comparables boursiers	24
5.6 Analyse du cours de bourse	25
6. Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable du prix offert	25
6.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation	25
6.2 Attestation sur le caractère équitable de l'Offre	26

Rapport de l'Expert indépendant

Nous avons été désignés, le 25 octobre 2016, par la société CFAO (la « Société ») après consultation des membres de son Conseil de surveillance en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions offertes par la société Toyota Tsusho Corporation (« l'Initiateur », « TTC ») aux actionnaires dans le cadre d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (l'« Offre ») sur les titres de la Société.

Le prix proposé aux actionnaires de la société CFAO s'établit à 37,5 euros par action.

Notre désignation a été effectuée sur le fondement de l'article 261-1 I 1° et II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») au titre du risque de conflits d'intérêts au sein du Conseil de surveillance de la Société et dans la perspective du retrait obligatoire sur les titres de la Société.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée de la recommandation 2006-15 de l'AMF modifiée le 27 juillet 2010). Nos diligences sont décrites au point 3 et détaillées en annexe 5 ci-après.

Nos travaux ont été partagés régulièrement avec le comité ad hoc de membres indépendants du Conseil de Surveillance de la Société, mis en place par le Conseil pour évaluer l'Offre.

Notre mission ne relève ni d'une mission d'audit, ni d'une mission d'examen limité. Elle n'a donc pour objectif, ni de nous permettre de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des vérifications spécifiques concernant le respect du droit des sociétés. Dans ce contexte, nous n'avons procédé à aucune diligence d'audit visant à vérifier la fiabilité des données historiques utilisées, nous appuyant à cet égard sur le rapport des commissaires aux comptes qui comporte une certification sans réserve pour les comptes au 31 décembre 2015. Les comptes semestriels au 30 juin 2016 ont fait l'objet d'un examen limité qui n'a donné lieu à aucune réserve.

Notre mission ne saurait être assimilée à une mission de « due diligence » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention.

D'une manière générale, conformément à notre lettre de mission, les documents qui nous ont été communiqués ont été considérés comme raisonnablement exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière.

1. Présentation de l'Opération et de l'Offre

1.1 Contexte et termes de l'Offre

Le 2 août 2012, TTC a acquis auprès du groupe Kering un bloc d'actions CFAO représentant 29,8 % du capital.

Suite à cette acquisition, TTC a lancé, le 19 octobre 2012 une offre publique d'achat sur les titres CFAO au prix de 37,5 euros par action. A l'issue de cette offre, TTC détenait 60 177 409 actions, représentant 97,8 % du capital de CFAO.

A la date du présent rapport, TTC détenait 61 495 653 actions représentant 97,99 % du capital.

TTC envisage de lancer une offre publique de retrait, suivie d'une procédure de retrait obligatoire, sur les actions CFAO au prix de 37,5 euros par action.

1.2 Sociétés concernées par l'Opération

1.21 Présentation de la société initiatrice

Toyota Tsusho Corporation « TTC » est un conglomérat japonais opérant dans des activités diverses (métaux, logistique, automobile, énergie, chimie, agroalimentaire, biens de consommation). Le groupe compte environ 58 000 collaborateurs à travers le monde et son chiffre d'affaires s'élève à 8 170 milliards de yens (71,5 milliards d'euros) à la clôture de l'exercice 2015/2016.

TTC est cotée au Japon, sa capitalisation boursière s'élève à environ 944 milliards de yens (soit 8,0 milliards d'euros) au 16 novembre 2016. Ses deux principaux actionnaires sont Toyota Motor Corporation (21,7 %) et Toyota Industries Corporation (11,2 %).

1.22 Présentation de la Société objet de l'Offre

CFAO est une société anonyme au capital de 10 459 512 euros (au 30 juin 2016) divisé en 62 757 065 actions ordinaires. Le titre CFAO est coté depuis le 2 décembre 2009 sur le compartiment A du marché Euronext Paris (code ISIN : FR0000060501). La capitalisation boursière au 16 novembre 2016 s'établit à 2 177 millions d'euros.

CFAO est organisée autour de trois pôles de développement stratégiques :

- CFAO Equipment & Services : inclut les Divisions Automobile, Equipement et Services et Technologies ;
- Santé : correspond à la division Eurapharma ;
- Biens de consommation : inclut les Divisions CFAO FMCG Industries & Distribution (qui comprend l'activité Boissons) et CFAO Retail.

1.221 Automobile, Equipement & Services, Technologie

Automobile

CFAO Automotive est l'un des principaux importateurs-distributeurs de véhicules automobiles particuliers et utilitaires en Afrique (hors Afrique du Sud) et dans les Collectivités Territoriales d'Outre-Mer (« CTOM »). Le réseau achète, stocke, importe et distribue des véhicules produits par de grands constructeurs automobiles mondiaux. Le Groupe dispose dans ce domaine d'activité, de plus de 90 ans d'expérience.

CFAO Automotive bénéficie d'un réseau d'implantations et de concessions qui couvre 33 pays d'Afrique, situés au Maghreb (Algérie, Maroc), en Afrique subsaharienne, dont l'Ile Maurice, dans trois CTOM, au Vietnam et au Cambodge. Outre la vente de gammes complètes de véhicules neufs de tourisme et utilitaires, CFAO Automotive distribue également des deux-roues, des bateaux et moteurs marins, et offre des services diversifiés allant des services après-vente à la vente de pièces de rechange et de pneumatiques. Le Groupe assemble également des deux-roues, des cyclomoteurs ainsi que des camions et des véhicules de transport.

En 2015, CFAO Automotive a dégagé un chiffre d'affaires de 1 119 millions d'euros, soit 32,6 % du chiffre d'affaires total consolidé de CFAO.

Forces	Faiblesses
- Une couverture géographique étendue et historique de plus de 160 ans en Afrique de l'Ouest - Un réseau de distribution dont le groupe est propriétaire - Une relation capitaliste avec le groupe Toyota, lui assurant un statut de distributeur privilégié - Des relations commerciales historiques avec plusieurs constructeurs - Une chaîne d'approvisionnement capable de servir rapidement des marchés éloignés des centres de production	- Une faible implantation sur le marché du low cost qui constitue une alternative au marché de l'occasion qui est très important en Afrique - Une relation avec Toyota pouvant limiter les possibilités d'accord de distribution avec certains autres grands constructeurs automobiles
Opportunités	Menaces
- Taux d'équipement encore faible dans les pays d'Afrique. - L'émergence d'une classe moyenne en Afrique - Le développement du réseau de distribution Toyota en Afrique de l'Ouest - Le développement des activités en Afrique anglophone	- Exposition aux à-coups politiques - Persistance d'un prix du pétrole faible impactant négativement le développement économique des pays pétroliers d'Afrique de l'Ouest - Forte sensibilité des coûts d'approvisionnement aux taux de change (USD, JPY) - Consolidation du secteur pouvant impacter la relation avec les constructeurs partenaires - Risque de reprise en direct de la distribution par les constructeurs dans le cas où le marché local deviendrait significatif

Equiperment et Services

CFAO Equipement, créé en 2011, est un réseau BtoB dédié à la vente et la maintenance de matériels et biens d'équipement (camions et bus, engins de travaux publics, de manutention, matériels agricoles, groupes électrogènes et ascenseurs).

LOXEA intervient sur le marché de la location courte et longue durée de véhicules. Le groupe gère un parc d'environ 3 000 véhicules loués au Gabon, au Cameroun, en Côte d'Ivoire, au Sénégal et au Congo.

En 2015, les activités d'Equipement et de Services ont dégagé un chiffre d'affaires de 622 millions d'euros, soit 18,1 % du chiffre d'affaires total consolidé de CFAO.

Technologies

CFAO Technologies est un acteur majeur du marché de l'intégration de solutions informatiques, réseaux et télécommunications en Afrique subsaharienne francophone. Il développe en Afrique une offre de services intégrée et complète à forte valeur ajoutée dans le domaine des nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC). Cette division du Groupe opère dans 21 pays d'Afrique, à travers neuf filiales (Cameroun, Côte d'Ivoire, Algérie, Sénégal, Burkina Faso, Gabon, Mali, Bénin et Togo) et quatre centres de compétences, situés en Algérie, au Cameroun, en Côte d'Ivoire et au Sénégal.

CFAO Technologies en Algérie fait partie des trois principaux intégrateurs installés dans le pays et estime détenir au Cameroun et en Côte d'Ivoire environ 50 % du marché de l'intégration de solutions.

En 2015, CFAO Technologies a dégagé un chiffre d'affaires de 92,9 millions d'euros, soit 2,7 % du chiffre d'affaires total consolidé de CFAO.

1.222 Eurapharma

Le Groupe, à travers sa division Eurapharma, est l'un des principaux importateurs-distributeurs de produits pharmaceutiques en Afrique (hors Afrique du Sud), avec une position de leader en Afrique subsaharienne francophone, et dans les CTOM. La Société est présente dans 22 pays en Afrique ainsi que dans sept CTOM.

Eurapharma dispose également d'implantations indirectes en Inde et au Danemark au travers de Missionpharma (société spécialisée dans la fourniture de génériques et de kits de santé à destination des ONG et des clients publics), ainsi qu'au Portugal et en Italie.

L'activité d'Eurapharma est organisée autour de quatre métiers principaux : importateur-grossiste/répartiteur, pré-wholesale, agent distributeur et clientèle institutionnelle santé. Au travers de ces métiers, Eurapharma délivre une large palette de services à ses clients amont (les laboratoires) et aval (les pharmaciens).

Eurapharma compte parmi ses clients les plus grands laboratoires internationaux.

En 2015, la division Eurapharma a réalisé un chiffre d'affaires de 1 251,5 millions d'euros, soit 36,4 % du chiffre d'affaires total consolidé de CFAO.

Rapport de l'Expert indépendant

Forces - Une plate-forme logistique et une chaîne d'approvisionnement complètement intégrée et centralisée - Des relations historiques et fortes avec les laboratoires et les pharmaciens - Importantes barrières à l'entrée, en Afrique francophone et en Outre-Mer, du fait des exigences réglementaires - Position de leader du marché de la distribution pharmaceutique de gros en Afrique subsaharienne francophone et dans les CTOM	Faiblesses - Le poids des CTOM (30% du chiffre d'affaires), marché structurellement en déclin
Opportunités - Le développement de l'examen à distance et du télédiagnostique, activités sur lesquelles le groupe a une position de précurseur avec sa start-up E-Care	Menaces - Une baisse des prix administrés - L'arrivée de producteurs/distributeurs de médicaments génériques - La vente directe par les laboratoires notamment chinois

1.223 FMCG Industries & Distribution

Brasseries

Au Congo, le Groupe exploite deux brasseries et entreprises d'embouteillage, situées à Pointe Noire et à Brazzaville, dans le cadre d'un partenariat détenu à 50 % par CFAO et 50 % par Heineken International. Au sein de ses deux usines, il fabrique et embouteille plus d'une douzaine de types de boissons, dont des bières de marques locales et internationales, des bières de marques étrangères ainsi que des boissons non alcoolisées. Il a procédé à des investissements significatifs au cours des dernières années pour moderniser et augmenter la capacité de production de ses usines. La concurrence s'est fortement accentuée sur le marché avec l'arrivée du groupe Castel qui a repris en 2015 la société Bralico.

Pour compléter l'offre, CFAO et Heineken ont annoncé, en septembre 2015, la création en Côte d'Ivoire d'une nouvelle joint-venture « Brassivoire » pour la production et la commercialisation de bière dans le pays. Cette nouvelle entité est détenue à 51 % par Heineken et à 49 % par CFAO. Les deux partenaires vont réaliser un investissement de 100 milliards F CFA soit environ 150 millions d'euros.

CFAO a pour ambition de poursuivre son développement dans d'autres pays.

En 2015, Brasserie du Congo a réalisé un chiffre d'affaires de 226,3 millions d'euros, soit 6,6 % du chiffre d'affaires total consolidé de CFAO.

Plastiques

CFAO produit et distribue des stylos, des rasoirs ainsi qu'une large gamme d'emballages en plastique pour les industries agroalimentaire et cosmétique. Il fabrique des stylos et importe des briquets et des rasoirs de la marque BIC® au Nigeria, Ghana, Côte d'Ivoire et Cameroun dans le cadre d'un partenariat avec BIC® en place depuis plus de 40 ans, et distribue, en bénéficiant généralement d'une exclusivité, ces produits à travers 11 pays africains.

Depuis 2013, le Groupe développe une activité de distribution de biens de grande consommation (FMCG, Fast Moving Consumer Goods) au Nigeria.

En mars 2015, un partenariat a été signé avec le groupe L'Oréal concernant la production et la distribution de produits cosmétiques en Côte d'Ivoire. Dans le même temps, CFAO a acquis dans ce pays la société Sicobel qui produit une gamme de produits cosmétiques en marque propre et pour le compte de L'Oréal à destination de la sous-région.

En 2015, CFAO a réalisé un chiffre d'affaires de 118,7 millions d'euros sur cette activité, représentant 3,5% de son chiffre d'affaires total consolidé.

Retail

En 2013, CFAO a annoncé le lancement d'une activité de grande distribution et la création d'une filiale dédiée CFAO Retail. L'objectif du Groupe est de développer un réseau de centres commerciaux dans huit pays d'Afrique de l'Ouest et Centrale (Cameroun, Congo, Côte d'Ivoire, Gabon, Ghana, Nigeria, République Démocratique du Congo et Sénégal). L'organisation de ces centres commerciaux s'appuiera sur un accord de partenariat exclusif avec l'enseigne Carrefour qui exploitera la partie alimentaire. Les galeries marchandes accueilleront également des enseignes internationales diversifiées avec lesquelles le Groupe a conclu des accords de franchise. Ces enseignes regroupées dans « Club de Marques » sont actuellement au nombre de 15. Des enseignes locales et des services seront également proposés. Un espace de restauration « food court » complètera l'offre proposée aux consommateurs.

L'année 2015 a été marquée par l'ouverture du premier centre commercial, à Abidjan (Côte d'Ivoire) : PlaYce Marcory.

En 2015, CFAO Retail a réalisé un chiffre d'affaires de 5 millions d'euros, soit 0,2 % du chiffre d'affaires total consolidé de CFAO.

Rapport de l'Expert indépendant

1.224 Performances

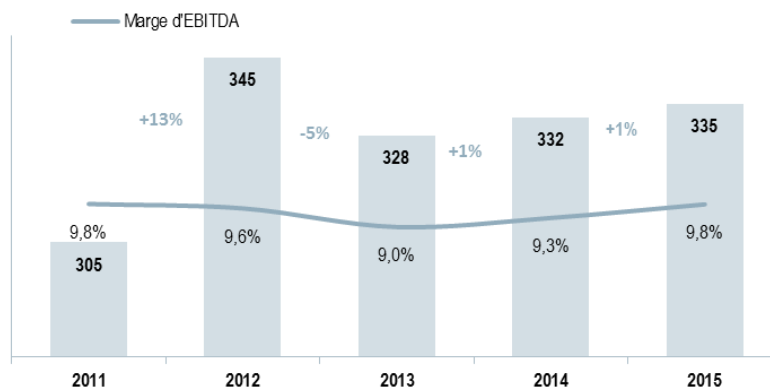
Performances historiques

L'évolution du chiffre d'affaires au cours des cinq dernières années illustre à la fois la capacité du groupe à tirer profit du dynamisme des marchés africains tout en absorbant les aléas politiques et sécuritaires des pays dans lesquels il est présent. Sur la période, la croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires ressort à 2,4%, réalisée à la fois par croissance organique et par croissance externe en élargissant son portefeuille d'activité et sa présence géographique. Il convient de noter que la prise de contrôle par le groupe Toyota en 2012 a entraîné la résiliation par certains grands constructeurs automobiles de leurs accords de distribution. Ces accords représentaient environ 11% du chiffre d'affaires de CFAO. Le chiffre d'affaires a ainsi baissé de 3 585 millions d'euros en 2012 à 3 436 millions d'euros en 2015.

La focalisation du groupe sur le continent africain et son développement sur plus d'une trentaine de pays lui permettent de tirer profit des opportunités de développement du continent tout en limitant les effets du risque pays.

La capacité de la Société à maîtriser une partie importante de la chaîne de valeur sur chacun de ses métiers lui a permis historiquement de faire croître son activité de manière rentable avec le maintien d'un taux de marge d'EBITDA relativement stable à environ 9,5 % du chiffre d'affaires. Le taux de marge d'EBIT, en revanche, est en baisse compte tenu des investissements récents.

CFAO - Evolution de l'EBITDA depuis 2011 - En M€



Structure financière et gestion du BFR

Au 31 décembre 2015, la dette nette s'élevait à 540 millions d'euros, représentant 53 % des capitaux propres et moins de deux années d'EBITDA.

L'endettement de la Société présente la particularité d'être essentiellement porté localement par les filiales du groupe et par conséquent d'être libellé en monnaie locale. Ainsi, moins du tiers de la dette de la Société est libellé en euro.

Par ailleurs, compte tenu du coût élevé du financement à long terme dans les pays dans lesquels intervient CFAO, l'endettement est essentiellement composé de crédits non confirmés à court terme. Au 30 juin 2016, les découverts bancaires représentaient environ 55 % du total des emprunts et dettes financières.

Rapport de l'Expert indépendant

Le besoin en fonds de roulement a constamment augmenté de 12,7 % à 21,2 % du chiffre d'affaires au cours des cinq derniers exercices. Selon le management, le BFR devrait rester compris dans une fourchette de 17 % à 19 % du chiffre d'affaires sur l'horizon 2016-2020.

Résultats intermédiaires

Sur l'ensemble du premier semestre 2016, le chiffre d'affaires est en légère baisse de -0,1 % à 1 674,2 millions d'euros contre 1 676,2 millions d'euros au premier semestre 2015. L'évolution des cours du pétrole et des matières premières a continué à peser sur les économies des pays producteurs. Le chiffre d'affaires du pôle Biens de consommation en baisse de plus de 4% a été particulièrement affecté par la situation au Congo et au Nigéria.

Le résultat opérationnel courant est en baisse de 16,6% et le résultat net part du groupe de 14,3%. Ces réalisations sont inférieures aux attentes.

Le chiffre d'affaires du troisième trimestre a enregistré une baisse plus marquée qu'au premier semestre à -10,6% portant la baisse sur 9 mois à -3,7%. Cette inflexion est due à la poursuite des difficultés de pays producteurs de pétrole et à un ralentissement dans les autres pays. Le pôle Equipement et Services, qui était quasiment stable au premier semestre, enregistre une baisse de 16,5% et le pôle Biens de consommation baisse de 14,7%.

Résultats prévisionnels

Le groupe ne communique pas d'indication au marché sur ses prévisions de résultat.

2. Déclaration d'indépendance

Ricol Lasteyrie Corporate Finance (« RLCF ») n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou leurs conseils et ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni aucune créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L.223-3 du code de commerce.

A titre d'information, nous indiquons que le groupe EY, dont RLCF est membre depuis avril 2015, a réalisé sur les 18 derniers mois des travaux (de nature fiscale essentiellement) représentant un montant d'honoraires très limités (inférieur à 1% du chiffre d'affaires d'EY dans chaque pays concerné), pour CFAO et pour Toyota Tsusho Corporation. EY est également commissaire aux comptes de Elematec, une société cotée à Tokyo dans laquelle TTC détient une participation de contrôle. Ces travaux limités n'intègrent aucun service de conseil ou d'évaluation pour l'Initiateur et pour CFAO et n'ont aucun lien avec l'Opération.

Nous mentionnons également pour information que Pierre Guénant, Président du Conseil de surveillance de CFAO est membre du comité consultatif d'EY, instance de réflexion n'ayant aucun rôle opérationnel ou managérial au sein d'EY.

RLCF ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts avec les sociétés concernées par l'Offre et leurs conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Rapport de l'Expert indépendant

La mission qui nous est confiée ne nous conduit pas à intervenir de façon répétée avec les établissements présentateurs de l'Offre au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF. La liste des expertises indépendantes réalisées par RLCF au cours des deux dernières années figure en annexe 2, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées. A titre d'information, nous rappelons que RLCF était expert indépendant dans le cadre de l'OPA lancée par TTC sur CFAO en octobre 2012.

RLCF atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

3. Diligences effectuées

Nos diligences ont principalement consisté à :

- mettre en œuvre une approche multicritère d'évaluation de CFAO ;
- analyser les éléments d'appréciation du prix de l'Offre mentionnés dans la note d'information.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (comptes, documents de référence, communiqués ...) publiées par la Société au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2015. En particulier nous avons vérifié que ces comptes avaient fait l'objet d'une certification sans réserve par les commissaires aux comptes.

Nous avons également pris connaissance des comptes intermédiaires au 30 juin 2016 qui ont fait l'objet d'une revue limitée des commissaires aux comptes, au terme de laquelle aucune réserve n'a été formulée.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec les dirigeants de la société cible et ses conseils tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent. Ces échanges ont principalement porté sur l'évolution de l'activité, et les perspectives de développement de la Société à moyen et long terme.

Nous avons également échangé à trois reprises avec le comité ad hoc de membres indépendants du conseil de surveillance, chargé d'évaluer l'Offre.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques et boursière, nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et transactions comparables à partir de nos bases de données.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux de BNP Paribas CIB établissement présentateur de l'Offre, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix de l'Offre et résumés dans le projet de note d'information conjointe. Nous avons dans ce cadre discuté à plusieurs reprises avec les représentants de BNP Paribas CIB.

Le détail de nos diligences est présenté en annexe 5 ci-après.

4. Evaluation des actions de la société CFAO

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation de la Société. Il convient à ce titre de préciser que les travaux d'évaluation de l'établissement présentateur nous ont été communiqués en cours de mission.

4.1 Méthodes d'évaluation écartées

4.11 Actif net comptable (ANC)

Cette référence ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où la valeur des actifs incorporels du groupe n'est reflétée que partiellement au bilan consolidé de la société CFAO. Pour mémoire, l'actif net comptable consolidé (part du groupe) s'établit à 766,1 millions d'euros au 30 juin 2016 pour 62,76 millions d'actions en circulation, soit une valeur par action égale à 12,2 euros.

4.12 Actif net réévalué (ANR)

La méthode de l'actif net réévalué consiste à valoriser les fonds propres d'une société à partir de la valeur de marché de ses actifs et de ses passifs.

Cette méthode nous paraît peu adaptée s'agissant d'une société de distribution, dont les actifs sont principalement le réseau de distribution, les contrats avec les fournisseurs et les stocks. Ce type d'actif est plus correctement valorisé par l'approche des flux futurs actualisés mise en œuvre par ailleurs.

4.13 Méthode du rendement

Cette méthode consiste à actualiser les dividendes prévisionnels, ou à capitaliser à l'infini le dernier dividende connu.

La Société poursuit une politique de distribution de dividendes régulière.

Toutefois, cette méthode est dépendante de la politique de distribution décidée par le management et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement. Elle n'a en conséquence pas été retenue.

A titre d'information, le taux de capitalisation implicite ressortant du prix de l'Offre (par rapport au dernier dividende versé de 0,81 euro par action) s'établit à 2,2 % contre un taux de rendement moyen de 3,1 % observé à ce jour sur le SBF 120¹. L'application du taux de rendement moyen observé conduirait à une valeur théorique de 26,3 euros.

¹ Déterminé par référence au dividende au titre de l'exercice 2015 sur le cours de bourse au 16 novembre 2016 des sociétés du SBF 120

4.14 Méthode des transactions comparables

Cette approche consiste à déterminer la valeur d'une société en appliquant à ses agrégats financiers des multiples observés lors de transactions réalisées sur des sociétés du secteur, comparables à la société évaluée en termes d'activité, d'exposition géographique, de taille et de marges.

Nous n'avons pas identifié de transactions sur des sociétés comparables à l'une ou l'autre des divisions de CFAO, pour lesquelles il existerait une information publique fiable.

4.15 Méthode des transactions récentes sur les actions de la Société

En avril 2013, TTC détenait 97,8 % du capital de CFAO. En raison de la faible liquidité du titre du fait de cette situation, un accord de liquidité a été mis en place entre TTC et les bénéficiaires d'options de souscription d'actions et/ou d'actions gratuites. Selon le document de référence de la Société, le prix de rachat par TTC est fondé sur le prix de l'OPA intervenue en octobre 2012 (soit 37,50 euros par action) ajusté à la hausse ou à la baisse du taux de croissance annuel de l'EBIT de CFAO comparativement à celui de 2011.

Les actions attribuées en 2010, 2011 et 2012, acquises deux ans plus tard, ont pu être cédées dans le cadre de l'accord de liquidité en 2014, 2015 et 2016 à des prix établis par le contrat de respectivement 39,33 €, 31,50 € et 28,88 €.

Ainsi, dans le cadre du contrat de liquidité qui ne constitue pas une référence de valeur de marché en tant que telle, les dernières opérations se sont effectuées au prix de 28,88 euros par action.

4.2 Méthodes d'évaluation retenues

Pour évaluer la Société, nous avons mis en œuvre une approche multicritère intégrant les méthodes d'évaluation et références suivantes :

- A titre principal :
 - o Actualisation des flux de trésorerie
- A titre d'information :
 - o Multiples boursiers des sociétés comparables
 - o Référence au cours de bourse

Compte tenu des spécificités des différentes branches d'activité, les méthodes d'évaluation par actualisation des flux de trésorerie et par référence aux multiples boursiers des sociétés comparables ont été mises en œuvre par somme des parties.

Date de l'évaluation

L'évaluation par actualisation des flux de trésorerie prend en compte un premier flux correspondant au second semestre 2016 obtenu par différence entre le budget annuel et le réalisé au 30 juin 2016, dernière date de publication de la société. Le flux a été actualisé à compter du 1^{er} novembre 2016.

Nombre de titres de référence

Le capital de la Société est composé de 62 757 065 actions en circulation au 30 juin 2016. Il n'existe pas à ce jour d'instrument dilutif.

La Société a mis en place un programme de rachat d'actions et un contrat de liquidité. Dans ce cadre, elle détient 39 015 titres en auto détention au 30 juin 2016.

Nous retenons dans nos travaux un nombre d'actions totalement dilué hors auto-détention de 62 718 050 actions.

Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres est calculé à partir de la situation au 30 juin 2016. Il intègre les principaux éléments suivants :

- ▶ La dette financière au 30 juin 2016, s'élevant à 798 millions d'euros, après déduction d'un montant de 5,6 millions d'euros correspondant à la valorisation des options de vente accordées aux actionnaires minoritaires des sociétés Fazzini et CP Holding, ces intérêts minoritaires étant traités spécifiquement ci-après ;
- ▶ (+) la valeur des provisions à caractère de dette (risques, litiges et restructuration) représentant 20 millions d'euros ;
- ▶ (+) la valeur des intérêts minoritaires pour 556 millions d'euros, que nous avons estimée sur la base des flux de trésorerie futurs actualisés pour les divisions Boissons, Santé et Retail (valeur centrale du DCF) et retenue pour leur valeur au bilan pour les divisions Automotive et Autres.

Et venant en diminution de l'endettement :

- ▶ (-) la trésorerie au 30 juin 2016, soit 218 millions d'euros ;
- ▶ (-) les autres actifs financiers considérés comme liquides représentant une valeur de 16 millions d'euros ;
- ▶ (-) la valeur des sociétés mises en équivalence pour 43 millions d'euros
- ▶ (-) le montant des impôts différés liés aux déficits reportables reconnus et non reconnus, soit 15 millions d'euros.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres correspond à une dette nette de 1 082,8 millions d'euros.

4.21 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux financiers issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Analyse du plan d'affaires de la Société – éléments de résultat

Un plan à long terme (« PLT ») couvrant la période 2016 - 2020 a été établi en début d'année 2016 selon une approche bottom-up. Il a été présenté au Conseil de surveillance en avril 2016. Ce plan intègre la croissance organique ainsi que des projets de croissance externe ou de développement de nouvelles activités.

Ce plan a été revu en septembre 2016 compte tenu des résultats du premier semestre qui sont substantiellement inférieurs au budget. La révision apportée consiste en la prise en compte d'un décalage d'un an à compter de 2017 dans l'atteinte des objectifs. Certains projets de croissance externe susceptibles d'être remis en question par les évolutions récentes (macro-économiques ou liées aux situations de certains pays) n'ont par ailleurs pas été intégrés. L'année 2016 n'a, elle, pas été revue suite aux dernières publications.

Le plan d'affaires présente les prévisions financières du groupe détaillées par grande division (Automotive, Pharmacie, Industries, Technologies et Retail). Il intègre une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires proche de 10 % due à une croissance soutenue dans la branche Automotive et au développement de la branche Retail. La marge d'EBITDA atteint 9,2% en fin de plan contre 9,8% en 2015 reflétant l'évolution du mix d'activités. La marge d'EBIT passe de 7,8% en 2015 à 7,6% en 2020. Les frais de holding représentent en moyenne 0,9% du chiffre d'affaires sur la période.

Les principales évolutions par branche d'activité sont les suivantes :

- Les activités Automobile et Equipement devraient enregistrer une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 10,5% sur la période 2015-2020 due aux efforts mis en place pour compenser les pertes de contrats de distribution enregistrées après le rachat par TTC. La marge d'EBITDA devrait légèrement se dégrader, du fait d'une politique commerciale volontariste, passant de 9,9% en 2015 à 9,4% en 2020. La marge d'EBIT passerait, elle, de 8,0% en 2015 à 8,4% en 2020 ;
- Eurapharma verrait son chiffre d'affaires progresser en moyenne de 4,6% par an sur la période 2015-2020. La marge d'EBITDA s'inscrirait en progression atteignant 9,6% en 2020 contre 9,1% en 2015, et la marge d'EBIT passerait de 8,4% en 2015 à 8,6% en 2020 ;
- La branche Industries connaîtrait une stabilité du chiffre d'affaires sur la période 2015-2020, la forte baisse enregistrée en 2016 étant compensée en fin de période par un redémarrage des activités (nouveaux projets de brasseries, développement des autres activités). La marge d'EBITDA se dégraderait compte tenu de la situation concurrentielle (avec le rachat par Castel du principal concurrent), passant de 25,1% en 2015 à 24,3% en 2020. Du fait de l'évolution des dotations aux amortissements due aux plans d'investissement, la marge d'EBIT baisserait plus significativement, passant de 19,3% à 16,2% ;
- CFAO Technologies devrait voir son chiffre d'affaires progresser de 3,9% par an en moyenne sur la période 2015-2020. La marge d'EBITDA devrait progresser de 100 bp pour atteindre 7,7% en 2020 du fait de l'évolution du mix d'activité. La marge d'EBIT atteindrait 6,8% en 2020 contre 5% en 2015 ;
- L'activité Retail, dont le chiffre d'affaires s'établit à 5 millions d'euros en 2015, année d'ouverture du premier centre commercial, atteindrait en 2020 un chiffre d'affaires de l'ordre de 600 millions d'euros grâce aux ouvertures de nouveaux centres commerciaux (projets identifiés, l'ensemble des permis de construire n'étant cependant pas obtenus à ce jour). Compte tenu des investissements et des frais d'ouverture cette activité ne devient profitable qu'en fin de plan, avec en 2020 une marge d'EBITDA de 5,1 % et une marge d'EBIT de 3,0 %.

Rapport de l'Expert indépendant

En fin de plan, les taux de croissance des principales divisions sont significativement supérieurs aux taux de croissance économique des pays concernés. Par ailleurs la branche retail est encore en phase de développement. Nous avons donc construit une période d'extrapolation sur 5 années supplémentaires durant laquelle nous avons fait tendre la croissance de l'activité vers la croissance à l'infini. Durant cette période, la croissance s'établit à 8,3% en moyenne (avec un doublement du chiffre d'affaires Retail entre 2020 et 2025).

En ce qui concerne l'EBIT, nous avons retenu un taux normatif dès 2021. Sur la période 2016-2025, la marge d'EBIT globale s'établit en moyenne à 7,5% (correspondant à une marge d'EBITDA de 9,1 %), passant de 7,8% en 2015 à 7,7% en 2025. Hors branche retail la marge d'EBIT se situe à 8,2 % en 2025.

Sur l'ensemble de la période du plan d'affaires et d'extrapolation, nous avons retenu un taux d'imposition moyen de 34,0% correspondant à l'objectif global du management. Ce taux est inférieur au taux effectif de 37,4% supporté par la société en 2015. Notons que l'activité brassicole au Congo continuera de bénéficier pendant 5 ans d'un taux d'imposition minoré (taux de 15,0% conditionné au niveau des investissements). L'objectif de 34 %, qui intègre cette caractéristique, paraît ainsi ambitieux à tenir sur le long terme.

Au total, le plan d'affaires peut être qualifié de volontariste, particulièrement au vu des évolutions récentes de l'activité et des résultats.

Analyse du plan d'affaires de la Société – éléments de bilan

Sur la durée du plan d'affaires, les investissements représentent en moyenne 3,1% du chiffre d'affaires. Le groupe a prévu en début de période des investissements de développement dans la branche automobile pour soutenir la croissance, et de remise à niveau des installations dans la branche pharmacie. La branche Retail supporte d'importants investissements sur l'ensemble de la période. Le ratio passe globalement de 3,8% en 2016 à 2,1% en 2020.

Sur la période d'extrapolation, nous avons retenu un ratio moyen de 1,5% proche du niveau normatif de 1,2% (la différence s'expliquant par les investissements encore à prévoir en début de période sur la branche retail).

Le BFR connaît une amélioration significative sur la période du plan d'affaires, passant de 21% en 2015 à 17% en 2020, l'essentiel de l'amélioration provenant d'un programme ambitieux dans la branche automobile.

Sur la période d'extrapolation, nous avons retenu un ratio moyen de 17% correspondant au niveau normatif.

4.211 Travaux d'évaluation

Flux normatif

Le flux normatif a été construit à horizon 2025 sur la base d'une croissance du chiffre d'affaires de 4,0% (comprise entre 3,1% et 4,5% selon les activités) et d'une marge d'EBIT moyenne de 7,7% (comprise entre 5,0% et 16,2% selon les branches).

Le niveau de BFR de 17% du chiffre d'affaires peut être considéré comme soutenable à long terme dans un contexte de poursuite des activités « stand alone ». Les investissements représentent 1,2% en moyenne et la dotation aux amortissements a été alignée sur ce niveau en fin de plan.

Le taux d'imposition ressort à 34,0%.

Croissance à l'infini

La croissance à l'infini a été estimée à partir des données fournies dans la World Economic Outlook Database du FMI sur la période 2016-2021. La croissance attendue pour 2021 pour les différents pays a été pondérée par la contribution de ces pays au chiffre d'affaires du groupe.

Nous retenons ainsi une croissance à l'infini de 4,0% en moyenne et présentons dans le tableau ci-dessous le taux retenu pour chaque branche d'activité :

Taux de croissance long terme

Automotive	4,5%
Eurapharma	3,5%
Industries	3,1%
Technologies	3,9%
Retail	4,0%

Taux d'actualisation

Les flux financiers ont été actualisés à mi-année, à compter du 1^{er} novembre 2016.

Un taux d'actualisation a été calculé pour chaque division du groupe.

Il a été déterminé sur la base des éléments suivants:

- un bêta désendetté compris entre 0,72 et 0,86, déterminé sur la base de la moyenne des bêta des échantillons de sociétés comparables par division ;
- une prime de risque Europe de 7,5 % (Consensus EY)
- un taux sans risque, correspondant à la moyenne 6 mois et 1 an des rendements des obligations d'Etat françaises à 10 ans au 31 octobre 2016, soit 0,3% et 0,5% ;
- une prime de risque pays additionnelle calculée sur la base d'estimations établies par Damodaran par pays pondérées par le chiffre d'affaires de chacune des divisions de CFAO dans les pays à risque ;
- une structure financière cible correspondant pour chaque division à la moyenne des sociétés comparables, et d'un coût de la dette après impôt de 3,8 %.

Rapport de l'Expert indépendant

	Beta désendetté	Structure financière D/C	Prime pays	Taux d'actualisation
Automotive	0,86	41,0%	6,1%	11,5%
Eurapharma	0,72	21,0%	4,3%	9,5%
Beverages	0,79	16,1%	8,1%	13,5%
Plastics	0,84	16,4%	8,1%	13,8%
Industries (=66% Beverages + 34% Plastics)				13,6%
Technologies	0,87	16,2%	7,3%	13,5%
Retail	0,86	53,4%	5,7%	11,0%

Résultats de nos travaux

Sur ces bases, la valeur des fonds propres s'établit à 2 172 millions d'euros et la valeur par action à 34,6 euros.

Les sensibilités à une variation de :

- +/- 0,25 point de taux de croissance ou de taux d'actualisation,
- +/- 0,25 point de marge d'EBIT terminale ou de taux d'actualisation,

sont présentées ci-après. Les valeurs par action ainsi obtenues sont les suivantes (en euros) :

Tables de sensibilité prix par action CFAO

		Taux d'actualisation				
Taux de croissance à l'infini		-0,50%	-0,25%	-	+0,25%	+0,50%
	-0,50%	36,2	34,4	32,8	31,2	29,8
	-0,25%	37,3	35,4	33,7	32,0	30,5
	-	38,5	36,5	34,6	32,9	31,3
	+0,25%	39,8	37,6	35,7	33,9	32,2
	+0,50%	41,2	38,9	36,8	34,9	33,1

Tables de sensibilité prix par action CFAO

		Taux d'actualisation				
Taux de marge d'EBIT normative		-0,50%	-0,25%	-	+0,25%	+0,50%
	-0,50%	35,1	33,3	31,6	30,0	28,5
	-0,25%	36,8	34,9	33,1	31,5	29,9
	-	38,5	36,5	34,6	32,9	31,3
	+0,25%	40,2	38,1	36,2	34,4	32,7
	+0,50%	41,8	39,7	37,7	35,8	34,1

Selon cette méthode, la valeur par action de la société CFAO ressort dans une fourchette de 32,9 euros à 36,5 euros, avec une valeur centrale à 34,6 euros par action.

Le prix proposé fait ressortir des primes par rapport aux valeurs résultant de l'analyse des flux futurs actualisés de 13,9% en fourchette basse et de 2,8% en fourchette haute.

Autres analyses de sensibilité

Le taux d'imposition de 34% retenu dans le plan d'affaires est sensiblement inférieur au taux effectif observé récemment (36,1% en moyenne sur les trois dernières années). Une augmentation de 1% du taux d'imposition prévisionnel conduirait à une baisse de la valeur de 0,7 euro par action.

Nos travaux sont basés sur le plan d'affaires sans y avoir apporté de modification. De ce fait, le flux retenu pour le second semestre 2016 est égal à la différence entre le budget 2016 et les agrégats publiés au titre du premier semestre (et sur 9 mois en ce qui concerne le chiffre d'affaires). Le management nous a confirmé que le second semestre ne s'annonçait pas meilleur que le premier et que le budget 2016 ne serait pas tenu. En retenant comme hypothèse alternative, des résultats au second semestre égaux à ceux du premier semestre, la valeur diminuerait de 0,7 euro par action.

4.22 Multiples boursiers des sociétés comparables

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité aux agrégats jugés pertinents.

Des sociétés cotées peuvent être considérées comme étant comparables dès lors qu'elles présentent de réelles similitudes avec la société analysée en termes de :

- Domaine d'activité (services, clientèle, secteur géographique)
- Taille (chiffre d'affaires ou capitalisation boursière, part de marché)
- Niveau et structure des marges
- Perspectives de croissance de chiffre d'affaires et de marge

Il n'existe pas de société directement comparable au groupe CFAO dans sa globalité en raison de la diversité de ses activités et de sa forte exposition à l'économie du continent africain.

Nous avons procédé à une valorisation par somme des parties du groupe CFAO, en constituant des sous-échantillons par division du groupe. A l'issue de nos analyses, nous avons retenu un échantillon pour chacun des métiers du groupe CFAO de sociétés ayant un positionnement similaire à celui de CFAO sur leurs métiers, disposant le cas échéant d'une exposition aux économies africaines et dont les perspectives de croissance et de rentabilité se rapprochent le plus possible de celles des divisions de CFAO. Nous avons éliminé de nos recherches les sociétés dont les titres sont insuffisamment liquides, ainsi que celles pour lesquelles la disponibilité des prévisions n'est pas satisfaisante.

La comparabilité des sociétés retenues restant imparfaite, nous ne présentons cette méthode qu'à titre d'information.

Rapport de l'Expert indépendant

Les niveaux de capitalisation boursière, de chiffre d'affaires et de marges d'EBITDA et d'EBIT des sociétés retenues sont présentés dans le tableau suivant.

Synthèse des comparables retenus - au 16 novembre 2016

Branches CFAO	Société	Pays	Devise	Capitalisation boursière	CA 2016e	CAGR 2016-2018e	Marge d'EBITDA 2016e	Marge d'EBIT 2016e
Automobile, Equipements et Services	Barloworld Ltd.	Afrique du Sud	ZAR	18 833	66 224	7,5%	9,9%	6,0%
	Dogus Otomotiv Servis ve Ticaret AS	Turquie	TRY	2 130	11 103	10,6%	3,9%	3,3%
	Imperial Holdings Limited	Afrique du Sud	ZAR	29 672	113 243	5,2%	7,7%	5,1%
	Inchcape plc	UK	GBP	2 684	7 441	3,0%	5,4%	4,6%
	GB Auto SAE	Egypte	EGP	3 074	13 835	15,0%	8,3%	6,9%
Eurapharma	Australian Pharmaceutical Industries Limited	Australie	AUD	834	3 643	7,2%	3,3%	2,6%
	Sigma Pharmaceuticals Ltd.	Australie	AUD	1 412	3 422	14,1%	3,3%	2,9%
	Oriola-KD Corporation	Finlande	EUR	773	1 654	3,2%	5,5%	3,7%
	Pelion S.A.	Pologne	PLN	578	9 271	3,9%	1,7%	1,1%
	Farmacol S.A.	Pologne	PLN	1 196	5 996	3,4%	1,9%	1,8%
Boissons	Ambev S.A.	Brésil	BRL	279 924	46 911	9,3%	43,9%	36,5%
	Anadolu Efes	Turquie	TRY	10 190	10 303	13,6%	17,1%	9,3%
	Heineken NV	Pays-Bas	EUR	40 351	20 658	3,4%	23,7%	17,3%
Plastiques	Societe BIC SA	France	EUR	5 683	2 281	4,9%	22,2%	17,9%
	Newell Brands Inc.	Etats-Unis	USD	22 639	13 609	7,5%	17,7%	15,3%
Technologies	Esprinet SpA	Italie	EUR	334	3 022	7,9%	1,5%	1,2%
	Ingram Micro Inc.	Etats-Unis	USD	5 756	41 231	2,6%	2,0%	1,7%
	Redington (India) Ltd.	Inde	INR	38 405	343 117	16,8%	2,4%	2,0%
	Datatec Limited	Afrique du Sud	USD	663	6 636	1,5%	2,7%	2,0%

La Valeur d'Entreprise (VE) utilisée pour déterminer les multiples est fondée sur la capitalisation boursière augmentée du dernier endettement net disponible et des intérêts minoritaires. Pour la capitalisation boursière, nous avons privilégié le cours spot au 16 novembre 2016, tout en nous assurant que le cours moyen pondéré un mois ne remettait pas en cause nos conclusions.

Nous avons déterminé les multiples 2016, 2017 et 2018 prévisionnels sur la base du consensus Capital IQ. Nous avons retenu le multiple de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBITDA et à l'EBIT, multiples usuels retenus par la Société.

Nous avons écarté le multiple de Valeur d'Entreprise rapportée au chiffre d'affaires qui ne permet pas de tenir compte des différences de profitabilité.

Nous avons également écarté les multiples de résultat net (PER) en raison des différences de politiques financières entre les différentes sociétés.

Rapport de l'Expert indépendant

Le tableau ci-après synthétise les multiples issus de notre échantillon :

Multiples par division (cours spot au 16/11/2016)

	VE / EBITDA			VE / EBIT		
	2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e
Barloworld Ltd.	4,6 x	4,5 x	4,1 x	7,8 x	7,3 x	6,6 x
Dogus Otomotiv Servis ve Ticaret AS	8,5 x	6,9 x	6,0 x	10,1 x	8,1 x	6,7 x
Imperial Holdings Limited	5,1 x	4,7 x	4,3 x	7,8 x	6,9 x	6,2 x
Inchcape plc	6,8 x	6,4 x	6,2 x	7,9 x	7,4 x	7,1 x
GB Auto SAE	8,1 x	6,7 x	5,4 x	9,8 x	7,9 x	6,7 x
Moyenne Automobile	6,6 x	5,9 x	5,2 x	8,7 x	7,5 x	6,7 x
Australian Pharmaceutical Industries Limited	7,2 x	6,8 x	6,4 x	9,1 x	8,6 x	8,1 x
Sigma Pharmaceuticals Ltd.	13,2 x	12,1 x	11,3 x	14,7 x	13,5 x	12,6 x
Oriola-KD Corporation	9,2 x	8,8 x	8,3 x	13,7 x	12,7 x	11,8 x
Pelion S.A.	8,1 x	7,7 x	7,1 x	12,7 x	12,1 x	11,1 x
Farmacol S.A.	7,2 x	6,2 x	6,3 x	7,9 x	7,6 x	8,0 x
Moyenne Eurapharma	9,0 x	8,3 x	7,9 x	11,6 x	10,9 x	10,3 x
Ambev S.A.	13,6 x	11,7 x	10,7 x	16,4 x	13,8 x	12,7 x
Anadolu Efes	10,4 x	9,2 x	8,0 x	19,1 x	15,8 x	12,8 x
Heineken NV	10,4 x	10,0 x	9,5 x	14,3 x	13,7 x	12,9 x
Moyenne Boissons	11,5 x	10,3 x	9,4 x	16,6 x	14,4 x	12,8 x
Societe BIC SA	11,1 x	10,2 x	9,6 x	13,8 x	12,6 x	11,8 x
Newell Brands Inc.	14,5 x	11,8 x	10,4 x	16,8 x	14,2 x	12,8 x
Moyenne Plastiques	12,8 x	11,0 x	10,0 x	15,3 x	13,4 x	12,3 x
Moyenne Industries*	11,9 x	10,5 x	9,6 x	16,1 x	14,1 x	12,6 x
Esprinet SpA	8,3 x	6,7 x	5,9 x	10,3 x	7,0 x	6,2 x
Ingram Micro Inc.	7,6 x	7,0 x	7,0 x	8,9 x	8,4 x	8,4 x
Redington (India) Ltd.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Datatec Limited	5,1 x	4,3 x	3,9 x	7,1 x	5,6 x	5,1 x
Moyenne Technologies	7,0 x	6,0 x	5,6 x	8,8 x	7,0 x	6,6 x

* Le multiple moyen applicable à la branche Industries correspond à la moyenne pondérée sur la base du chiffre d'affaires 2015, des multiples Boissons (66%) et Plastiques (34%)

La méthode des multiples issus de notre échantillon conduit ainsi aux valeurs suivantes :

- entre 26,9 euros et 35,1 euros sur la base du multiple moyen d'EBITDA ;
- entre 28,8 euros et 36,7 euros sur la base du multiple moyen d'EBIT.

Les valeurs hautes de ces fourchettes sont obtenues sur la base du budget 2016 de CFAO, non revu à ce stade suite aux dernières publications.

Sur la base des capitalisations boursières au 16 novembre 2016 des sociétés comparables, le prix de l'Offre fait ressortir des primes comprises entre 2,0 % et 39,5 % par rapport aux valeurs obtenues par cette méthode.

Rapport de l'Expert indépendant

4.23 Analyse du cours de bourse

Introduits le 2 décembre 2009 au prix de 26 euros, les titres de la société CFAO sont cotés depuis lors sur le compartiment A du marché Euronext Paris.

Du fait de la faible liquidité du titre, du faible flottant et du fait que la Société n'est suivie par aucun analyste, nous avons retenu cette méthode à titre d'information.

Cours de bourse CFAO

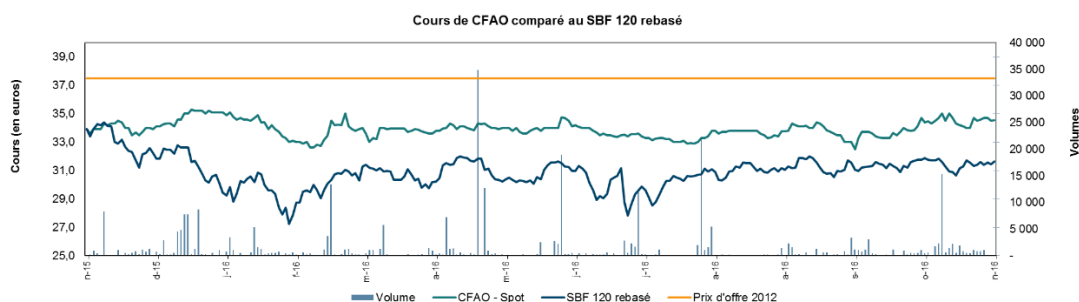
Cours - en €	11/21/2016	Liquidité - 11/21/2016	en Milliers
Spot	34,6	Moyenne volume 1 mois	1,577
Capitalisation boursière en M€	2 168,3	Moyenne volume 3 mois	0,923
Moyen pondéré 1 mois	34,7	Moyenne volume 6 mois	1,124
Moyen pondéré 3 mois	34,3	Somme volume 1 an	325,150
Moyen pondéré 6 mois	34,0	NOSH	62 757,065
Moyen pondéré 12 mois	34,2	Flottant	2,25%
Plus haut 12 mois	35,3	Rotation du capital 1 an	0,52%
Plus bas 12 mois	32,5	Rotation du flottant 1 an	23,03%

Source : Datastream

Les taux de rotation du capital et du flottant sur les douze derniers mois s'établissent respectivement à 0,52 % et 23,03 %.

Le graphique suivant montre l'évolution du cours de bourse du titre CFAO sur une année glissante, comparé à l'indice SBF 120 (rebasé) sur la même période :

Evolution du cours de bourse de CFAO comparée à l'indice SBF 120



Depuis un an, le titre CFAO a suivi l'évolution de l'indice SBF 120 avec une tendance à amortir les mouvements du marché. Le prix du titre est resté relativement stable sur cette période, entre 32,5 euros et 35,3 euros.

Notons que le plus haut historique a été atteint le 20 juillet 2012, à 40,44 euros, soit quelques jours avant l'annonce du rachat de bloc par TTC. Le plus bas historique a été atteint le 25 mai 2010 à 20,70 euros.

Rapport de l'Expert indépendant

Analyse des primes implicites de l'Offre par rapport aux cours de bourse historiques avant l'annonce de l'opération

Nous retenons comme date de référence pour notre analyse le cours au 21 novembre 2016 :

Cours de bourse CFAO

Cours - en €	Prime / Offre	
	11/21/2016	2012 - 37,5 €
Spot	34,6	8,5%
Capitalisation boursière en M€	2 168,3	N/A
Moyen pondéré 1 mois	34,7	7,9%
Moyen pondéré 3 mois	34,3	9,5%
Moyen pondéré 6 mois	34,0	10,3%
Moyen pondéré 12 mois	34,2	9,7%
Plus haut 12 mois	35,3	6,2%
Plus bas 12 mois	32,5	15,4%

Source : Datastream

Le prix d'offre fait ressortir une prime de 6,2 % par rapport au cours maximum observé sur les douze derniers mois précédant la date d'annonce de l'Offre. Il fait également ressortir des primes comprises entre 7,9 % à 10,3 % par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes sur les périodes 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois.

5. Analyse des éléments d'appréciation du prix mentionnés dans la note d'information

5.1 Présentation des méthodes écartées

L'établissement présentateur a écarté les méthodes suivantes : Actif Net Comptable, Actif Net Réévalué, méthode du rendement, transactions comparables, transactions récentes sur les actions de la Société.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur ce point.

5.2 Présentation des méthodes retenues

La banque présentatrice a retenu les méthodes suivantes :

- A titre principal,
 - o l'actualisation des flux futurs de trésorerie,
 - o l'analyse du cours de bourse,
- A titre d'information :
 - o la méthode des comparables boursiers,

Nous n'avons pas de divergence sur les méthodes retenues.

5.3 Données financières

5.31 Nombre de titres retenus

Le nombre de titres retenu par la banque présentatrice s'établit à 62 718 050 actions hors autocontrôle. Nous retenons le même nombre de titres.

5.32 Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

La banque présentatrice retient une dette nette corrigée de 996,6 millions d'euros.

Les principales différences avec le montant de 1082,8 millions d'euros que nous retenons sont les suivantes :

- venant augmenter la dette nette dans le calcul de la banque présentatrice
 - o le montant des provisions pour retraites que nous traitons comme un élément de BFR soit 43,8 millions d'euros ;
 - o la non prise en compte de la valeur actualisée des déficits reportables que nous retenons pour 13,0 millions d'euros ;
- venant diminuer la dette nette
 - o le montant des autres actifs financiers, que nous retraitions des actifs nécessaires à l'exploitation (cautions et garanties, prêts aux pharmacies) soit une différence de 68,8 millions d'euros ;
 - o l'ajustement de BFR correspondant au BFR du second semestre que nous intégrons dans les flux du DCF, soit 34,8 millions d'euros ;
 - o l'écart sur la valeur des intérêts minoritaires, soit 34,1 millions d'euros, tenant principalement au fait que la banque présentatrice a retenu une hypothèse de répartition des frais de holding au prorata du chiffre d'affaires pour la période 2016-2025 alors que nous avons retenu la répartition effective observée en 2015 ;
 - o l'écart résiduel de 5,8 millions d'euros s'explique par le traitement fiscal des provisions à caractère de dettes.

5.4 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie

5.41 Prévisions retenues

Comme nous, la banque présentatrice a fondé ses travaux sur le plan d'affaires 2016-2020 présenté par le management sans y apporter de corrections, à l'exception du premier flux 2016 qu'elle a modélisé sur la base de la moitié du budget 2016.

Elle a modélisé une période d'extrapolation sur cinq années supplémentaires pour faire tendre, pour chaque branche la croissance vers la croissance à l'infini. Nous avons procédé à la même modélisation. Les différences tiennent aux taux de croissance à l'infini retenus pour chacune des branches. Ces taux sont compris entre 2,4% (industries) et 4,5% (auto) pour la banque présentatrice. Nous avons retenu des taux compris entre 3,1% (industries) et 4,5% (auto).

Sur la période 2021-2025, la banque présentatrice retient ainsi une croissance moyenne du chiffre d'affaires de 7,7% avec une marge d'EBIT moyenne de 7,6%. Nous retenons sur la même période une croissance moyenne de 8,3% avec une marge d'EBIT moyenne de 7,7%.

5.42 Taux d'actualisation

La banque présentatrice a retenu des taux d'actualisation compris entre 9,1% (pharmacie) et 13,1% (industries et technologie), correspondant à :

- Un taux sans risque de 0,16 % (spot 31 octobre 2016, source Associés en Finance)
- Une prime de risque de 7,05 % (spot 31 octobre 2016, source Associés en Finance)
- Des bêta désendettés compris entre 0,8 et 1,1 (source Barra)
- Des primes de risque pays additionnelles comprises entre 2,7% (santé) et 7% (industries). Ces primes résultent de moyennes de différentes méthodes (écart de rendement avec le bund, taux des CDS 10 ans, régression spreads / rating)
- Une hypothèse de gearing nul

Nous avons retenu des taux d'actualisation compris entre 9,5% (pharmacie) et 13,6% (industries) tels que détaillés précédemment. Les principales différences tiennent au niveau de la prime de risque et de bêta retenus.

5.43 Résultats obtenus

Sur la base des éléments présentés ci-avant, la banque présentatrice conclut à une fourchette de prix par action comprise entre 31,6 euros et 36,7 euros, et une valeur centrale de 34,0 euros.

Nos travaux conduisent à une valeur par action comprise entre 32,9 euros et 36,5 euros, et une valeur centrale de 34,6 euros.

5.5 Méthode des comparables boursiers

Cette méthode a été présentée à titre d'information par la banque présentatrice, et mise en œuvre par somme des parties. Nous avons retenu la même approche.

Les principales différences dans la constitution des échantillons par branche d'activité sont les suivantes (pour l'Automobile et Equipement, nos échantillons sont identiques) :

- Santé : nous n'avons pas retenu Celesio en raison de l'absence de prévisions d'analystes dans nos bases de données, ni Selçuk Ecza Deposu en raison d'une trop faible liquidité. Nous avons en revanche intégré Sigma Pharmaceuticals et Australian Pharmaceutical ;
- Technologies : nous n'avons pas retenu Atos et Sopra compte tenu de leur taille par rapport à celle de la branche Technologies de CFAO. Nous avons retenu un échantillon composé de sociétés de plus petite taille et actives de manière significative dans des économies en développement : Esprinet, Ingram Micro, Redington et Datatec ;
- Industries : nous n'avons pas retenu Femsa dont l'activité est exclusivement réalisée dans les soft drinks et avec les marques de Coca Cola, ni EABL et Nigerian Breweries dont la liquidité est réduite. Nous avons en revanche intégré la société brésilienne Ambev et tenu compte de la part de l'activité réalisée hors activités brassicoles au travers de Bic et Newell Brands.

Rapport de l'Expert indépendant

Les multiples d'EBIT et d'EBITDA pour 2016, 2017 et 2018 ont été calculés par la banque présentatrice sur la base des cours moyens 1 mois au 16 novembre 2016. Nous avons calculé les ratios sur la base des cours spot au 16 novembre 2016.

Sur la base des éléments présentés ci-avant, la banque présentatrice conclut à une fourchette de valeurs par action comprise entre 25,2 euros et 30,0 euros pour le multiple d'EBITDA, et entre 27,6 euros et 32,9 euros pour le multiple d'EBIT.

Nos travaux conduisent à une valeur par action comprise entre 26,9 euros et 35,1 euros pour le multiple d'EBITDA et entre 28,8 euros et 36,7 euros pour le multiple d'EBIT.

5.6 Analyse du cours de bourse

L'analyse réalisée par la banque présentatrice sur le cours de bourse n'appelle pas de commentaires de notre part.

6. Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable du prix offert

6.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, le prix offert dans le cadre de l'Offre, soit 37,5 euros par action, fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

	Valorisation de CFAO en € expert indépendant	Prime / (décote) sur le prix d'offre (37,5€)	Etablissement présentateur
<u>Méthode retenue à titre principal</u>	37,5 €		
DCF	32,9  36,5	13,9% 2,8%	31,6 36,7
<u>Méthodes retenues à titre informatif</u>			
Cours de bourse - spot 21/11/2016	34,6 	8,5%	34,6
Cours de bourse - moy 1 mois	34,7 	7,9%	34,7
Cours de bourse - moy 3 mois	34,3 	9,5%	34,3
Cours de bourse - moy 6 mois	34,0 	10,3%	34,0
Cours de bourse - moy 12 mois	34,2 	9,7%	34,2
Comparables boursiers	26,9  36,7	39,5% 2,0%	25,2 32,9

CFAO étant détenue par TTC à près de 98% avant l'Offre, il nous a été confirmé que l'Offre n'était pas susceptible de générer à court terme de synergies de revenus ou de coûts autres que l'économie de coûts liée à l'arrêt de la cotation en bourse.

Il nous a été indiqué que des synergies pourraient bénéficier à moyen terme à l'initiateur sans qu'elles aient été à ce stade identifiées ou chiffrées.

6.2 Attestation sur le caractère équitable de l'Offre

Nous avons été désignés en qualité d'expert indépendant par la Société CFAO sur le fondement de l'article 261-1 I 1° et II du règlement général de l'AMF au titre du risque de conflit d'intérêt au sein du Conseil de surveillance de la Société qui est détenue à plus de 95 % par TTC, ainsi que dans la perspective de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Notre mission vise à apprécier le caractère équitable du prix offert par TTC aux actionnaires de CFAO dans le cadre de la procédure d'offre publique de retrait prévue à l'article 236-3 du règlement général de l'AMF et de la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article 237-1 du même règlement.

Le prix proposé aux actionnaires de CFAO s'établit à 37,5 euros par action.

A l'issue de nos travaux, nous observons que le prix de 37,5 euros par action :

- fait ressortir une prime de 8,4 % par rapport à la valeur centrale issue d'une analyse des flux futurs actualisés (DCF) sur la base du plan d'affaires établi par la Société, étant rappelé que le plan d'affaires repose sur des hypothèses économiques, au cas particulier pouvant être qualifiées de volontaristes au regard des réalisations récentes, dont la variation est susceptible d'entraîner des impacts sensibles sur la valeur ;
- fait ressortir des primes comprises entre 2,0 % et 39,5 % par rapport aux valeurs ressortant d'une analyse des comparables boursiers présentée à titre d'information ;
- fait ressortir une prime de 8,5 % sur le cours au 21 novembre 2016 avant annonce de l'Opération et des primes comprises entre 7,9 % et 10,3 % sur les cours moyens pondérés 1 mois et 6 mois.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix de 37,5 euros par action que l'Initiateur envisage d'offrir dans le cadre de l'offre publique de retrait et du retrait obligatoire qui s'ensuivra, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société CFAO.

Paris, le 22 novembre 2016

Alban Eyssette

Sonia Bonnet-Bernard

ANNEXES

ANNEXE 1 : PRESENTATION DE LA SOCIETE RICOL LASTEYRIE CORPORATE FINANCE

Avec une équipe resserrée de professionnels reconnus dans leurs spécialités, Ricol Lasteyrie Corporate Finance intervient, depuis sa création, dans tous les domaines liés à l'analyse financière et à l'évaluation d'entreprises, que ce soit dans le cadre de :

- missions légales : commissariat aux apports et à la fusion ;
- missions contractuelles : expertise indépendante, évaluation d'entreprises et support aux contentieux.

Ricol Lasteyrie Corporate Finance a acquis au cours des années une expérience reconnue dans les opérations qui requièrent une appréciation particulière de l'équité entre actionnaires et plus généralement en matière d'expertise indépendante et d'attestation d'équité.

Ricol Lasteyrie Corporate Finance est doté d'une charte qualité, téléchargeable sur son site Internet : www.ricol-lasteyrie.fr

Ricol Lasteyrie Corporate Finance est depuis avril 2015 membre du réseau EY.

ANNEXE 2 : EXPERTISES INDEPENDANTES REALISEES AU COURS DES DEUX DERNIERES ANNEES

Ricol Lasteyrie est intervenu en qualité d'expert indépendant dans le cadre des opérations suivantes portant sur des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé :

Date	Cible	Acquéreur	Banques présentatrices	Type d'opération
déc.-15	NextRadio TV	Group News Participations	BNP Paribas	OPAS
nov.-15	Nergeco	Assa Abloy	Neufize OBC	OPAS RO
mai-15	Stallergènes	Ares Life Sciences	BNP Paribas	Rapprochement avec AresAllergy Holdings Inc
mars-15	O2i	Prologue	Invest Securities	OPE
nov.-14	Bull	Atos SE	Rothschild, Natixis	OPR-RO
oct.-14	Utopia	Utopia Management CLdN	N/A	OPR ⁽¹⁾
août-14	Guy Degrenne	Diversita	N/A	Augmentations de capital réservées
avr.-14	Boursorama	Société Générale	Société Générale	OPAS
janv.-14	Orège	Eren	Société Générale, Invest Securities	OPAS
sept.-13	Osiatis	Econocom	Oddo Corporate Finance	Offre mixte
mars-13	Siparex Croissance	Siparex Croissance	Neufize OBC (groupe ABN)	OPRA
févr.-13	Supra	Supra Holding	Oddo Corporate Finance	OPR-RO
févr.-13	Aérowatt	JMB Energie	Palatine	OPAS
oct.-12	CFAO	Toyota Tsusho Corporation	Rothschild & Cie Banque, CA CIB	OPA
sept.-12	LaCie	Seagate Singapore International Headquarters Pte. Ltd	Morgan Stanley	OPAS
mai-12	Foncière Masséna	Masséna Property	CM CIC Securities	OPR-RO
mai-12	ActivIdentity Europe	ActivIdentity Corporation	Oddo Corporate Finance	OPR-RO
janv.-12	Infovista	Project Metro Acquico SAS (Thoma Bravo)	Bryan, Garnier & Co	OPAS
janv.-12	Société Vermandoise de Sucrieries / Société Sucrière de Pithiviers le Vieil	Cristal Union et Champenoise de Gestion / Cristal Union et Vermandoise de Sucrieries	CA CIB	OPAS

Rapport de l'Expert indépendant

ANNEXE 3 : ADHESION A UNE ASSOCIATION PROFESSIONNELLE RECONNUE PAR L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

Ricol Lasteyrie Corporate Finance adhère depuis le 1^{er} juillet 2008 à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle reconnue par l'Autorité des marchés financiers en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Par ailleurs, Ricol Lasteyrie Corporate Finance est doté d'une charte qualité prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance de la société et éviter les situations de conflits d'intérêts ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

ANNEXE 4 : MONTANT DE LA REMUNERATION PERCUE

Pour l'ensemble de la mission, notre rémunération s'est élevée à 220.000 euros, hors taxes et hors frais.

ANNEXE 5 : DESCRIPTION DES DILIGENCES EFFECTUEES

Nous avons mis en œuvre le programme de travail suivant :

Prise de connaissance de l'Opération et acceptation de la mission
Identification des risques et orientation de la mission
Collecte des informations et des données nécessaires à la mission : • prise de connaissance des notes d'analyse sur le secteur et les sociétés comparables
Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de CFAO
Analyse du cours de bourse : • analyse du flottant et de la liquidité • analyse de l'évolution du cours
Mise en œuvre d'une approche d'évaluation par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels : • analyse du plan d'affaires préparé par le management de la Société • travaux d'évaluation • analyses de sensibilité
Mise en œuvre d'approches d'évaluation analogiques • constitution d'un échantillon de sociétés cotées comparables • détermination des multiples et des valeurs en découlant • recherche de transactions comparables
Discussions avec le comité ad hoc de membres indépendants du conseil de surveillance
Obtention de lettres d'affirmation des représentants de l'Initiateur et de la Société
Analyse de la note d'information et du rapport d'évaluation de l'établissement présentateur
Note de synthèse
Revue indépendante
Rédaction du rapport

Rapport de l'Expert indépendant

ANNEXE 6 : CALENDRIER DE L'ETUDE

- Désignation de Ricol Lasteyrie Corporate Finance en qualité d'expert indépendant par la Société le 19 septembre 2016 et confirmation par le Conseil de la Société le 25 octobre 2016
- Réunion de présentation de l'Opération : 3 octobre 2016
- Réunions et contacts avec le management de CFAO, et/ou l'établissement présentateur et le conseil : 21 septembre, 7, 10, 17 et 19 octobre et 4 novembre 2016
- Réunions avec les administrateurs indépendants de la Société : 3, 14 et 18 novembre 2016
- Remise de pré-rapports aux administrateurs indépendants : 11 et 16 novembre 2016
- Remise du rapport définitif et présentation au Conseil de surveillance : 22 novembre 2016

ANNEXE 7 : LISTE DES PERSONNES RENCONTREES ET/OU CONTACTEES

CFAO

- Olivier Marzloff – Secrétaire Général
- Alain Pécheur – Directeur Financier
- Florent Montaubin – Directeur du Développement et du Planning Stratégique
- Jun Shiratori – Directeur Alliance Office-Corporate
- Pierre-Henri Legrand – Directeur Juridique et Fiscal

Comité ad hoc de membres indépendants du Conseil de surveillance CFAO

- Sylvie Rucar (Présidente)
- Nathalie Delapalme
- Corinne Le Goff
- Jean-Charles Pauze

Etablissement présentateur, BNP Paribas

- Nicolas Cuzol – Directeur
- Nicolas Elissalde
- Jean-Pascal Tortel
- Louis Bevitori

ANNEXE 8 : SOURCE DES INFORMATIONS UTILISEES

- Informations significatives communiquées par CFAO et ses conseils :
 - Présentation de la Société
 - Business plan
 - Documents juridiques
 - Note d'information conjointe relative à l'Offre
- Informations significatives communiquées par la banque présentatrice :
 - Rapport d'évaluation
- Informations de marché :
 - Notes d'analyse financière et transactions comparables : Thomson One Banker, Mergermarket
 - Données de marché : Datastream, Associés en Finance, Capital IQ

ANNEXE 9 : PERSONNEL ASSOCIE A LA REALISATION DE LA MISSION

La mission a été conduite par :

- Sonia Bonnet-Bernard, Associée Gérante, diplômée d'expertise comptable et titulaire d'une Maîtrise de Sciences et Techniques Comptables et Financières de Paris Dauphine. Dotée de près de 30 ans d'expérience dans les domaines comptables et financiers, associée gérante de Ricol Lasteyrie Corporate Finance depuis 1998, responsable du pôle Attestation-Evaluation, elle est membre de l'Autorité des normes comptables, vice-présidente de l'APEI et présidente de la Société Française des Evaluateurs (SFEV).
- Alban Eyssette, Associé, diplômé de l'ESC Toulouse et de Paris Dauphine (DESS 225 de Finance d'Entreprise), justifiant d'une expérience de plus de 15 ans comme analyste financier et directeur de la recherche actions, est présent chez Ricol Lasteyrie Corporate Finance depuis 2008. Il est administrateur de la Société Française des analystes financiers (SFAF) et membre de la SFEV.
- Antoine Guéguen, Manager, diplômé de l'Ecole Centrale Paris, a rejoint Ricol Lasteyrie Corporate Finance en 2012 après plusieurs stages en capital investissement, au sein de l'équipe fonds de fonds Amundi Private Equity Funds et au sein de l'équipe Infrastructure d'Ardian. Au sein de Ricol Lasteyrie Corporate Finance, il intervient principalement sur des travaux d'évaluation, d'attestation d'équité and d'assistance à partie dans le cadre de litiges
- Olivia Gilquin, Analyste, diplômée de l'Université Paris-Dauphine en Finance d'entreprise et justifiant d'une expérience de trois ans en audit financier, a rejoint EY en 2012, après plusieurs stages en Corporate Finance
- Alexandre Bauden, Consultant Junior, diplômé du Master Grande Ecole de Néoma Business School, spécialisation Finance d'Entreprise, a rejoint l'équipe Valuation and Business Modelling d'EY en janvier 2016

La revue indépendante a été effectuée par Gilles Vantelon (Associé).

6. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil de surveillance de la Société se sont réunis le 22 novembre 2016 afin de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente l'Offre et les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Les termes définis utilisés dans l'avis motivé ci-dessous correspondent aux termes tels que définis dans le présent projet de note d'information conjointe.

« Tous les membres du conseil de surveillance étaient présents ou représentés lors de cette réunion, étant précisé que MM. Yasuhiko Yokoi et Takashi Hattori, représentants du groupe TTC au sein du conseil de surveillance de la Société, ont fait état d'un conflit d'intérêts et ont indiqué qu'ils s'abstiendraient de voter sur toute délibération du conseil de surveillance dont l'objet serait notamment de prendre position sur le projet d'offre publique de retrait qui sera immédiatement suivie d'un retrait obligatoire initiée par TTC, visant la totalité des actions de la Société non encore détenues par TTC et qui n'auront pas été présentées à l'offre publique de retrait.

En application de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le conseil de surveillance de la Société est tenu d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Afin d'évaluer l'Offre de manière diligente et de rendre un avis motivé sur l'Offre, le conseil de surveillance de la Société a mis en place, le 25 octobre 2016, un comité des membres indépendants du conseil de surveillance composé de Mme Sylvie Rucar (présidente), Mme Nathalie Delapalme, Mme Corinne Le Goff et M. Jean-Charles Pauze (le « **Comité des Membres Indépendants** »).

La présidente du Comité des Membres Indépendants du conseil de surveillance, Mme Sylvie Rucar, fait remarquer aux membres du conseil de surveillance que le conseil de surveillance a notamment reçu :

- le projet de note d'information conjointe qui sera déposé auprès de l'AMF comprenant notamment les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur à l'issue de la réalisation de l'Offre, les termes de l'Offre et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre (y compris de l'indemnité du Retrait Obligatoire) établis par BNP Paribas, agissant en tant qu'établissement présentateur de l'Offre ;
- le rapport remis par le cabinet Ricol Lasteyrie, représenté par Mme Sonia Bonnet-Bernard et M. Alban Eyssette, qui a été nommé en qualité d'expert indépendant par la Société en application des dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, portant sur les conditions financières de l'Offre ;
- les projets des documents « autres informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société ; et
- le projet de communiqué de presse normé (établi conjointement par TTC et la Société) annonçant le dépôt du projet d'Offre et devant être diffusé par un diffuseur professionnel.

Il convient de noter que préalablement à la présente réunion du conseil de surveillance de la Société, les membres du Comité des Membres Indépendants du conseil de surveillance (soit Mme Sylvie Rucar, Mme Nathalie Delapalme, Mme Corinne Le Goff et M. Jean-Charles Pauze) se sont réunis à plusieurs reprises afin d'examiner et de débattre des termes du projet d'Offre et de formuler une recommandation au conseil de surveillance de la Société basée notamment sur le Rapport de l'Expert Indépendant et sur le projet de note d'information conjointe. Eu égard aux discussions entre ses membres et aux documents examinés, le Comité des Membres Indépendants a recommandé au conseil de surveillance de la Société d'émettre un avis favorable sur l'Offre et de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait.

La présidente du Comité des Membres Indépendants rappelle aux membres du conseil de surveillance le succès de l'Offre Publique d'Achat et qu'à l'issue du règlement-livraison de l'Offre Publique d'Achat à la suite de sa réouverture le 20 décembre 2012, TTC a franchi les seuils de 95 % du capital social et des droits de vote de la Société.

Les Actions non détenues par TTC représentant moins de 5 % du capital social et des droits de vote de la Société, TTC entend désormais déposer une offre publique de retrait en numéraire suivie par un retrait obligatoire en numéraire visant la totalité des Actions restantes. La présidente du Comité des Membres Indépendants indique aux membres du conseil de surveillance que le projet d'Offre devrait être déposé auprès de l'AMF le 22 novembre 2016.

La présidente du Comité des Membres Indépendants informe les membres du conseil de surveillance qu'à la date du projet de note d'information conjointe, TTC détient directement 61 495 653 Actions représentant 97,99 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société.

La présidente du Comité des Membres Indépendants informe les membres du conseil de surveillance que le Retrait Obligatoire aura pour conséquence que les Actions seront radiées d'Euronext Paris le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre Publique de Retrait.

Le conseil de surveillance de la Société a également pris en compte les éléments suivants :

- *Indemnisation du Retrait Obligatoire.* Le conseil de surveillance de la Société constate que les Actions non encore détenues par TTC et qui ne seront pas présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à TTC, dans le cadre du Retrait Obligatoire, moyennant une indemnisation d'un montant égal au prix unitaire de l'Offre Publique de Retrait, soit 37,50 euros par Action (nette de tous frais).
- *Réduction des coûts opérationnels.* Le conseil de surveillance de la Société constate que le Retrait Obligatoire permettrait à la Société de radier ses Actions d'Euronext Paris et, par conséquent, de réduire les coûts réglementaires et administratifs liés à une telle cotation.
- *Liquidité totale et immédiate.* Le conseil de surveillance de la Société constate que le projet d'Offre permettrait aux actionnaires minoritaires d'obtenir une liquidité totale et immédiate de leurs Actions.
- *Consolider la participation de TTC.* Le conseil de surveillance de la Société estime que la consolidation de la participation de TTC dans la Société bénéficiera à la Société, et en particulier, le conseil de surveillance de la Société a pris en compte les facteurs en lien avec la poursuite du processus de rapprochement décrits aux sections 1.3.1 « *Stratégie et politique industrielle, commerciale et financière* » et 1.3.5 « *Synergies envisagées – Gains économiques attendus* » du projet de note d'information conjointe.
- *Projet de note d'information conjointe.* Le conseil de surveillance de la Société a pris en considération le projet de note d'information conjointe établi conjointement par TTC et la Société, qui inclut notamment les motifs de l'Offre, les intentions de TTC à l'issue de l'Offre, les accords pouvant avoir une incidence significative sur l'Offre, les termes de l'Offre et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre (y compris de l'indemnité du Retrait Obligatoire) établis par BNP Paribas, agissant en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, que TTC entend déposer auprès de l'AMF avec l'Offre le 22 novembre 2016.

Au vu du Rapport de l'Expert Indépendant, le conseil de surveillance de la Société prend également acte que, dans le cadre de son examen du prix et du montant de l'indemnisation proposés aux actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire, l'Expert Indépendant a constaté dans le Rapport de l'Expert Indépendant que le prix de 37,50 euros par Action :

- fait ressortir une prime de 8,4 % par rapport à la valeur centrale issue d'une analyse des flux futurs actualisés (DCF) sur la base du plan d'affaires établi par la Société, étant rappelé que

le plan d'affaires repose sur des hypothèses économiques, au cas particulier pouvant être qualifiées de volontaristes au regard des réalisations récentes, dont la variation est susceptible d'entraîner des impacts sensibles sur la valeur ;

- fait ressortir des primes comprises entre 2,0 % et 39,5 % par rapport aux valeurs ressortant d'une analyse des comparables boursiers présentée à titre d'information ; et
- fait ressortir une prime de 8,5 % sur le cours au 21 novembre 2016 avant annonce de l'opération et des primes comprises entre 7,9 % et 10,3 % sur les cours moyens pondérés 1 mois et 6 mois.

Le conseil de surveillance de la Société prend acte de l'opinion de l'Expert Indépendant quant au caractère équitable, d'un point de vue financier, du prix et du montant de l'indemnisation offerts dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire.

Le conseil de surveillance de la Société prend acte que le contenu intégral du Rapport de l'Expert Indépendant, en date du 22 novembre 2016, qui établit les hypothèses arrêtées, les procédures suivies, les questions soulevées et les limites de l'examen réalisé dans le cadre de la rédaction du Rapport de l'Expert Indépendant, sera intégralement reproduit à la section 5 du projet de note d'information conjointe mis à la disposition des actionnaires de la Société.

Enfin, le conseil de surveillance de la Société a examiné les conséquences potentielles de l'Offre sur les parties prenantes de la Société, y compris ses salariés, et note que l'Offre n'entraînera aucun changement de contrôle de la Société et que TTC n'anticipe pas d'incidences particulières sur la politique poursuivie par CFAO en matière d'emploi et de politique salariale.

Au vu de ces éléments et après en avoir délibéré, les membres du conseil de surveillance de la Société participant au vote, après avoir pris en considération les facteurs décrits ci-dessus, à l'unanimité :

- (i) considèrent que le projet d'Offre, en ce compris les termes de l'Offre Publique de Retrait ainsi que ceux du Retrait Obligatoire tels que décrits dans le projet de note d'information conjointe, est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;
- (ii) approuvent les termes du projet d'Offre, ainsi que le projet de note d'information conjointe et le document « autres informations » de la Société ;
- (iii) émettent un avis favorable sur l'Offre et :
 - a. recommandent à tous les actionnaires de la Société d'apporter leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait ;
 - b. formulent les recommandations ci-dessus tout en prenant acte de ce que, en toute hypothèse, les Actions non présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à TTC dans le cadre du Retrait Obligatoire, le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre Publique de Retrait et moyennant une indemnisation d'un montant égal au prix unitaire de l'Offre Publique de Retrait, soit 37,50 euros par Action, nette de tous frais ; et
- (iv) prennent acte que toutes les Actions auto-détenues par la Société, soit 38 277 Actions auto-détenues au 22 novembre 2016, représentant 0,06 % du capital social et des droits de vote de la Société, ne seront pas visées par l'Offre.

Le conseil de surveillance note que les membres du directoire et du conseil de surveillance de la Société n'apporteront pas leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait dans la mesure où (i) ils doivent détenir un certain nombre d'Actions du fait de leur statut de membres du directoire ou du conseil de surveillance (en vertu, respectivement, des dispositions des articles 10 et 11 des statuts de la Société), (ii) les Actions résultant de l'exercice des Options, le cas échéant, sont soumises à une période de conservation spécifique (tel que décrit à la section 2.4.1 du présent projet de note

d'information conjointe) et (iii) leurs Actions de Performance, le cas échéant, sont elles-aussi soumises à une période de conservation spécifique (tel que décrit à la section 2.4.2 du présent projet de note d'information conjointe). Le conseil de surveillance note également que leurs Actions seront dans tous les cas transférées à TTC dans le cadre du Retrait Obligatoire. »

Afin de déterminer si l'Offre est ou non dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et d'établir sa recommandation selon laquelle les actionnaires de la Société devraient accepter l'Offre Publique de Retrait et apporter leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait, le conseil de surveillance de la Société a pris en compte plusieurs éléments, et notamment les éléments développés ci-dessus.

Le Rapport de l'Expert Indépendant en date du 22 novembre 2016 qui établit les hypothèses arrêtées, les procédures suivies, les questions soulevées et les limites de l'examen réalisé dans le cadre de la rédaction du rapport, est intégralement reproduit à la section 5 du présent projet de note d'information conjointe, et CFAO recommande tout particulièrement aux actionnaires de la Société de lire attentivement le Rapport de l'Expert Indépendant dans son entier.

7. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DU PUBLIC DES INFORMATIONS RELATIVES A TTC ET CFAO

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de TTC et de CFAO feront l'objet de deux documents spécifiques déposés auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture l'Offre Publique de Retrait.

8. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION CONJOINTE

8.1 Pour l'établissement présentateur

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'il a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur, et les éléments d'appréciation du prix proposé, sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

BNP Paribas

8.2 Pour l'Initiateur

« A ma connaissance, les données relatives à la société Toyota Tsusho Corporation contenues dans le présent projet de note d'information conjointe sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Toyota Tsusho Corporation
M. Yasuhiko Yokoi
Vice-président exécutif

8.3 **Pour la Société**

« A ma connaissance, les données relatives à la société CFAO contenues dans le présent projet de note d'information conjointe sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

CFAO M. Richard Bielle Président du directoire
