

Offre publique d'achat simplifiée initiée par la société Finora

visant les actions de la société



NOTE D'INFORMATION EN REPONSE

ETABLI PAR LA SOCIETE ETAM DEVELOPPEMENT



En application des dispositions de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») a apposé le visa n°17-361 en date du 18 juillet 2017 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Etam Développement et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1, I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Avis important

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Ledouble, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Etam Développement (www.etamdeveloppement.com). Elle peut être obtenue sans frais auprès d'Etam Développement (57/59 rue Henri Barbusse - 92110 Clichy).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'Etam Développement seront mises à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique. Un communiqué de presse sera publié conformément aux dispositions de l'article 221-3 du règlement général de l'AMF afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

1. PRESENTATION DE L'OFFRE	3
2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE.....	4
2.1 Contexte de l'Offre	4
2.2 Motifs de l'Offre	4
2.3 Retrait obligatoire et radiation d'Euronext Paris	5
3. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'OFFRE	6
3.1 Pacte d'actionnaires.....	6
3.2 Intention des membres du conseil de surveillance.....	7
4. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT – ATTESTATION D'EQUITE	8
5. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE.....	74
6. ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE	77
6.1 Forme juridique de la Société	77
6.2 Structure du capital de la Société	79
6.3 Restrictions statutaires.....	80
6.4 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société	80
6.5 Titres comportant des droits de contrôle spéciaux	80
6.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel	80
6.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.....	80
6.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement de la gérance et à la modification des statuts	80
6.9 Pouvoirs de la gérance en particulier l'émission et le rachat d'actions.....	81
6.10 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	81
6.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil de surveillance, de la gérance ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	81
7. MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE.....	82
8. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE.....	83

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 234-2 et 233-1, 2° du Règlement général de l'AMF, la société Finora, société anonyme de droit belge au capital de 1 000 000 d'euros, dont le siège social est situé avenue Louise 130A, Ixelles – 1050, Bruxelles, Belgique, identifiée au Registre du commerce de Bruxelles sous le numéro d'entreprise 0812.682.925 (« **Finora** » ou l'« **Initiateur** »), agissant de concert avec les membres du Concert (tel que défini au paragraphe 2.1 ci-dessous), offre de manière irrévocable aux actionnaires de la société Etam Développement, société en commandite par actions, dont le siège social est situé 78, rue de Rivoli – 75004 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro 308 382 035 RCS Paris (« **Etam Développement** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité des actions de la Société non-détenues par le Concert au prix de 49,30 euros par action (dividende détaché) (l'« **Offre** »). A la date de la présente note en réponse, à l'exception des actions ordinaires Etam Développement, il n'existe aucun droit ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

Les actions Etam Développement sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000035743, mnémonique TAM.

Si le nombre d'actions Etam Développement non apportées à l'Offre par les actionnaires minoritaires ne représente pas, à la clôture de l'Offre, plus de 5% du capital social ou des droits de vote d'Etam Développement, l'Initiateur mettra en œuvre une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** ») conformément aux dispositions des articles 237-14 à 237-19 du Règlement général de l'AMF (voir le paragraphe 2.3 ci-dessous).

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par Natixis et Rothschild Martin Maurel. Seule Natixis garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

La durée de l'Offre sera de dix jours de négociation.

2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

2.1 Contexte de l'Offre

Finora est une société holding dont 100% du capital et des droits de vote sont détenus par la famille Milchior. A la date de la présente note en réponse, Finora détient 3 199 295 actions de la Société représentant 44,49% de son capital et 5 972 975 droits de vote représentant 43,61% de ses droits de vote.

Le 7 juin 2017, les familles Milchior, Tarica et Lindemann sont convenues d'un pacte d'actionnaires (le « **Pacte** ») dont les principales stipulations sont décrites au paragraphe 3.1 ci-dessous. Au résultat du Pacte, les familles Milchior, Tarica et Lindemann agissent de concert (le « **Concert** »). Le Pacte et ses principales stipulations ont fait l'objet d'une publicité par l'AMF conformément à la réglementation applicable (cf. D&I 217C1209 du 13 juin 2017).

Au résultat de cette mise en concert, le Concert a franchi à la hausse le seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société, déclenchant, en application des dispositions de l'article 234-2 du Règlement général de l'AMF, l'obligation de déposer une offre publique d'acquisition sur les titres de la Société.

A la date de la présente note en réponse, le Concert détient 6 923 288 actions et 13 411 461 droits de vote représentant, respectivement, 96,28% du capital et 97,92% des droits de vote de la Société.

Le 7 juin 2017, Finora et la Société ont publié un communiqué de presse annonçant, d'une part, la conclusion du Pacte et, d'autre part, l'intention de Finora de déposer une offre publique d'acquisition suivie d'un retrait obligatoire sur la totalité des actions Etam Développement non détenues par le Concert. L'AMF a en conséquence constaté (cf. D&I 217C1171 du 8 juin 2017) que cette publication marquait le début de la période de pré-offre visée à l'article 223-34 de son Règlement général.

2.2 Motifs de l'Offre

La baisse significative de la liquidité du titre de la Société depuis plusieurs années a conduit la famille Lindemann à s'interroger sur les modalités de détention et d'exercice de sa participation dans la Société. En parallèle, l'évolution récente du groupe et les enjeux stratégiques qui se posent désormais à lui – en particulier concernant l'évolution de l'activité prêt-à-porter, les perspectives d'activité en Chine et la nécessaire réorganisation de ces activités – ont conduit la famille Lindemann à souhaiter participer plus activement à la définition de la stratégie de la Société.

Les familles Milchior, Tarica et Lindemann se sont en conséquence rapprochées afin d'étudier ensemble quelles solutions pourraient être mises en œuvre collectivement pour assurer dans les meilleures conditions la poursuite du développement du groupe. Ce rapprochement les a conduits à conclure le Pacte, lequel est constitutif d'une action de concert au sens des dispositions de l'article L. 233-10 du Code de commerce.

Conformément à la réglementation applicable, les membres du Concert étaient en conséquence tenus de déposer la présente Offre, laquelle permettra d'offrir aux actionnaires de la Société une liquidité immédiate dans des conditions de prix que le marché ne parvenait pas à leur offrir.

2.3 Retrait obligatoire et radiation d'Euronext Paris

Si, à l'issue de l'offre, le nombre d'actions détenues par l'Initiateur et les personnes agissant de concert avec lui le permet, conformément aux dispositions des articles 237-14 à 237-16 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre du retrait obligatoire, étant précisé que les conditions de mise en œuvre d'un retrait obligatoire sont d'ores et déjà satisfaites.

Il est à ce titre précisé qu'à la date de la présente note d'information, le Concert détient d'ores et déjà un nombre d'actions Etam Développement représentant plus de 95% de son capital et de ses droits de vote (voir le paragraphe 2.1 ci-dessus).

En cas de Retrait Obligatoire, les actions Etam Développement qui n'auront pas été présentées à l'Offre seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation de leur titulaire pour un montant identique au prix de l'Offre, soit 49,30 euros par action Etam Développement (dividende détaché). Les actions Etam Développement seront radiées d'Euronext Paris le jour de négociation suivant la mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

3. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'OFFRE

Sous réserve du Pacte dont les principales stipulations sont décrites au présent paragraphe 3.1 ci-dessous, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun accord lié à l'Offre susceptible d'avoir un impact significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue. En particulier, aucun membre du concert partie au Pacte ne bénéficie d'un complément de prix ou d'un prix de sortie garanti.

3.1 Pacte d'actionnaires

Le 7 juin 2017, le Pacte, constitutif d'une action de concert vis-à-vis de la Société, a été conclu entre, (i) les membres du groupe familial Milchior (M. Pierre Milchior, M. Laurent Milchior, Mme Vanessa Milchior, Mme Michèle Rachel Milchior et la société Finora), (ii) les membres du groupe familial Tarica (Mme Marie-Claire Milchior épouse Tarica, M. Cyrille Tarica, M. William Tarica, Mme Karine Tarica) et (iii) les membres du groupe familial Lindemann (M. George Lindemann et les sociétés Linto et Inteco Investment (*limited liability companies* de droit américain), toutes deux contrôlées par M. George Lindemann et son frère M. Robert Lindemann).

Les principales stipulations du Pacte sont les suivantes :

Mise en œuvre d'une politique commune

Pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la Société, les parties se concerteront préalablement à toute décision du conseil de surveillance et de l'assemblée générale des actionnaires commanditaires de la Société, en particulier dans les domaines stratégiques suivants :

- (i) définition et mise en œuvre d'une stratégie concernant l'activité lingerie, notamment pour la consolidation de ses positions en France et l'amélioration de sa rentabilité à l'étranger,
- (ii) définition et mise en œuvre d'une stratégie concernant l'activité en Chine,
- (iii) définition et mise en œuvre d'une stratégie concernant l'activité prêt-à-porter,
- (iv) définition de la politique de distribution des dividendes qui, dans la mesure du possible, devra rester conforme à la pratique actuelle,
- (v) régulation des participations au capital de la Société.

Les parties maintiendront l'équilibre existant au sein du concert, à savoir la prédominance de la famille Milchior.

Composition du conseil de surveillance

Le Pacte prévoit que la famille Milchior disposera de deux représentants (dont le président) au conseil de surveillance de la Société et que les familles Tarica et Lindemann y disposeront chacune d'un représentant tant qu'elles détiendront au moins 5% du capital de la Société.

Droits spécifiques de la famille Lindemann

Dans les domaines stratégiques, la famille Lindemann disposera des droits spécifiques suivants :

- droit d'information régulière sur toute réflexion, étude, performance et évolution concernant les domaines stratégiques,
- droit de consultation préalable sur toute décision relevant des domaines stratégiques,

- droit de proposition de la famille Lindemann dans les domaines stratégiques, la proposition faisant alors l'objet d'un débat entre les parties.

Transferts de titres

Le Pacte prévoit les principales stipulations suivantes en matière de transferts de titres :

- Notification de transfert : toute partie souhaitant réaliser un transfert de titres doit au préalable notifier aux autres parties son projet de transfert ;
- Adhésion au pacte d'actionnaires : chaque partie transférant des titres à un tiers au pacte s'engage à obtenir l'adhésion dudit tiers au pacte, en la même qualité que la sienne, au plus tard concomitamment au transfert ;
- Droit de sortie conjointe : les parties disposent (i) d'un droit de sortie conjointe totale en cas de transfert d'une participation de contrôle par la famille Milchior et (ii) d'un droit de sortie conjointe proportionnelle en cas de transfert de titres ne portant pas sur une participation de contrôle ;
- Transferts libres : les transferts suivants ne sont pas soumis au droit de sortie conjointe : (i) transferts à des personnes contrôlées par ou contrôlant la partie concernée, (ii) transferts à des descendants en ligne directe dans le cadre de donations, (iii) transferts au sein de chacune des familles Milchior, Tarica et Lindemann, (iv) transferts entre la famille Tarica et la famille Milchior ;
- Obligation de sortie conjointe : la famille Tarica et la famille Lindemann sont soumises à une obligation de sortie conjointe en cas d'acceptation par la famille Milchior d'une offre ferme d'un tiers d'acquiescer la totalité des titres de la Société ;
- Anti-Dilution : les parties seront traitées *pari passu* pour toute émission de titres.

Durée du pacte d'actionnaires

Le Pacte est conclu pour une durée indéterminée avec un minimum de cinq ans. À l'issue de cette durée minimum, chaque partie peut résilier le Pacte moyennant un préavis de six mois.

3.2 Intention des membres du conseil de surveillance

Conformément aux dispositions de l'article 231-19, 6° du règlement général de l'AMF, les membres du conseil de surveillance de la Société ont indiqué selon le tableau suivant leur intention d'apporter ou de ne pas apporter leurs titres à l'Offre :

	Fonctions au sein du conseil de surveillance	Membres du Concert	Apport de actions à l'Offre
Madame Rachel Milchior	Présidente	Oui	Non
Monsieur Jacques Mahaut	Membre	Non	Oui
Monsieur Jean-Pierre Nordman	Membre	Non	Oui
Monsieur Raphaël Palti	Membre	Non	Oui
Monsieur Michel Rowan	Membre	Non	Oui
Monsieur Alexis Gurdjian	Membre	Non	Oui
Monsieur George Lindeman	Membre	Oui	Non
Madame Alexandra Rocca	Membre	Non	Oui
Madame Catherine Barba	Membre	Non	Oui
Madame Emmanuelle de Noirmont	Membre	Non	Oui

4. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT – ATTESTATION D'EQUITE

Conformément aux dispositions de l'article 261-1, I et II, du Règlement général de l'AMF, le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Madame Stéphanie Guillaumin, a été désigné le 7 juin 2017 par le conseil de surveillance de la Société en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financière de l'Offre et le Retrait Obligatoire.

Ce rapport en date du 28 juin 2017 et son addendum en date du 11 juillet 2017 sont intégralement reproduits ci-dessous.



Ledouble

ETAM DÉVELOPPEMENT

57 – 59 rue Henri Barbusse
92110 Clichy

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE
SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE
INITIÉE PAR FINORA

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SAS - 8, rue Halévy - 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 - E-mail info@ledouble.fr
Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes
Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris
Société par actions simplifiée au capital de 514 400 €
RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



1. INTRODUCTION

Dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (« OPAS ») suivie d'un Retrait Obligatoire (« RO ») (l'OPAS RO formant « l'Offre » ou « l'Opération » initiée par la société Finora (« l'Initiateur ») sur les titres Etam Développement (« la Société » ou « le Groupe » ou « la Cible »), Ledouble SAS (« Ledouble ») a été chargé, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil de surveillance de la Société du 7 juin 2017, de se prononcer sur le caractère équitable pour les actionnaires visés par l'Opération, du Prix d'Offre de 49,3 €¹ (le « Prix d'Offre ») par action Etam Développement (la « Mission »).

1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble

Cette désignation et le présent rapport entrent dans le cadre des articles 261-1.I 1^{o2} et 261-1.II³ du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et de son instruction d'application n°2006-08, elle-même complétée de la recommandation AMF n° 2006-15.

Le présent rapport d'expertise indépendante (le « Rapport ») s'entend au sens de l'article 262-1.f du règlement général de l'AMF.

1.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant d'Etam Développement, de ses actionnaires de référence et par voie de conséquence de l'Initiateur, ainsi que de Ginestié Magellan Paley-Vincent, conseil juridique de la Société et de l'Initiateur, de Rothschild & Cie Banque, conseil financier de l'Initiateur (les « Conseils ») et établissement co-présentateur de l'Offre avec Natixis (« les Établissements présentateurs ») ; plus particulièrement :

¹ Coupon de 0,7 € par action voté par l'Assemblée générale du 30 mai 2017 et détaché le 5 juillet 2017, soit un Prix d'Offre par action avec coupon de 50 €.

² Extrait concerné de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF :

« La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son Conseil d'administration [...], de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

[...]

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

[...]

³ Article 261-1 II du règlement général de l'AMF :

« La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-16 ».

⁴ Extrait de l'article 262-1.1 : « L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance ..., une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité ».

- Ledouble n'a aucun lien juridique ou financier avec Etam Développement et ses actionnaires ;
- nous ne nous trouvons dans aucune des situations de conflit d'intérêts au sens des articles 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'article 1 de l'instruction AMF n° 2006-08 ; à titre informatif, figure en **annexe 6** la liste des expertises et analyses financières indépendantes réalisées par Ledouble au cours des dernières années, avec l'indication des Établissements présentateurs des opérations concernées⁵ ;
- nous considérons que la Mission ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec les Conseils, les Établissements présentateurs ou au sein du même groupe⁶.

Pour information, sans que cela remette en cause notre indépendance, nous rappelons que Ledouble a été nommé :

- en 2013, expert indépendant dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par la société holding Finora sur les actions d'Etam Développement suivie d'une Offre Publique de Rachat d'actions initiée par Etam Développement sur ses propres actions ;
- commissaire à la fusion et expert indépendant dans le cadre du rapprochement entre Rothschild & Cie, ses filiales et la Compagnie Financière Martin Maurel.

Conformément à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes concernées par l'Offre et leurs Conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de la Mission ; nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé l'expertise sont mentionnées en **annexe 5**.

1.3. Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante et de la recommandation AMF n°2006-15⁷.

Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **annexe 1** et le calendrier d'intervention en **annexe 2**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **annexe 4**.

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte de l'Offre, des caractéristiques de l'Initiateur, de l'activité et de l'environnement de la Société et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère d'Etam Développement ainsi qu'en une analyse de la prime induite par le Prix d'Offre sur les différents résultats de l'évaluation du titre Etam Développement.

⁵Cette déclaration d'indépendance vaut pour l'ensemble des membres de l'équipe de Ledouble ayant participé à la Mission, dont les profils figurent en **annexe 5**.

⁶Au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF.

⁷Recommandation AMF n°2006-15. « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux entretiens que nous avons eus avec la Direction de la Société (la « **Direction** »), les Conseils et les Établissements présentateurs, ont porté notamment sur :

- les informations disponibles sur le marché de la lingerie et du prêt-à-porter, tant en Europe qu'en Chine, caractérisant l'activité d'Etam Développement ;
- l'analyse des modalités de déroulement de l'Offre, sur la base :
 - d'entretiens avec des représentants d'Etam Développement ainsi que des représentants des Conseils et des Établissements présentateurs ; la liste de nos contacts figure en **annexe 3** ;
 - des projets de note d'information élaborés par l'Initiateur puis par la Société en réponse dans la perspective du dépôt de l'Offre auprès de l'AMF ;
- les informations publiques et réglementées disponibles sur le site Internet⁸ de la Société ;
- la revue des délibérations du Conseil de surveillance d'Etam Développement (le « **Conseil de surveillance** ») et des décisions prises en Assemblée générale antérieurement à l'Offre ;
- les informations comptables et financières de la Société et du Groupe au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2016 ;
- l'examen détaillé et contradictoire des données budgétaires 2017 et du Plan d'affaires à moyen terme du Groupe (« **le Plan d'affaires ou PMT** »), élaboré par la Direction ; cette étude, réalisée avec nos interlocuteurs d'Etam Développement, a consisté en particulier en une comparaison entre les réalisations des derniers exercices clos et le cadrage sur cet historique entre les budgets et les réalisations, en une analyse des investissements envisagés à l'horizon de la fin de la période de prévisions du PMT, ainsi qu'en l'examen du positionnement des prévisions du PMT dans le cycle de développement d'activité, notamment à l'international, du Groupe ;
- l'intégration dans nos modèles de valorisation des données du PMT après ajustements en concertation avec la Direction ;
- l'exploitation de nos bases de données financières⁹ tant en ce qui concerne la Société que les autres acteurs du marché ;
- l'évaluation multicritère du titre Etam Développement ;
- l'appréciation du Prix d'Offre au regard de la valorisation multicritère du titre Etam Développement, de l'analyse de la sensibilité des résultats à la variation des principaux paramètres d'évaluation, et du niveau des primes offertes à l'occasion d'opérations de retrait de cote récentes ;
- la revue des travaux des Établissements présentateurs et la comparaison avec notre évaluation multicritère du titre Etam Développement.

⁸ Etam Développement [[En ligne](#)].

⁹ Bloomberg (paramètres financiers et comparables boursiers), Thomson One (notes d'analystes), Mergermarket et Capital IQ (comparables transactionnels).

1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission

Nous avons obtenu des confirmations auprès de la Direction confirmant les éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. À cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs était fiable et transmis de bonne foi.

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Opération.

L'expert indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la note d'information dans laquelle est inséré son rapport, qui seul engage sa responsabilité.

1.5. Plan du Rapport

Nous présenterons successivement :

- les objectifs et le périmètre de l'Offre (§ 2) ;
- l'activité et l'environnement d'Etam Développement (§ 3) ;
- notre évaluation multicritère de l'action Etam Développement (§ 4) et la synthèse de ces travaux (§ 5) ;
- l'analyse des éléments de valorisation exposés par les Établissements présentateurs¹⁰ (§ 6).

La conclusion du Rapport constitue en soi l'attestation d'équité pour les actionnaires d'Etam Développement visés par l'Offre (§ 7).

1.6. Conventions de présentation

Les montants présentés dans le Rapport sont exprimés en :

- euros (€ ou EUR) ;
- milliers d'euros (K€) ;
- millions d'euros (M€) ;
- milliards d'euros (Mds€).

Les renvois entre parties et chapitres du Rapport sont matérialisés entre parenthèses par le signe §. Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens hypertexte [En ligne] peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

¹⁰ Travaux d'évaluation co-présentés par Rothschild & Cie Banque et Natixis.

2. PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION

2.1. Société dont les titres sont visés par l'Offre

Etam Développement, dont les titres sont visés par l'Opération, est constituée en Société en Commandite par Actions, au capital de 10 961 739 €, sise 78 rue de Rivoli, 75004 Paris. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 308 382 035 depuis le 26 juillet 1991. Elle clôture son exercice social à la fin de l'année civile.

La Société est cogérée par trois gérants : Monsieur Pierre Milchior, Madame Marie-Claire Milchior-Tarica et Monsieur Laurent Milchior¹¹, lesquels sont également associés commandités d'Etam Développement.

Les actions composant le capital d'Etam Développement, actuellement au nombre de 7 190 431 (§ 2.4), sont admises depuis 1997 aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé NYSE Euronext¹².

2.2. Initiateur

Finora est une société holding au capital de 1 000 000 €, sise avenue Louise 149, 1050 Ixelles, Belgique et immatriculée au Registre du Commerce de Bruxelles sous le numéro 0812 682 925 depuis le 12 juin 2009 et clôture son exercice social à la fin de l'année civile.

Au 31 décembre 2016, Finora détenait 3 199 295 actions Etam Développement, représentant 44,49% du capital et 43,61% des droits de vote de la Société.

A la date des présentes, Finora, dont le capital est détenu en totalité par la famille Milchior, est membre, avec les familles Milchior, Tarica et Lindemann, du concert qui détient 6 923 288 actions de la Société représentant 96,28% de son capital et 97,92% de ses droits de vote.

2.3. Objectifs de l'Offre et intentions de l'Initiateur

L'Offre initiée sur les titres Etam Développement au Prix d'Offre de 49,3 € par action dividende détaché¹³, est la conséquence de la conclusion par les familles Milchior, Tarica et Lindemann (« le Concert ») d'un pacte d'actionnaires concertant le 7 juin 2017 (le « Pacte »)¹⁴.

Au résultat de la conclusion du Pacte et de l'action de concert en découlant, les membres du Concert sont tenus de déposer une offre publique d'acquisition sur les actions Etam Développement. Au vu de la liquidité réduite¹⁵ des actions de la Société et des formalités induites par la cotation, l'Initiateur et le Concert ont souhaité qu'à l'issue de l'Offre, une procédure de retrait de cote soit mise en œuvre. Ainsi, la société Finora, au nom du et pour le Concert s'est engagée à déposer, conformément à la réglementation applicable, un projet d'Offre.

¹¹Pierre Milchior, Marie-Claire Milchior-Tarica et Laurent Milchior détiennent respectivement 723 472 actions, 525 205 actions et 361 820 actions, soit un total de 1 610 497 actions.

¹²Sous le code ISIN FR0000035743, mnémonique TAM.

¹³Coupon de 0,70 € par action voté par l'Assemblée générale du 30 mai 2017 et détaché le 5 juillet 2017, soit un prix d'Offre de 50 € par action avant détachement de coupon.

¹⁴ Communiqué de presse en date du 7 juin 2017 [En ligne] <http://www.etamdeveloppement.com/wp-content/uploads/2017/06/Communiqu%C3%A9-d'annonce-07.06.17.pdf>

¹⁵Une moyenne de l'ordre de 300 titres échangés par jour sur les 12 derniers mois.

L'Offre permettra aux actionnaires minoritaires de la Société de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale de leur participation.

2.4. Répartition du capital et des droits de vote et périmètre de l'Offre

Suite au Pacte, les actions et droits de vote d'Etam Développement se répartissent comme suit :

	Nombre de titres	% du capital	Droits de vote	% droits de vote
Sous total famille Milchior	1 448 932	20,15%	2 897 864	21,16%
Finora ¹	3 199 295	44,49%	5 972 975	43,61%
Total Famille Milchior	4 648 227	64,64%	8 870 839	64,77%
Famille Tarica	1 125 205	15,65%	2 240 910	16,36%
Inteco Investment ²	583 037	8,11%	1 166 074	8,51%
Linto ²	564 275	7,85%	1 128 550	8,24%
G. Lindemann	2 544	0,04%	4 968	0,04%
Famille Lindemann	1 149 856	15,99%	2 299 592	16,79%
Concert	6 923 288	96,28%	13 411 341	97,92%
Autres	267 143	3,72%	284 248	2,08%
Total	7 190 431	100,00%	13 695 589	100,00%

(1) Finora est détenue par la famille Milchior

(2) Holding financier de droit américain

Il n'existe pas d'instruments dilutifs susceptibles de donner accès au capital ou aux droits de vote de la Société.

L'Offre porte en conséquence sur la totalité des actions Etam Développement en circulation non détenues par le Concert, soit 267 143 actions.

2.5. Financement de l'Offre

L'Offre sera financée par un endettement externe¹⁶.

2.6. Accords et opérations connexes à l'Offre

Un pacte d'actionnaires a été conclu le 7 juin 2017 entre les familles Milchior, Tarica et Lindemann dont les principales stipulations sont décrites au § 1.4 du projet de note d'information de l'Initiateur et au § 3.1 du projet de note d'information en réponse de la Cible.

Nous n'avons recensé et il ne nous a été signalé aucun accord ni aucune opération connexe à l'Offre.

¹⁶Crédit bancaire auprès du groupe Natixis.

3. PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ

Nous nous sommes attachés, préalablement à l'évaluation multicritère du titre Etam Développement (§ 4), à établir un diagnostic à partir d'informations sectorielles, de marché et financières, afin de dégager les principales forces et faiblesses de la Société ainsi que les opportunités et menaces auxquelles elle est confrontée sur son marché.

3.1. Caractéristiques du marché du prêt-à-porter et de la lingerie

Notre analyse sectorielle se concentrera sur les caractéristiques des marchés français et chinois du prêt-à-porter féminin et de la lingerie.

3.1.1. Marché du prêt-à-porter en France

3.1.1.1. Présentation et évolution du marché

Dans un marché de l'habillement en repli pour la neuvième année consécutive (-1,2%¹⁷ par rapport à l'exercice 2015), le marché français du prêt-à-porter féminin a représenté, en 2016, 10,59 Mds€, en baisse de 2,6%. Des groupes en difficultés, tels Vivarte et Tati en France, illustrent la tendance négative du marché de l'habillement.

Malgré une amélioration de la situation économique et financière des ménages (+ 1,8% de pouvoir d'achat en 2016¹⁸), le secteur a enregistré une baisse de la fréquentation des magasins liée aux attentats de 2015.

En outre, le secteur doit faire face (i) aux nouveaux comportements des consommatrices, qui depuis plusieurs années réduisent leur budget prêt-à-porter (385 € en 2015 vs 421 € en 2010)¹⁹ au profit d'autres catégories de produits et recherchent les prix les plus bas (soldes, occasion...), et (ii) à l'intensification de la concurrence au travers de sites Internet spécialisés qui représentent aujourd'hui 16,7%²⁰ des dépenses des Français dans l'habillement et la présence de nouvelles enseignes (entrée récente sur le marché français de Primark et Forever 21).

Avec une décroissance estimée à 1%²¹, le marché ne devrait pas s'améliorer en 2017.

3.1.1.2. Environnement concurrentiel

La distribution de prêt-à-porter féminin en France s'organise autour de quatre types de circuits :

- les chaînes spécialisées : Etam, Camaïeu, Jennyfer, Promod, Mango... ;
- les indépendants multimarques ;

¹⁷ Xerfi – La distribution de prêt-à-porter féminin – Avril 2017.

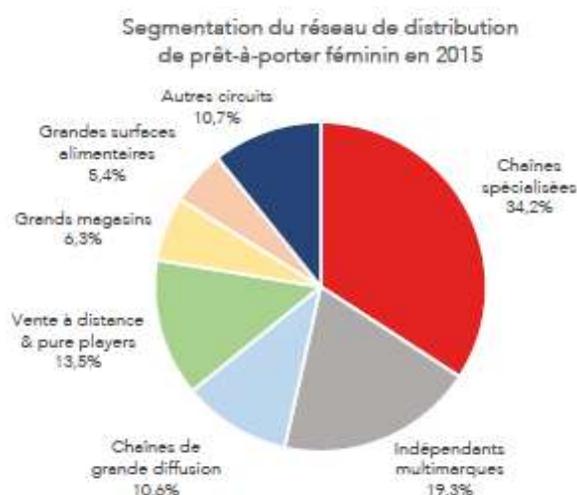
¹⁸ INSEE - <https://www.insee.fr/fr/statistiques/2830166#tableau-Donnes>.

¹⁹ Xerfi – La distribution de prêt-à-porter féminin – Avril 2017.

²⁰ Les Echos – Franchise & commerce associé - Le marché de l'habillement : les chiffres du secteur – 12 octobre 2016.

²¹ Xerfi – La distribution de prêt-à-porter féminin – Avril 2017.

- les acteurs non spécialisés qui incluent :
 - les chaînes de grande diffusion : H&M, Zara, C&A, La Halle, Kiabi, Gémoo... ;
 - les grands magasins : Galeries Lafayette, Printemps, BHV, Le Bon Marché ;
 - les grandes surfaces alimentaires : Carrefour, Leclerc, Auchan ;
 - les magasins d'articles de sport : Decathlon, Go Sport ;
 - les magasins multicommerces ;
- les ventes à distance et les *pure players* : La Redoute, Amazon, Zalando.



3.1.2. Marché de la lingerie en France

3.1.2.1. Présentation et évolution du marché

En 2016, le marché de la lingerie en France est resté stable à 2,8 Mds€²² avec un budget annuel moyen consacré à la lingerie de 129 € en 2016 (vs 131 € en 2015²³). Le marché français a notamment bénéficié d'une meilleure orientation de la consommation des ménages et d'une demande étrangère orientée vers le haut de gamme et attirée par la notoriété des marques françaises ou du *Made in France*.

Face à l'intensification de la concurrence (Internet, nouvelles enseignes comme Intimissimi, Primark), les marques traditionnelles multiplient les stratégies d'innovation afin de mieux valoriser leur savoir-faire et maîtriser la distribution de leurs collections :

²²Xerfi – La fabrication et la distribution de lingerie – Avril 2017.

²³[Le Parisien – Lingerie : le budget moyen des françaises est de 129 € - 10 janvier 2017.](#)

- renforcement du parc de magasins associé à de nouveaux concepts de vente (surfaces plus grandes, magasins connectés) ;
- accentuation du développement sur Internet associé à la création des sites de vente au nom des marques ;
- lancement de nouvelles marques dites de luxe accessible telle que la marque Livy lancée en partenariat par les groupes Etam et Vog en 2017²⁴ ;
- évolution de l'offre et des collections : produits haut de gamme innovants (interpénétration de la lingerie avec d'autres domaines comme le sport) et élargissement des références (grande taille, produits gainants...).

Dans ce contexte, la consommation des ménages en sous-vêtements et vêtements de nuit est estimée en hausse limitée à 1%²⁵ en 2017.

3.1.2.2. Environnement concurrentiel

La distribution de lingerie en France s'organise principalement autour de cinq catégories d'acteurs²⁶ :

- la grande distribution alimentaire comme Leclerc, Auchan et Carrefour (22% de part de marché en 2015) demeure le premier circuit de distribution de lingerie avec une offre de marques nationales et internationales ;
- les chaînes spécialisées (Etam, Darjeeling, Princesse Tam Tam, RougeGorge...) détiennent 19,2% du marché ;
- la vente à distance, qui regroupe les enseignes spécialisées telles que La Redoute, 3 Suisses, et les *pure players* comme Ventepriée.com, ne cesse de progresser avec une part de marché de 12,1%²⁷ en 2015 (vs 10% en 2011) ;
- les indépendants multi-marques représentent 11,1% du marché de la lingerie ;
- les grands magasins et magasins multi-commerces comme Monoprix comptent 10% de part de marché ;
- les chaînes de grande diffusion et sport représentent 9,1% du marché de la lingerie ;
- les autres circuits de distribution (vente à domicile, marchés...) génèrent 16,5% des ventes.

²⁴Au travers d'une prise de participation.

²⁵Xerfi – La fabrication et la distribution de lingerie – Avril 2017.

²⁶Xerfi – La fabrication et la distribution de lingerie – Avril 2017.

²⁷Xerfi – La fabrication et la distribution de lingerie – Avril 2017.

3.1.3. Marché du prêt-à-porter en Chine

Le marché du prêt-à-porter chinois est le premier marché de l'habillement de la zone Asie Pacifique, devant le Japon avec 50,9% de parts de marché²⁸. Le prêt-à-porter féminin, qui représente 63% du marché habillement, a progressé de 5%²⁹ en 2016 malgré un ralentissement économique graduel (6,7% de croissance en 2016 vs 6,9% en 2015 et 7,3% en 2014³⁰). De plus, les acteurs doivent désormais faire face à la hausse des coûts de location des surfaces de vente et à la baisse de la fréquentation des magasins conduisant à la fermeture de certaines boutiques (Bosideng).

Ainsi, en 2016, les acteurs chinois du prêt-à-porter tels que Bestseller Fashion Group et Semir Group ont mis l'accent sur le développement de leur réseau de distribution non seulement en termes de magasins physiques mais également au niveau de la vente en ligne. Les lancements de nouveaux produits et les achats plus fréquents des clientes ont également contribué à la bonne santé du marché chinois.

Les achats réalisés directement en magasin ont représenté 78,9% de la distribution totale en 2015 (-6,28% par rapport à 2014) alors que les achats en ligne, sous l'effet d'une utilisation massive d'Internet et des smartphones, ont augmenté de 15,7% pour atteindre 21% de part de marché³¹.

Grâce à l'amélioration du niveau de vie des consommateurs chinois et à l'importance croissante accordée à la mode en Chine, le secteur de prêt-à-porter devrait poursuivre sa progression ; les estimations prévoient un taux de croissance annuel moyen 2016-2021 de 2%³² du marché du prêt-à-porter en Chine.

3.1.4. Marché de la lingerie en Chine

En Chine, le marché de la lingerie est le segment le plus porteur du secteur de l'habillement avec une croissance de 7%³³ en 2016.

Cette tendance s'explique par (i) l'évolution croissante de la demande chinoise tant en volume qu'en qualité (confort, *fashion*, *premium*) et (ii) les moyens mis en œuvre dans le développement de la vente en ligne par les marques spécialisées (Cosmo Lady, Embry Form et Maniform) qui permettent d'atteindre une nouvelle clientèle dans des villes plus petites.

La distribution de lingerie en Chine a radicalement changé ces dernières années pour passer des supermarchés, grossistes spécialisés ou magasins populaires, vers les ventes en ligne. La lingerie positionnée sur le haut de gamme, importée ou fabriquée localement se commercialise en *corner* ou en espace multimarques dans les grands magasins et les centres commerciaux.

Avec l'explosion du e-commerce et l'appétence du consommateur chinois pour la nouveauté et la mode, les estimations prévoient un taux de croissance annuel moyen 2016-2021 de 4%³⁴ du marché de la lingerie en Chine.

²⁸Business France – Le marché du prêt-à-porter en Chine, 2016.

²⁹Euromonitor – *Womenswear in China* – Février 2017.

³⁰World Bank – *Global Economic Prospects – June 2017*.

³¹Business France – Le marché du prêt-à-porter en Chine, 2016.

³²Euromonitor – *Womenswear in China* – Février 2017.

³³Euromonitor – *Womenswear in China* – Février 2017.

³⁴Euromonitor – *Womenswear in China* – Février 2017.

3.2. Positionnement d'Etam Développement

Etam Développement est spécialisé dans le prêt-à-porter et la lingerie pour femme en Europe et en Chine.

Au 31 décembre 2016, le Groupe comptait 3906 points de vente dont 988 en Europe (749 en France), 322 en franchises internationales et 2 596 en Chine.

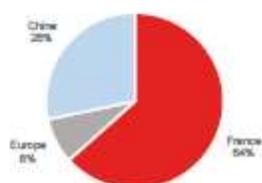
En Europe, le Groupe opère sous les marques suivantes :

- En lingerie :
 - Etam Lingerie est la principale marque du Groupe avec 666 points de vente et une présence en France, Belgique, Espagne et Pologne principalement. La marque offre une gamme complète de lingerie de jour et de nuit, des maillots de bain et des accessoires ;
 - Undiz se positionne sur un style « disruptif », une offre rapidement renouvelée et des petits prix ; cette marque entrée de gamme est destinée à une clientèle jeune. Le réseau compte 167 magasins.
- En prêt-à-porter :
 - Etam Prêt-à-Porter se positionne sur une offre *casual* chic et compte 181 magasins ;
 - 1.2.3 est une marque haut de gamme accessible incarnant le chic parisien et l'élégance française qui compte un parc de 296 magasins et réalise un chiffre d'affaires de 164 M€.

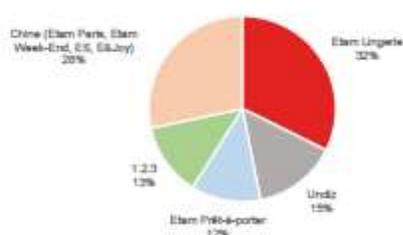
En Chine, avec un réseau de 2 596 magasins (principalement des *corners* dans les grands magasins), la Société réalise un chiffre d'affaires de 366 M€. Les principales marques sont Etam Paris, Etam Week-End, ES et E&Joy.

En 2016³⁵, Etam Développement a réalisé 64% de son chiffre d'affaires en France et 28% en Chine ; près de la moitié de son activité est consacrée à la Lingerie.

Répartition du chiffre d'affaires 2016 par zone géographique



Répartition du chiffre d'affaires 2016 par enseigne



³⁵Source : Rapport financier annuel 2016.

3.3. Facteurs historiques de croissance et de développement d'Etam Développement

Depuis sa création en 1916, Etam Développement s'est essentiellement développé par croissance organique en mettant l'accent sur l'innovation :

- 1916 : naissance de la 1^{ère} boutique Etam à Berlin ; la Société est porteuse de l'esprit d'émancipation des femmes ;
- 1924 : lancement de la lingerie indémaillable ;
- 1928 : ouverture de la 1^{ère} boutique à Paris ;
- 1963 : lancement dans le prêt-à-porter ;
- 1983 : création de la marque 1.2.3 ;
- 1994 : implantation en Chine ;
- 1997 : introduction en bourse d'Etam Développement sur Euronext Paris ;
- 2001 : renforcement du réseau de distribution avec le lancement de la vente en ligne ;
- 2007 : création de la marque Undiz ;
- 2012 : lancement du nouveau concept lingerie « So Chic » ;
- 2016 : célébration des 100 ans d'Etam.

3.4. Analyse historique de la performance d'Etam Développement

Les données, présentées ci-après, sont issues des comptes consolidés établis en conformité avec les dispositions légales et réglementaires applicables en France (§ 4.1.1).

3.4.1. Analyse de l'activité et de la rentabilité

Au regard de l'information consolidée, l'activité et la profitabilité d'Etam Développement, exprimées en Excédent Brut d'Exploitation (EBITDA³⁶) ou Résultat d'Exploitation (EBIT³⁷) ont connu l'évolution suivante depuis cinq ans, en valeur brute et en valeur relative rapportée au chiffre d'affaires :

En M€	2012	2013	2014	2015	2016
Chiffre d'affaires	1 217,0	1 215,2	1 220,3	1 296,6	1 292,1
Varen %		(0,1%)	0,4%	6,2%	(0,3%)
EBITDA	100,4	100,9	85,4	95,4	100,7
Varen %		0,5%	(15,4%)	11,8%	5,6%
% CA	8,3%	8,3%	7,0%	7,4%	7,8%
Résultat opérationnel courant	41,0	49,0	51,7	52,4	49,0
Varen %		19,5%	5,5%	1,4%	(6,5%)
% CA	3,4%	4,0%	4,2%	4,0%	3,8%
Résultat opérationnel	32,6	45,0	48,7	46,0	40,7
Varen %		38,0%	8,2%	(5,7%)	(11,5%)
% CA	2,7%	3,7%	4,0%	3,5%	3,1%

3.4.1.1. Chiffre d'affaires

Sur la période 2012-2016, l'évolution du chiffre d'affaires d'Etam Développement est relativement stable à l'exception de l'exercice 2015 qui affiche une hausse de 6,2% sous l'effet de l'appréciation du yuan par rapport à l'euro ; à taux de change et périmètre constants, la progression ressort à 1,6%.

Les évolutions de l'activité des deux dernières années sont contrastées selon les zones géographiques et se traduisent par (i) une progression en Europe (+4,9% en 2015 et +5,3% en 2016) sous l'impulsion du succès des collections en lingerie et (ii) un retrait en Chine (-12,3% en 2016) qui subit la baisse de la fréquentation en grands magasins et le positionnement éloigné des demandes des consommatrices chinoises.

3.4.1.2. Rentabilité opérationnelle

Après une progression sur la période 2012-2014 du taux de résultat opérationnel courant (4,2% en 2014 vs 3,4% en 2012), ce dernier a marqué un retrait sur les deux derniers exercices pour ressortir à 3,8% en 2016.

En Europe, le taux de marge a progressé (7,4% en 2016 vs 5,1% en 2012) sous l'effet du renforcement de l'image des marques, de la transformation du réseau de magasins et du déploiement de sa stratégie multicanal.

Depuis 2013, en Chine, le taux de marge n'a cessé de se dégrader (-5,3% en 2016) malgré les initiatives de la Société concernant notamment la rationalisation du parc de magasins et un début de repositionnement des marques.

³⁶ Excédent Brut d'Exploitation (EBE) ou *Earnings Before Interest Taxes Depreciation & Amortization* (EBITDA).

³⁷ Résultat d'exploitation (REX) ou Résultat opérationnel courant (ROC) ou *Earnings Before Interests & Taxes* (EBIT).

3.4.2. Structure bilancielle

En distinguant principalement les immobilisations incorporelles et corporelles, le Besoin en Fonds de Roulement («BFR») et la dette financière, la structure bilancielle d'Etam Développement a évolué comme suit au cours des cinq derniers exercices :

Actif net (en K€)	2012	2013	2014	2015	2016
Goodwill	4 197	4 197	4 197	4 197	4 197
Immobilisations incorporelles	245 241	247 621	243 306	247 315	228 797
Immobilisations corporelles	256 817	257 383	276 446	290 579	245 145
Dépôts et cautionnements	20 132	17 385	17 435	18 849	19 548
BFR	685	7 346	23 575	29 534	33 966
Actif économique	527 072	533 932	564 959	590 474	531 653
Actifs financiers non courants	2 074	1 761	2 083	2 017	4 829
Participations dans les entreprises associées	-	-	-	-	105
Actifs / Passifs détenus en vue de la vente	(357)	-	-	-	56 900
Fournisseurs d'immobilisation	(14 779)	(18 004)	(23 695)	(14 012)	(7 771)
Autres Actifs / Passifs	(13 062)	(16 243)	(21 612)	(11 995)	54 063
Provisions pour risques et charges	(23 725)	(24 736)	(34 463)	(31 703)	(31 554)
Provisions	(23 725)	(24 736)	(34 463)	(31 703)	(31 554)
Impôts différés actifs	24 072	28 494	35 480	42 486	47 280
Impôts différés passifs	(91 152)	(93 155)	(92 719)	(86 718)	(85 696)
Impôts différés nets	(67 080)	(64 661)	(57 239)	(44 232)	(38 416)
Trésorerie et équivalents	118 422	77 300	88 113	76 734	62 929
Dettes financières	(219 071)	(181 457)	(204 713)	(210 260)	(200 405)
Dette financière nette	(100 649)	(104 157)	(116 600)	(133 526)	(137 476)
Comptes courants	158	(101)	143	76	(82)
Instruments dérivés	(10 934)	(9 609)	5 329	(3 021)	2 908
Intérêts minoritaires	(41 423)	(39 483)	(40 762)	(40 503)	(30 870)
Actif net - Part du Groupe	270 356	274 940	299 752	325 567	350 225

3.4.2.1. Immobilisations incorporelles et corporelles

Les immobilisations incorporelles³⁸ correspondent essentiellement à la juste valeur des droits au bail en Europe. Les autres immobilisations incorporelles sont des logiciels, des marques et des enseignes acquises.

Les immobilisations corporelles³⁹ comprennent notamment les murs des magasins détenus en propre ainsi que les agencements.

³⁸ Source Rapport financier annuel 2016, p.135.

³⁹ Source Rapport financier annuel 2016, p.137.

3.4.2.2. Besoin en Fonds de Roulement

La Société dispose généralement en fin d'année d'un BFR positif, tendant vers 2,6% du chiffre d'affaires équivalent à 10 jours de chiffre d'affaires à fin 2016 :

BFR (en K€)	2012	2013	2014	2015	2016
Stocks	218 532	228 896	247 550	275 024	251 426
Clients	82 472	78 858	84 350	75 066	74 081
Fournisseurs	(249 867)	(247 515)	(263 272)	(260 165)	(245 897)
BFR d'exploitation	51 137	60 039	68 628	89 925	79 610
Créances sociales et fiscales	10 356	12 508	14 847	16 084	18 200
Dettes sociales et fiscales	(65 100)	(63 648)	(70 216)	(70 580)	(76 670)
Actifs d'impôts exigibles	924	10 183	8 768	6 407	8 552
Passifs d'impôts exigibles	(4 343)	(12 468)	(2 822)	(9 384)	(4 934)
BFR social et fiscal	(58 163)	(53 425)	(49 423)	(57 473)	(54 852)
Autres créances	-	(11)	(11)	-	-
Débiteurs divers	10 812	7 400	11 684	10 413	8 621
Charges constatées d'avance	17 820	17 154	20 044	12 968	23 152
Produits constatés d'avance	(3 909)	(4 672)	(5 152)	(5 586)	(6 136)
Dettes diverses	(17 012)	(19 139)	(22 195)	(20 713)	(16 429)
BFR autre	7 711	732	4 370	(2 918)	9 208
BFR	685	7 346	23 575	29 534	33 966
BFR en jours de CA	0	2	7	8	10
% CA	0,1%	0,6%	1,9%	2,3%	2,6%
Check	-	-	-	-	-

3.4.2.3. Actifs détenus en vue de la vente

Le Groupe a décidé la vente dans les 12 mois d'un portefeuille de 26 actifs immobiliers. Leur valeur nette comptable réévaluée⁴⁰ reflète le prix de cession envisagé.

3.4.2.4. Provisions pour risques et charges

Les provisions relatives aux engagements de retraite et avantages au personnel, d'un montant de 26,5 M€ au 31 décembre 2016, représentent à elles seules plus de trois-quarts des provisions pour risques et charges, le solde (5,1 M€) étant constitué de diverses provisions couvrant notamment des litiges sociaux et litiges clientèle⁴¹.

3.4.2.5. Impôts différés⁴²

Les impôts différés passifs nets au 31 décembre 2016, comptabilisés à hauteur de 38,4 M€, intègrent notamment des impôts différés actif à proportion de 22,2 M€ au titre des déficits reportables activés, et de 8,8 M€ au titre des provisions pour engagement envers le personnel.

⁴⁰ Conformément à IAS 16, immédiatement avant leur reclassement en IFRS 5.

⁴¹ Dont litiges sociaux (1,8 M€), litiges clients (2,5 M€) et autres provisions (0,8 M€). Source : Rapport financier annuel 2016, Note 15, pp. 148-149.

⁴² Source : Rapport financier annuel 2016, Note 25.4, p. 175.

3.4.2.6. Emprunts et dettes financières

Les emprunts et dettes financières sont constitués des tirages sur le crédit multilatéral à moyen terme dit « *Club Deal* » pour 91,25 M€ (les tranches A et B sont tirées pour respectivement 61,25 M€ et 30,00 M€) utilisé par le Groupe⁴³ et d'un placement privé de type « *Schuldscheindarlehen* »⁴⁴ pour 50 M€.

Les autres dettes financières se composent de contrats de location financement, de crédit-bail et de prêts à taux fixe⁴⁵.

3.5. Synthèse

En synthèse, la matrice SWOT, ci-dessous, résume les forces et les faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et les opportunités auxquelles il est confronté sur son marché, et permet d'établir une transition avec l'évaluation de l'Action (§ 4) :

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none">▪ Leader de la lingerie en France associé à une forte notoriété de la marque▪ Attractivité internationale liée au Made in France▪ Maîtrise du réseau de distribution avec un maillage dense des magasins sur le territoire français▪ Fortes capacités d'investissements	<ul style="list-style-type: none">▪ Positionnement trop généraliste et milieu de gamme pour l'activité prêt-à-porter▪ Importante érosion de la marge de l'activité prêt-à-porter▪ Succès mitigé du développement à l'international▪ Capacité limitée à adapter le concept et les collections françaises aux marchés étrangers▪ Accentuation des pertes opérationnelles en Chine
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none">▪ Repositionnement des magasins vers la lingerie et des surfaces plus adaptées aux nouvelles offres▪ Diversification de l'offre lingerie avec la création de nouvelles gammes (premium, bain) et renforcement des campagnes de lancement d'Undiz à l'international (Undiz Academy)▪ Renforcement du commerce en ligne▪ Restructuration de l'activité en Chine : réduction du parc magasins, extension du concept de la marque E&Joy, développement de l'offre lingerie, nouveau management▪ Développement du marché de la lingerie en Chine	<ul style="list-style-type: none">▪ Difficulté à redresser le prêt-à-porter en Europe▪ Forte sensibilité à la conjoncture économique▪ Intensification de la concurrence étrangère sur la lingerie (distributeurs spécialisés ou pure players) et arrivée imminente de nouveaux acteurs (Victoria's Secret)▪ Exposition au risque de variations du coût des matières premières (ours du coton) et des salaires dans les pays d'approvisionnement▪ Baisse de la fréquentation des centres commerciaux chinois

⁴³Initialement, le *Club Deal* se compose de deux tranches : la tranche A est un crédit à moyen terme d'un montant de 100 M€ avec des amortissements annuels de 8,75 M€, et la tranche B est une ligne de crédit renouvelable d'un montant maximum de 150 M€ pendant toute la durée du crédit.

⁴⁴Emprunt *in fine* à taux variable émis en décembre 2014 avec une échéance 5 juin 2019.

⁴⁵Afin de couvrir son exposition au risque de taux, le Groupe a recours à des instruments financiers. Source : Rapport financier annuel 2016, Note 16.6.2.2, p. 161.

4. ÉVALUATION DU TITRE ETAM DEVELOPPEMENT

Nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère du titre Etam Développement, dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les caractéristiques comptables et financières de la Société (§ 4.1) ;
- les méthodes de valorisation écartées (§ 4.2) ;
- les approches qui nous sont apparues pertinentes pour évaluer ce titre (§ 4.3 à § 4.7).

4.1. Caractéristiques comptables, financières et fiscales

4.1.1. Référentiel comptable

Etam Développement établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS), qui s'impose aux sociétés cotées.

Les comptes consolidés et les comptes annuels au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2016 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes⁴⁶.

4.1.2. Nombre d'actions

En l'absence d'instruments dilutifs, nos calculs de la valeur unitaire de l'action Etam Développement ont été établis par référence au nombre de titres en circulation, soit 7 190 431 (§ 2.1).

4.1.3. Date d'évaluation

L'évaluation du titre Etam Développement est effectuée sur la base des comptes consolidés de l'exercice clos le 31 décembre 2016.

La date que nous avons retenue pour la référence au cours de bourse de l'Action Etam Développement (« l'Action ») est le 7 juin 2017, dernière date de cotation avant l'annonce de l'Opération intervenue le même jour après la clôture de la bourse.

Les paramètres financiers tels que la capitalisation boursière des comparables (§ 4.7.1) et les taux d'actualisation du Plan d'affaires établi par Etam Développement (§ 4.5) ont été déterminés sur la base des données au 23 Juin 2017.

⁴⁶Constantin Associés et KPMG Audit.

4.1.4. Endettement net financier

L'endettement de la Société, d'un montant de 137,5 M€ à fin 2016, est principalement composé d'emprunts à moyen long terme souscrits auprès des Établissements de crédit (§ 3.4.2.6).

En M€	
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(62,9)
Dettes financières	200,4
Dettes financières nettes comptables	137,5

4.1.4.1. Endettement net financier en valorisation intrinsèque

L'endettement net financier de 142,1 M€ que nous retenons dans nos travaux de valorisation intrinsèque correspond à l'endettement net financier mentionné *supra* ajusté :

- des provisions pour risques et charges nettes des impôts différés (§ 3.4.2.4) ;
- des autres dettes ;
- de la valeur de rachat des bons de souscription d'actions (« BSA »)⁴⁷ acquis en 2013 par les membres du Comité de Direction telle que définie par les rapports d'expert⁴⁸ ;
- des actifs financiers, principalement constitués des dépôts et cautionnements ;
- de la valeur actualisée de l'économie d'impôt attachée aux déficits reportables (§ 3.4.2.5).

Le réinvestissement total du prix de cession des actifs en cours de cession est intégré par ailleurs dans le modèle d'évaluation intrinsèque (§ 4.5).

En M€	
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(62,9)
Dettes financières	200,4
Dettes financières nettes comptables	137,5
Provisions pour retraite nette des IDA	17,7
Autres provisions nettes d'impôts différés	10,5
Autres dettes	7,9
Valeur de rachat des BSA	7,3
Autres actifs financiers liquides	(27,1)
Valeur actualisée des déficits reportables	(11,6)
Dettes financières nettes	142,1

⁴⁷Ces BSA portent sur le capital des filiales (Note 14.4, p. 148 du rapport financier annuel 2016). La dette constatée vise au rachat de ces BSA avant leur exercice, ce qui a conduit dans le cadre de la présente évaluation à ne pas prendre en compte d'intérêts minoritaires sur les filiales au titre de l'exercice de ces BSA.

⁴⁸Didier Kling, 15 mai 2017.

4.1.4.2. Endettement net financier en valorisation analogique

Nous retenons pour les valorisations analogiques l'endettement net financier hors provisions pour risques et charges et autres dettes (§ 4.1.4), qui ne sont pas intégrées dans la dette nette des comparables⁴⁹ :

En M€	
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(62,9)
Dette financière	200,4
Dette financière nette	137,5

4.1.5. Rémunération des commandités

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

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

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

Tel que prévu dans les statuts⁵⁰, le droit aux bénéfices des associés commandités est égal à 1% du montant du bénéfice distribuable de chaque exercice. Il est prélevé sur le bénéfice distribuable de chaque exercice. Le versement des sommes correspondant au droit aux bénéfices des associés commandités intervient dans les 3 mois suivants l'approbation des comptes de chaque exercice par l'Assemblée générale.

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

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

Dans le cadre de l'évaluation des actions, nous avons pris en considération⁵¹ ce prélèvement attribué aux associés commandités tel que prévu dans les statuts, qui vient en diminution des flux de trésorerie revenant aux actionnaires.

⁴⁹ Le réinvestissement total des actifs détenus en vue d'être cédés a un effet neutre sur le montant de l'endettement financier net.

⁵⁰ Article 23.2 des statuts d'Etam Développement.

⁵¹ Dans le cadre des approches analogiques et intrinsèque.

4.1.6. Impairment test

Au 31 décembre 2016, les tests d'impairment ont été réalisés sur les Unités Génératrices de Trésorerie (UGT) (i) sans goodwill qui portent sur les agencements et aménagements de concept des magasins et (ii) avec goodwill qui concernent les magasins lingerie de la marque Etam en France.

Pour l'ensemble des UGT, les données issues des plans d'affaires à moyen terme (3 à 5 ans) ont été actualisées au taux avant impôt de 10,45%. À l'issue des périodes de prévisions explicites, les valeurs terminales ont été estimées à partir des flux de trésorerie normatifs assortis d'un taux de croissance à l'infini de 1%⁵².

4.1.7. Droit au bail et autres immobilisations incorporelles

Le Groupe a opté pour la méthode comptable de la réévaluation : tous les droits au bail et assimilés sont comptabilisés à leur juste valeur qui correspond à la valeur de marché. La valeur réévaluée de ces actifs est amortie linéairement sur la durée du bail uniquement dans les pays où leur durée de vie est déterminable ; en France, la durée de vie des droits au bail n'étant pas déterminable, ces derniers ne sont pas amortis⁵³.

Les marques et enseignes sont comptabilisées à leur coût et ont une durée d'utilité illimitée.

4.1.8. Ensembles immobiliers

Les terrains et constructions sont rattachés aux magasins, aux entrepôts et aux bureaux et comptabilisés à leur juste valeur déterminée à partir d'expertises immobilières réalisées en référence aux données de marché.

Toutes les autres immobilisations corporelles⁵⁴ sont comptabilisées à leur coût, diminué du montant cumulé des amortissements et des pertes de valeur.

4.1.9. Imposition

Au 31 décembre 2016, le taux effectif d'imposition dans les comptes consolidés d'Etam Développement ressortait à 33,3% (vs 36,3% en 2015).

Les déficits reportables activés sont essentiellement liés aux pertes accumulées par Etam en Belgique. Dans nos travaux de valorisation, ces déficits ont été actualisés au coût du capital Europe sur un horizon d'environ 12 ans correspondant à une consommation annuelle de 1,5 M€.

⁵²Rapport financier annuel 2016, p.139. En 2015, les hypothèses de taux d'actualisation avant impôt et de taux de croissance à l'infini étaient respectivement de 11% et 1%.

⁵³Décret du 30 septembre 1953 qui régit les baux commerciaux.

⁵⁴Agencements magasins et autres immobilisations corporelles.

4.1.10. Intérêts minoritaires

Le Groupe détient une participation de 76%⁵⁵ dans l'activité exercée en Chine. En l'absence d'engagement de l'actionnaire minoritaire Paul Liu de soutenir l'activité en complément de sa participation actuelle, les intérêts minoritaires n'ont été pris en compte dans chacune des méthodes d'évaluation que pour autant qu'ils étaient positifs.

4.2. Méthode d'évaluation écartée

L'actualisation des dividendes n'a pas été retenue en tant que méthode d'évaluation.

La Société a versé les dividendes suivants au titre des quatre derniers exercices clos ; le dividende par action de 0,70 € au titre de 2016, voté en Assemblée générale le 30 mai 2017, est payé le 5 juillet 2017 :

€/ action	2012	2013	2014	2015	2016
Dividende par action	0,00 €	0,30 €	0,50 €	0,70 €	0,70 €

Nous avons mis en œuvre une évaluation par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie intégrant par construction le potentiel de distribution de dividendes et permettant de prendre en compte également la part non distribuée du résultat (§ 4.5).

4.3. Référence au cours de bourse

La référence à la valeur boursière du titre est abordée, ci-après, sous l'angle à la fois de l'historique et des objectifs de cours.

⁵⁵Rapport financier annuel 2016, note 31 p.180.

4.3.1. Analyse historique du cours de bourse

Introduite en bourse en 1997 au prix de 51,83 €⁵⁶, l'action Etam Développement est cotée sur le marché Euronext Paris.

Nous présentons, ci-dessous, l'évolution du cours du titre Etam Développement par rapport à l'indice CaC All Tradable observée sur les deux dernières années :



Date	Événement
a 02/07/2015	Versement de dividende de 0,5 € par action.
b 27/08/2015	Publication des résultats du 1 ^{er} semestre 2015.
c 14/04/2016	Publication des résultats annuels 2015 et du chiffre d'affaires du 1 ^{er} trimestre 2016.
d 05/07/2016	Versement de dividende de 0,7 € par action.
e 25/08/2016	Publication des résultats du 1 ^{er} semestre 2016.
f 20/04/2017	Publication des résultats annuels 2016 et du chiffre d'affaires du 1 ^{er} trimestre 2017.
g 07/06/2017	Annnonce d'un projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire. Prix par action 49,3 € par action détaché d'un coupon de 0,7 €.

Les principales évolutions du cours de bourse d'Etam Développement au cours de la période d'observation sont les suivantes :

- une sous-performance relative au CaC All Tradable et une baisse continue du cours sur les deux dernières années avec un plus haut niveau atteint le 8 juin 2015 à 54,4 €, cours qui anticipait l'annonce de bons résultats semestriels ;
- une baisse continue depuis l'été 2015, avec un plus bas niveau atteint le 2 novembre 2016 à 27,0 €.

⁵⁶ Etam Développement [\[En ligne\]](#).

Au vu de cette analyse, il ressort que l'évolution de la cotation du titre Etam Développement semble peu corrélée aux dates de publications des comptes et d'annonces de dividendes.

Pour mémoire, suite à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée en septembre 2013, le Concert formé des familles Milchior et Tarica détenait 80,17% du capital⁵⁷ ; le flottant et par conséquent les volumes associés se trouvent ainsi fortement réduits :

Au 7 juin 2017	CMPV	Volume journalier moyen
2011	23,6 €	2 116
2012	13,5 €	2 351
2013	22,1 €	6 722
2014	31,7 €	620
2015	44,6 €	331
2016	32,9 €	241
2017	30,9 €	412

Le tableau ci-dessous synthétise la moyenne des cours moyens pondérés par les volumes au 7 juin 2017⁵⁸ :

Date de référence	7-juin-17
Spot	32,5 €
Moyenne 1 mois	30,6 €
Moyenne 3 mois	30,4 €
Moyenne 6 mois	30,8 €
Moyenne 12 mois	30,8 €
+ haut 1 an	35,0 €
+ bas 1 an	27,0 €

Au cours des douze derniers mois, l'action Etam Développement a évolué dans une fourchette comprise entre 27,0 € et 35,0 €⁵⁹ ; le cours spot se situe à 32,5 € au 7 juin 2017.

⁵⁷ Source : Rapport financier annuel 2013.

⁵⁸ Source : Bloomberg.

⁵⁹ Respectivement les 2 novembre 2016 et 28 février 2017.

Enfin, il ressort du graphique présenté ci-dessous que, depuis son introduction en bourse en 1997, le titre a atteint le Prix d'Offre coupon attaché de 50 € sur des périodes très limitées :



L'étroitesse du flottant⁶⁰ associé à de faibles volumes⁶¹, nous conduisent au constat d'une faible liquidité du titre Etam Développement et ainsi à relativiser la référence au cours de bourse par rapport aux autres méthodes d'évaluation.

4.3.2. Cours cible

En l'absence de suivi du titre par les analystes, la référence aux cours de bourse cible n'est pas applicable.

4.4. Actif net comptable et actif net corrigé

Comme souligné ci-avant (§ 3.4.2.1), les droits au bail des magasins européens et le patrimoine immobilier⁶² en France et en Belgique sont comptabilisés pour leur juste valeur⁶³ représentative d'une valeur de marché individuelle de chaque actif. Des tests de dépréciation d'actifs visant à s'assurer de l'absence de surévaluation des actifs sont effectués à chaque clôture annuelle ; ils portent sur la valorisation de chaque magasin (droit au bail et agencements) en fonction notamment des critères d'emplacement, d'activité et de rentabilité.

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

Dès lors, l'actif net comptable consolidé est un des éléments d'appréciation du patrimoine du Groupe. Il ressort à 350,2 M€⁶⁴ soit 48,7 € par action et 48,0 € après détachement du coupon par action.

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

⁶⁰ 3,7% du capital.

⁶¹ 323 titres échangés par jour en moyenne sur les 12 derniers mois. Source : Bloomberg.

⁶² Le patrimoine immobilier intègre les magasins exploités en interne ou mis à bail, les bureaux de Clichy essentiellement utilisés en interne, et les entrepôts.

⁶³ Déterminée soit par un expert externe, soit en interne.

⁶⁴ Source : rapport financier annuel 2016.

À titre d'information, nous avons cherché à corriger l'actif net comptable au 31 décembre 2016, des actifs et des passifs identifiés mais non reconnus en comptabilité :

En M€	
Capitaux propres au 31/12/2016	350,2
- Préciput	(29,9)
- Coûts liés à la réorganisation en Chine	(61,0)
- Remise à niveau Europe	(4,2)
+ Report déficitaire	11,6
+ Valorisation de la marque	73,4
Actif Net Corrigé	340,3
Nombre d'actions	7 190 431
Actif Net Corrigé par action	47,3 €
Dividende distribué	0,7 €
Actif Net Corrigé après distribution de dividende par action	46,6 €

- l'endettement a été retraité afin d'y intégrer :
 - la quote-part de dividendes revenant aux commandités ;
 - les coûts liés à la réorganisation en Chine⁶⁵ et qui ne peuvent, au regard de leur nature, être provisionnés dans les comptes consolidés d'Etam Développement. Il s'agit toutefois de coûts de réorganisation qui seront supportés avant que l'activité en Chine ne redevienne bénéficiaire et qui, en conséquence, ne représentent pas la totalité de la contribution négative de la Chine ;
 - les investissements de remise à niveau des magasins en Europe permettant de conforter la valeur de la marque telle qu'elle a été déterminée ;
 - la prise en compte d'un actif d'impôt au titre des reports déficitaires en fonction d'une prévision d'utilisation à long terme.
- la valeur de la marque⁶⁶ a été valorisée selon une unique approche par capitalisation des redevances attendues en fonction du taux de redevance de marque facturé aux entités pour l'utilisation de la marque Etam et Undiz⁶⁷.

Cette liste est limitative et l'approche ne permet pas de déterminer un actif net réévalué reflétant la valeur globale de l'activité et de la rentabilité du Groupe, et notamment la totalité des pertes d'exploitation attendues au titre de l'activité en Chine qui est analysée dans les autres approches d'évaluation décrites ci-après (§ 4.5, § 4.6 et § 4.7).

Sur cette base, l'actif net corrigé ressort à **340,3 M€** soit **47,3 €** par action et **46,6 €** après détachement du coupon, valeur proche de l'actif net comptable consolidé.

Ces deux valeurs⁶⁸ s'avèrent être supérieures au résultat des approches d'évaluation fondées sur la rentabilité des activités qui seront présentées ci-après (§ 4.5, § 4.6 et § 4.7).

⁶⁵ Prise en compte du développement du réseau des magasins en centres commerciaux (transferts et ouvertures) et des pertes cumulées attendues durant la période de réorganisation.

⁶⁶ Net d'impôt sur la plus-value latente.

⁶⁷ Les marques Etam PAP et 1.2.3 n'ont pas été revalorisées en raison de leur activité non bénéficiaire à ce jour.

⁶⁸ Actif net comptable au 31 décembre 2016 et Actif net corrigé au 31 décembre 2016.

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

La valeur intrinsèque de la Société et du titre a été déterminée au 1^{er} juillet 2017 en actualisant les flux de trésorerie prévisionnels issus du Plan d'affaires 2017-2020 établi par la Direction.

4.5.1. Rappel des principes de la méthode DCF

La méthode DCF repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles⁶⁹ générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

Le calcul de la valeur résiduelle, estimée au-delà de la période explicite de prévisions, repose sur l'estimation d'un *cash-flow* libre durable et tient ainsi compte d'une hypothèse de continuité de l'exploitation et d'une estimation de croissance à long terme.

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, est ajoutée à la valeur d'entreprise des activités opérationnelles, le cas échéant, la valeur des actifs hors exploitation, et en est déduit l'endettement financier net.

4.5.2. Taux d'actualisation

Le coût des fonds propres a été estimé selon la méthode directe au coût du capital (Cost of Capital ou CoC) ; le taux d'actualisation est ainsi déterminé directement à partir du beta de l'actif économique de l'entreprise, non endetté.

Afin de prendre en considération la diversité des activités d'Etam Développement, deux taux d'actualisation distincts ont été retenus sur la base des betas désendettés de l'activité Europe et Chine.

Pour l'activité Europe, le taux d'actualisation a été calculé en recourant à un beta médian désendetté de 0,93⁷⁰ déterminé à partir d'un échantillon de sociétés cotées comparables évoluant dans les secteurs de la lingerie et du prêt-à-porter en Europe⁷¹. Les autres éléments entrant dans la détermination du taux d'actualisation sont les suivants :

- un taux sans risque de 0,61% correspondant à la moyenne historique 12 mois des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans)⁷² ;
- une prime de risque du marché français estimée à 7,39%⁷³ ;

⁶⁹Résultat d'exploitation (EBIT) net d'impôt, retraité des charges calculées (dotations aux amortissements), déduction faite de la variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR) et des investissements (Capex).

⁷⁰Beta à 5 ans (source : Bloomberg).

⁷¹Calida Holding, Silvano Fashion Group, Kappahl AB, OVS SPA, MQ Holding AB.

⁷²Source : Banque de France.

⁷³Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à 8,00 % (source : Ledouble, mai 2017), qui, sous déduction du taux sans risque de 0,61 %, induit une prime de risque de 7,39 %.

- une prime de risque spécifique afin de tenir compte de facteurs inhérents à l'environnement et au modèle économique d'Etam Développement tels que retenus dans le Plan d'affaires (§ 4.5.4) :
 - une croissance d'activité forte notamment en lingerie ;
 - un redressement du prêt-à-porter ;
 - un effort d'investissement soutenu tant en France qu'à l'international, et
 - un déploiement à l'international.

Ainsi, nous apprécions ce niveau de prime au regard de la capacité du Groupe à adapter ses capacités d'investissements en fonction du niveau des résultats opérationnels réalisés tout en maintenant ses perspectives telles que reflétées dans le PMT ; cet ajustement implique, selon nous, une prime de risque minimale de 1% portée à 2% (hypothèse privilégiée) pour intégrer le risque de réalisation d'un PMT qui prévoit cumulativement et simultanément un redressement des activités de prêt-à-porter associé à un fort développement de la lingerie.

Sur cette base, le taux d'actualisation estimé ressort entre 8,50% et 9,50% :

Taux sans risque	0,61%	Taux sans risque	0,61%
Beta médian désendetté 5 ans	0,93	Beta médian désendetté 5 ans	0,93
Rendement de marché	8,00%	Rendement de marché	8,00%
Prime de risque	7,39%	Prime de risque	7,39%
Prime de risque spécifique	1,0%	Prime de risque spécifique	2,0%
Coût du Capital - Europe	8,50%	Coût du Capital - Europe	9,50%

Pour l'activité Chine, nous avons retenu un taux d'actualisation différencié selon les périodes d'observation (§ 4.5.4) en fonction des paramètres suivants :

- un beta médian désendetté⁷⁴ de 1,07 déterminé à partir d'un échantillon de sociétés comparables intervenant principalement en Chine, Hong Kong et Taiwan⁷⁵ ;
- un taux sans risque de 3,12% correspondant à la moyenne historique 12 mois des obligations d'État chinois à échéance 10 ans⁷⁶ ;
- une prime de risque du marché chinois estimée à 7,90%⁷⁷ ;
- une prime de risque spécifique comprise entre 1% et 2% selon la période de prévisions afin de tenir compte (i) du repositionnement stratégique et commercial des marques en Chine impliquant des montants d'investissements élevés sur la première partie du PMT et (ii) du développement de l'activité lingerie tel que prévu dans le Plan d'affaires. L'intensification concurrentielle, tant au niveau des produits que des canaux de distribution, ainsi que l'évolution rapide des modes de consommation en matière d'habillement de la population chinoise sont des facteurs supplémentaires qui, bien que difficilement quantifiables, nous semblent significatifs dans l'appréciation du risque de

⁷⁴ Beta à 5 ans (source : Bloomberg).

⁷⁵ Giordano International, IT Ltd, Daphne International, Cosmo Lady China Holding et Bosideng International Holding.

⁷⁶ Source : Bloomberg.

⁷⁷ Sur la base d'un rendement attendu du marché chinois estimé à 11,02 % (source : Bloomberg), qui, sous déduction du taux sans risque de 3,12 %, induit une prime de risque de 7,90 %.

non réalisation des objectifs fixés aboutissant au parfait redressement de l'exploitation en Chine à horizon du PMT.

Ainsi, nous avons retenu, pour la période du Plan d'affaires établi par la Direction, une prime de risque spécifique de 1% portée à 2% pour la période d'extrapolation établie par nos soins (§ 4.5.4.2) dans la mesure où la probabilité de redressement de l'activité prévu sur cette période est plus aléatoire que sur la période explicite 2017-2020 (§ 4.5.4.1).

Période explicite 2017-2020

Taux sans risque	3,12%
Beta médian désendetté 5 ans	1,07
Rendement de marché	11,02%
Prime de risque	7,90%
Prime de risque spécifique	1,0%
Coût du Capital - Chine	12,55%

Période d'extrapolation 2021-2024

Taux sans risque	3,12%
Beta médian désendetté 5 ans	1,07
Rendement de marché	11,02%
Prime de risque	7,90%
Prime de risque spécifique	2,0%
Coût du Capital - Chine	13,55%

4.5.3. Taux de croissance perpétuelle

Pour l'activité Europe, la valeur terminale a été déterminée en tablant sur un taux de croissance à l'infini de 1,6% à l'horizon de l'extrapolation du Plan d'affaires (§ 4.5.4.2) en lien avec les prévisions d'inflation à long terme en France et en Europe⁷⁸. Ainsi, le taux de croissance perpétuelle a été estimé à partir des taux d'inflation de la France et de l'Union Européenne pondéré par leur contribution au chiffre d'affaires prévisionnel à horizon 2020.

Pour l'activité Chine, le taux de croissance perpétuelle a été porté à 2,5%⁷⁹ en lien également avec le niveau d'inflation anticipée.

4.5.4. Plan d'affaires

4.5.4.1. Plan d'affaires d'Etam Développement 2017-2020

Le Plan d'affaires de la Direction, élaboré en mai 2016, actualisé en avril 2017 et présenté au Conseil de surveillance⁸⁰, s'étend sur la période explicite comprise entre 2017 et 2020 (« la Période explicite ») et distingue les activités Europe, principalement la France, et les activités Chine.

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

⁷⁸Source : Bloomberg.

⁷⁹Source : Bloomberg.

⁸⁰Le 7 juin 2017.

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

- une augmentation du chiffre d'affaires justifiée par (i) l'offre de nouvelles gammes de produits (corsetterie, bain...) et le prolongement du développement à l'international et (ii) la poursuite de la stratégie d'ouverture et de réaménagement de magasins au niveau du pôle Lingerie (Etam Lingerie et Undiz) associée aux fermetures de magasins ne répondant plus aux stratégies d'enseignes ;
- un niveau d'EBIT, tant en valeur qu'en proportion du chiffre d'affaires, en progression par rapport à l'historique grâce à une attractivité renouvelée de la marque Etam, une poursuite du développement de la marque Undiz et la restructuration en cours dans l'activité prêt-à-porter (repositionnement des marques, contrôle des coûts) ;
- des investissements importants⁸¹ qui soutiennent la croissance en Europe.

Le Plan d'affaires sur la Chine repose pour l'essentiel sur les hypothèses suivantes :

- une transformation du positionnement des marques et du réseau de magasins en favorisant les centres commerciaux ;
- une croissance du chiffre d'affaires justifiée par la mise en place de nouveaux canaux de distribution permettant un retour progressif à des marges d'EBITDA positives ;
- des investissements significatifs en lien avec le développement ;
- un taux de change Euro/Yuan chinois constant de 7,4⁸².

Nous considérons que les hypothèses d'exploitation des Plans d'affaires Europe et Chine telles que présentées par la Direction et les aléas d'exécution au regard de la situation actuelle du marché confèrent à ces prévisions un caractère volontariste ; le Plan d'affaires postule en particulier sur la capacité du Groupe à mener puis à atteindre plusieurs objectifs de front, notamment dans son déploiement à l'international et un redressement en Chine sans intégrer d'accroissement de la structure de *management*.

4.5.4.2. *Extrapolation du Plan d'affaires d'Etam Développement et estimation du flux normatif*

Après discussion avec la Direction, nous avons extrapolé le Plan d'affaires de la Période explicite sur l'activité Europe et Chine jusqu'en 2024 (« la Période d'extrapolation ») afin de tenir compte de l'effet positif du cycle d'investissement attaché aux projets d'ouvertures de magasins en France, en Europe et en Chine.

⁸¹ Ouvertures, nouveaux concepts, transferts de magasins entre enseignes.

⁸² Afin de couvrir son exposition au risque de change qui résulte notamment des achats en yuans chinois réalisés dans le cadre de l'approvisionnement en marchandises des différentes enseignes, le Groupe utilise des contrats de couverture en vue d'obtenir une position de change nulle sur les règlements marchandises (Note 16.6.2.1, pp.160-161 du rapport financier annuel 2016). Pour information, les Forecast Euro/Yuan chinois pour les années 2017, 2018, 2019 et 2020 sont de respectivement 7,81, 8,07, 8,58 et 8,56 (source : Bloomberg).

Les hypothèses sous-jacentes à cette extrapolation sont les suivantes :

- Pour l'activité Europe :
 - une convergence du taux de croissance du chiffre d'affaires vers un niveau normatif de 1,6% ;
 - un taux de marge d'EBITDA long terme comparable à celui attendu en 2020 qui représente un niveau historiquement élevé ;
 - des investissements en moyenne à 5,5% du chiffre d'affaires, qui correspondent, pour l'essentiel, aux ouvertures et aux rénovations récurrentes du parc de magasins (France et Europe).
- Pour l'activité Chine :
 - une convergence du taux de croissance du chiffre d'affaires vers un niveau normatif de 2,5% ;
 - un taux de marge d'EBITDA long terme permettant un retour à l'équilibre ;
 - un montant d'investissements relatif au chiffre d'affaires inférieur à celui attendu par la Direction sur la Période explicite du PMT.

La valeur terminale retenue en fin de période explicite résulte :

- de la capitalisation au taux d'actualisation, minoré du taux de croissance perpétuelle, d'un *cash-flow* d'exploitation fiscalisé⁸³ considéré comme récurrent après une période de croissance très soutenue, et
- de l'actualisation de la valeur terminale ainsi obtenue.

4.5.5. Synthèse de la valeur en DCF

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur d'entreprise et, sous déduction de l'endettement net de 142,1 M€ (§ 4.1.4.1), des capitaux propres du Groupe ainsi que de la valeur de l'Action aux variations du taux d'actualisation et du taux de croissance perpétuelle retenu pour le calcul de la valeur terminale.

Pour la zone Europe, nous avons envisagé deux scénarii :

- une prime de risque spécifique de 1% correspondant à un taux d'actualisation Europe en valeur centrale à 8,50% conduisant à considérer que le PMT sera réalisé sans décalage spécifique, notamment sur le développement du Groupe ;
- une prime de risque spécifique de 2% correspondant à un taux d'actualisation Europe en valeur centrale à 9,50% qui prend en compte le risque inhérent à la réalisation des hypothèses de développement à l'international associé à un redressement du prêt-à-porter. Nous estimons que ce niveau de prime est celui qu'il conviendrait de privilégier.

Pour la Chine, nous avons réalisé la sensibilité au taux d'actualisation uniquement sur celui utilisé pour la période d'extrapolation du Plan d'affaires Chine, soit 13,55% (§ 4.5.2).

⁸³ Fiscalisation au taux de droit commun et prise en compte de la CVAE (pour la partie Europe uniquement).

4.5.5.1. Sensibilité sur la base d'une prime de risque spécifique Europe de 1%

Valeur d'entreprise d'Etam Développement :

En m€		Variation des WACC				
		(0,50%)	(0,25%)	0,00%	0,25%	0,50%
Variation des taux de croissance perpétuelle (g)	(0,50%)	441	419	398	378	360
	(0,25%)	464	439	417	396	377
	0,00%	487	461	437	415	394
	0,25%	513	485	459	435	413
	0,50%	541	511	483	457	433

Valeur des capitaux propres d'Etam Développement :

En m€		Variation des WACC				
		(0,50%)	(0,25%)	0,00%	0,25%	0,50%
Variation des taux de croissance perpétuelle (g)	(0,50%)	299	277	256	236	218
	(0,25%)	321	297	275	254	235
	0,00%	345	319	295	273	252
	0,25%	371	343	317	293	271
	0,50%	399	369	341	315	291

Valeur des capitaux propres par action d'Etam Développement :

En €		Variation des WACC				
		(0,50%)	(0,25%)	0,00%	0,25%	0,50%
Variation des taux de croissance perpétuelle (g)	(0,50%)	41,6	38,5	35,6	32,9	30,3
	(0,25%)	44,7	41,3	38,2	35,3	32,6
	0,00%	48,0	44,4	41,1	38,0	35,1
	0,25%	51,6	47,7	44,1	40,8	37,7
	0,50%	55,5	51,3	47,4	43,8	40,5

La valeur centrale de l'Action, qui ressort à 41,1 € (40,4 € après détachement du coupon), s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprises entre 38,2 € et 44,1 € (37,5 € et 43,4 € après détachement du coupon).

4.5.5.2. Sensibilité sur la base d'une prime de risque spécifique Europe de 2% - Approche privilégiée

Valeur d'entreprise d'Etam Développement :

En m€		Variation des WACC				
		(0,50%)	(0,25%)	0,00%	0,25%	0,50%
Variation des taux de croissance perpétuelle (g)	(0,50%)	360	343	327	312	298
	(0,25%)	376	358	341	325	310
	0,00%	394	374	356	340	324
	0,25%	413	392	373	355	338
	0,50%	433	411	390	371	353

Valeur des capitaux propres d'Etam Développement :

En m€		Variation des WACC				
		(0,50%)	(0,25%)	0,00%	0,25%	0,50%
Variation des taux de croissance perpétuelle (g)	(0,50%)	217	200	185	170	156
	(0,25%)	234	216	199	183	168
	0,00%	252	232	214	198	182
	0,25%	270	250	231	213	196
	0,50%	291	269	248	229	211

Valeur des capitaux propres par action d'Etam Développement :

En €		Variation des WACC				
		(0,50%)	(0,25%)	0,00%	0,25%	0,50%
Variation des taux de croissance perpétuelle (g)	(0,50%)	30,2	27,9	25,7	23,6	21,6
	(0,25%)	32,5	30,0	27,7	25,5	23,4
	0,00%	35,0	32,3	29,8	27,5	25,3
	0,25%	37,6	34,7	32,1	29,6	27,3
	0,50%	40,4	37,4	34,5	31,8	29,4

La valeur centrale de l'Action, qui ressort à 29,8 € (29,1 € après détachement du coupon), s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprises entre 27,7 € et 32,1 € (27,0 € et 31,4 € après détachement du coupon).

Ces tableaux mettent en évidence la sensibilité importante de la valeur par action aux paramètres d'évaluation et notamment à l'appréciation des hypothèses du PMT.

4.5.6. Prise en compte du parc immobilier dans le Plan d'affaires de la Direction⁸⁴

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

Le patrimoine immobilier d'Etam Développement se compose :

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

Ainsi, dans une seconde approche, nous avons retraité, pour l'activité Europe, le Plan d'affaires afin d'y refléter la location des magasins au lieu et place de leur détention en propre par le Groupe. Dans cette hypothèse, la valeur du parc immobilier⁸⁵ (nette d'impôt) sur la base de la juste valeur ressortant des comptes consolidés au 31 décembre 2016 a été portée en réduction de l'endettement⁸⁶.

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

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

À l'inverse des murs des magasins, les droits au bail inscrits à l'actif du bilan consolidé d'Etam Développement ne constituent pas un actif cessible globalement, dans la mesure où l'exploitation en France est opérée sous la forme d'un réseau de magasins à la marque. Une cession des droits au bail en France reviendrait à modifier en totalité la stratégie commerciale, ce qui n'est pas envisagé dans le PMT. Toutefois, nous nous sommes assurés que le plan d'investissement intégrait bien la trésorerie résultant de la cession des droits au bail en déduction de l'investissement nécessaire aux nouvelles acquisitions pour tous les transferts de magasins sans augmentation du nombre de points de vente.

⁸⁴Cette approche avait déjà été retenue lors de notre précédente attestation d'équité en septembre 2013.

⁸⁵Ce retraitement est sans effet sur les droits au bail acquittés par les locataires, qui demeurent dans les comptes du Groupe.

⁸⁶Cette approche prend en compte une cession des magasins suivie de leur location aux conditions actuelles telles qu'elles ressortent des restructurations intragroupe de loyers entre les entités opérationnelles et la foncière Nortex (filiale du Groupe) qui détient les murs et déterminée à partir d'expertises immobilières réalisées en référence aux données de marché.

Ainsi, sur la base de l'hypothèse de la location des magasins au lieu et place de leur détention en propre par le Groupe, l'analyse de sensibilité de la valeur unitaire d'Etam Développement aux différents paramètres retenus dans la modélisation DCF⁸⁷ conduit à une fourchette de valeurs comprises entre :

- 32,9 € et 38,3 € coupon attaché (32,2 € et 37,6 € après détachement du coupon) sur la base d'une prime de risque spécifique Europe de 1% ;
- 23,6 € et 27,6 € coupon attaché (22,9 € et 26,9 € après détachement du coupon) sur la base d'une prime de risque spécifique Europe de 2%.

Au regard des aléas attachés aux hypothèses de cession du parc immobilier, ces données sont communiquées à titre d'information. Les résultats apparaissent en retrait par rapport aux valorisations réalisées dans le modèle actuel de fonctionnement du Groupe exposée (§ 4.5.5).

4.6. Valorisation analogique par les transactions comparables

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation du titre Etam Développement par référence aux transactions récentes intervenues dans le secteur.

Nous avons constitué un panel de transactions observées sur les deux dernières années dans le secteur des sous-vêtements et du prêt-à-porter en Europe et en Asie que nous considérons comme comparables à Etam Développement.

La méthode des comparables transactionnels a été mise en œuvre par application d'un multiple d'EBIT médian 2016⁸⁸ à l'EBIT 2016⁸⁹ d'Etam Développement.

M€	VE/EBIT
Multiple EBIT médian	10,2x
Agrégat Etam Développement 2016	36,9
Valeur d'entreprise	376,4
Dette nette au 31/12/2016	137,5
Valeur des capitaux propres	238,9
Nombre d'actions	7 190 431
Valeur par action	33,2 €

La valeur de l'Action Etam Développement par les multiples de transactions comparables ressort à 33,2 € coupon attaché et 32,5 € après détachement du coupon.

À titre d'information, une analyse mixte liée au caractère déficitaire de l'activité en Chine revient à considérer (i) l'application d'un multiple médian extériorisé lors de transactions réalisées dans le secteur en Europe entre 2015 et 2016 à l'EBIT de l'activité Europe et (ii) la valeur d'entreprise de l'activité Chine issue du DCF ; l'EBIT 2016 de l'activité Chine est négatif⁹⁰. Il en ressort une valeur des fonds propres de 46,1 € par action et 45,4 € par action après détachement du coupon.

⁸⁷ Pour l'activité Europe, les paramètres sont inchangés et les données ont été ajustées en fonction de cette hypothèse. Pour l'activité Chine, les données et les paramètres sont inchangés.

⁸⁸ Afin d'extérioriser le maximum de valeur, nous n'avons pas retraité les multiples d'une éventuelle prime de contrôle.

⁸⁹ Retraité de (i) la Cotisation sur la Valeur Ajoutée des Entreprises, (ii) des dividendes statutaires et (iii) de l'impact des loyers cédés suite aux opérations de cessions de portefeuille d'actifs immobiliers.

⁹⁰ -19,4 M€ (source : Rapport financier annuel 2016, p. 166).

4.7. Valorisation analogique par les comparables boursiers

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

4.7.1. Composition de l'échantillon de comparables boursiers

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à Etam Développement réunissant des caractéristiques parfaitement identiques en termes d'activité, de taille, de taux de marge d'exploitation, de zone d'implantation et de répartition des actifs.

En considérant les critères de secteur d'activité, de taux de marge et de perspectives de croissance, nous avons cependant constitué un échantillon composé de sociétés cotées en Europe et en Chine évoluant dans le secteur de l'habillement et de la lingerie.

Notre échantillon de sociétés comparables⁹¹ est détaillé en **annexe 7** et **annexe 8**.

Capitalisation boursière 1 mois (M€)		
ETAM DEVELOPPEMENT	France	295
OVS SPA	Italie	1 436
GIORDANO INTERNATIONAL LTD	Hong Kong	733
LT LTD	Hong Kong	451
KAPPAHL AB	Suède	355
CALIDA HOLDING-REG	Suisse	297
MQ HOLDING AB	Suède	117
SILVANO FASHION GROUP-A SHS	Estonie	102

4.7.2. Modalités de calcul des multiples d'EBIT par référence à la valeur d'entreprise (VE)

Nous avons écarté les multiples :

- ▶ de chiffre d'affaires, car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser la Société selon le seul critère de volume d'activité sans tenir compte du critère de rentabilité d'exploitation ;
- ▶ d'excédent brut d'exploitation (EBITDA), les politiques d'investissements menées par les sociétés comparables étant hétérogènes, notamment en termes d'acquisition des murs de magasins et de traitement des loyers comptabilisés dans l'EBITDA ;
- ▶ de résultat net (PER), car les PER conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière et des différents taux d'imposition sur des sociétés qui ne sont pas toutes françaises.

Ainsi, nous avons privilégié les multiples médians VE/EBIT pour les années 2017 et 2018 associés à la dette financière nette au 31 décembre 2016 (§ 4.1.4.2).

⁹¹ Les sociétés Daphne International Holding et Bosideng International Holding n'étant pas suivies par les analystes, aucune estimation n'est disponible. La société Cosmo Lady China Holding, acteur opérant exclusivement dans la lingerie, n'a été retenue que dans le cadre de la détermination du beta.

Les multiples médians de l'échantillon pour la période 2017 à 2018 sont présentés ci-après :

Société	VE/EBIT	
	2017e	2018e
OVS SPA	10,8x	9,9x
GIORDANO INTERNATIONAL LTD	9,0x	8,3x
LT LTD	5,0x	4,2x
KAPPAHL AB	8,6x	7,8x
CALIDA HOLDING-REG	14,1x	12,0x
SILVANO FASHION GROUP-A SHS	6,4x	6,5x
MQ HOLDING AB	10,2x	8,7x
Médiane	9,0x	8,3x

Pour déterminer les multiples VE/EBIT de chacune des sociétés comparables, nous nous sommes référés à :

- ▶ la capitalisation boursière de chaque entité de l'échantillon en moyenne un mois⁹² ; l'endettement financier net (ou le cas échéant la trésorerie nette comptable) s'intercale entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;
- ▶ les estimations d'EBIT, sur l'ensemble du panel, issues du consensus d'analystes⁹³.

4.7.3. Synthèse de la valeur par les comparables boursiers

Avec l'application des multiples médians appliqués aux agrégats prévisionnels 2017 et 2018⁹⁴, après prise en compte de la dette financière nette du Groupe à hauteur de 137,5 M€ (§ 4.1.4.2), la valeur analogique du titre Etam Développement s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprises entre 18,4 € et 34,5 €⁹⁵ coupon attaché et entre 17,7 € et 33,8 € après détachement du coupon.

M€	2017e	2018e
Agrégats Etam	29,9	46,5
Multiples médians	9,0x	8,3x
Valeur d'entreprise Etam	270,0	385,2
Dette financière nette au 31/12/2016	137,5	137,5
Valeur des capitaux propres Etam	132,5	247,7
Nombre d'actions	7 190 431	7 190 431
Valeur par action	18,4 €	34,5 €

⁹² Au 23 juin 2017.

⁹³ Source : Bloomberg.

⁹⁴ Retraités de (i) la Cotation sur la Valeur Ajoutée des Entreprises, (ii) des dividendes statutaires et (iii) de l'impact des loyers cédés suite aux opérations de cessions de portefeuille d'actifs immobiliers.

⁹⁵ Afin d'extérioriser le maximum de valeur, nous n'avons pas tenu compte d'une éventuelle décote de taille qui pourrait trouver à s'appliquer, au regard d'une sélection de comparables en moyenne plus importants que le Groupe (§ 4.7.1).

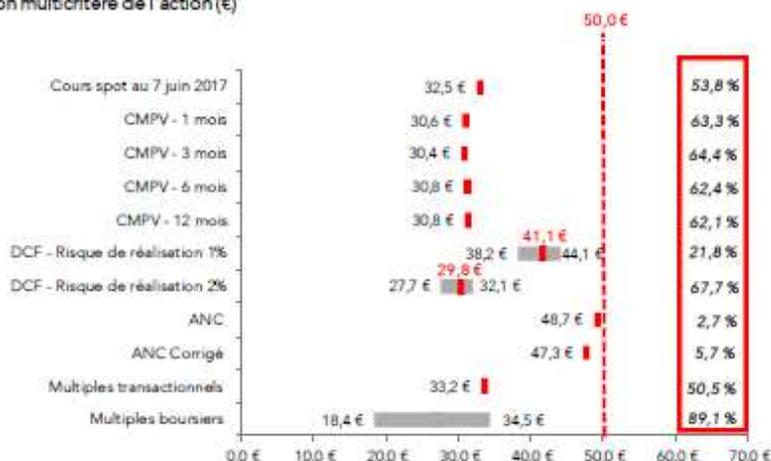
À titre d'information, une analyse mixte liée au caractère déficitaire de l'activité en Chine revient à considérer (i) l'application des multiples médians⁹⁶ issus d'un échantillon de sociétés comparables européennes aux agrégats prévisionnels 2017 et 2018 de l'activité Europe et (ii) la valeur de l'activité Chine issue du DCF ; les estimations d'EBIT issues du Plan d'affaires de l'activité Chine demeurent négatives pour les années 2017 et 2018. Cette approche fait ressortir une fourchette de valeurs élevées comprises entre 52,6 € et 53,6 € coupon attaché et entre 51,9 € et 52,9 € après détachement du coupon.

⁹⁶2017 et 2018.

5. SYNTHÈSE DE LA VALORISATION MULTICRITÈRE DU TITRE ETAM DÉVELOPPEMENT

Les valeurs obtenues à l'issue de notre évaluation multicritère du titre Etam Développement sont résumées dans le tableau ci-dessous, mentionnant le niveau de prime induit par le Prix d'Offre de 50,0 € coupon attaché et 49,3 € coupon détaché sur l'ensemble des critères d'évaluation que nous avons retenus :

Synthèse de la valorisation multicritère de l'action (€)



En valeurs centrales, le prix d'Offre de l'Action coupon attaché fait ressortir une prime sur l'ensemble des critères d'évaluation :

- le Prix d'Offre de l'Action fait ressortir une prime a minima de 53,8% sur le cours spot, qui va croissante jusqu'à 64,4% sur les cours moyens pondérés à 3 mois ;
- les valeurs centrales en DCF extériorisent des primes comprises entre 21,8% et 67,7% selon les aléas dans la réalisation de l'ensemble des objectifs menés concomitamment par la Société ; la Société est censée, au terme de la période d'extrapolation, avoir capté le repositionnement stratégique et commercial de ses marques ainsi que le développement de l'activité lingerie en Chine dans un contexte d'effort d'investissement soutenu ;
- les valeurs analogiques se situent dans une fourchette large ;
- la prime comprise entre 2,7% et 5,7% par rapport à l'actif net comptable et corrigé.

Ces niveaux de prime sont supérieurs au regard des offres publiques de retrait de cote intervenues au cours des dernières années⁹⁷.

Enfin, aux bornes hautes de chaque critère d'évaluation retenu à titre principal, nous constatons également l'existence d'une prime extériorisée par le Prix d'Offre.

⁹⁷ Nous nous référons à la période 2013-2016, source Ledouble.

6. ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DES ÉTABLISSEMENTS PRÉSENTATEURS

Nous avons examiné la restitution des travaux d'évaluation réalisés par Rothschild & Cie Banque et Natixis, Établissements présentateurs de l'Offre.

Les méthodes d'évaluation que nous avons employées regroupent des approches patrimoniale, analogique et intrinsèque tandis que les Établissements présentateurs n'ont retenu qu'une approche par les flux prévisionnels de trésorerie.

Afin de capter les spécificités géographiques d'Etam Développement, les Établissements présentateurs ont fondé, comme nous-mêmes, leurs travaux de valorisation sur une somme des parties, activités Europe, d'une part, et activités Chine, d'autre part.

Il ressort de la comparaison des travaux de valorisation respectifs les principaux points suivants.

6.1. Dette financière nette

Nous avons différencié le montant de l'endettement net de la valorisation intrinsèque de celui de la valorisation analogique ; les Établissements présentateurs ne retenant pas les méthodes analogiques ont retenu un endettement net de 144,1 M€.

La réconciliation entre la dette financière nette des Établissements présentateurs et la nôtre en DCF se structure comme suit :

En M€	
Dette financière nette - Etablissements présentateurs	144,1
Intérêts minoritaires (Etam Chine)	7,2
Autres provisions nettes d'impôt différés	10,5
Autres dettes	7,9
Autres actifs financiers liquides	(27,1)
Ecart sur la valeur actualisée des déficits reportables	(0,5)
Dette financière nette - Ledouble	142,1

6.2. Approche patrimoniale (ANC et Actif net corrigé)

Les Établissements présentateurs ont écarté cette approche.

En sus de la méthode de l'actif net comptable, nous avons corrigé celui-ci des éléments tels que décrits en § 4.4.

6.3. Valorisation intrinsèque de l'Action par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie

L'examen comparé de l'application de la méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF) met également en exergue quelques différences, notamment :

- sur un plan méthodologique, les Établissements présentateurs retiennent pour le flux normatif une marge d'EBITDA légèrement inférieure au niveau attendu en 2020, alors que nous avons considéré en fin de Plan d'affaires une valeur terminale en nous rapportant à une marge d'EBITDA en ligne avec celle estimée en 2020 par la Direction ;
- sur le plan méthodologique, les Établissements présentateurs retiennent comme taux d'actualisation le coût moyen pondéré du capital (WACC), alors que nous retenons le coût du capital (CoC) ; les taux retenus par les Établissements présentateurs sont de 7,80% pour l'Europe et 8,69% pour la Chine, les nôtres sont respectivement de 8,50% et 9,50% pour l'Europe, et 12,55% et 13,55% pour la Chine :

Taux d'actualisation - Europe		Expert	Notes	Etablissements	Notes
		indépendant		présentateurs	
Teux sans risque		0,61%	(1)	0,65%	(2)
Beta désendetté		0,93	(2)	0,83	-
Ratio d'endettement cible				10,0%	
Beta endetté		-	-	0,69	-
Rendement de marché		8,00%	(3)	-	-
Prime de risque		7,39%		8,72%	(2)
Prime de risque spécifique		1% - 2%	(3)	-	-
Coût du Capital - Europe		8,50% - 9,50%		8,44%	
Coût de la dette		ne		1,95%	
Teux d'imposition		ne		28,93%	(4)
Coût de la dette nette d'impôts		ne		1,38%	-
Geering		ne		9,1%	(5)
CMPC				7,80%	
(1) OAT 10 ans moyenne 1 an - Banque de France		(4) KPMG			
(2) Bloomberg		(5) Factset			
(3) Ledouble					

Taux d'actualisation - Chine		Expert	Notes	Etablissements	Notes
		indépendant		présentateurs	
Teux sans risque		3,12%	(1)	3,71%	(3)
Beta désendetté		1,07	(1)	0,69	-
Ratio d'endettement cible				-	-
Beta endetté				0,69	-
Rendement de marché		11,02%	(1)	-	-
Prime de risque		7,90%		7,23%	(1)
Prime de risque spécifique		1% - 2%	(2)	-	-
Coût du Capital - Chine		12,55% - 13,55%		8,69%	
Coût de la dette		ne		6,21%	
Teux d'imposition		ne		25,00%	(4)
Coût de la dette nette d'impôts		ne		4,66%	-
Geering		ne		-	(5)
CMPC				8,69%	
(1) Bloomberg		(4) KPMG			
(2) Ledouble		(5) Factset			
(3) Bloomberg et global-rates.com					

- le différentiel de taux de croissance perpétuelle est de 0,5 point pour l'Europe et la Chine⁹⁸ ;
- les Établissements présentateurs n'ont pas retenu la méthode d'analyse en retirant le parc immobilier comme décrit en § 4.5.6.

6.4. Valorisation analogique de l'Action

Les Établissements présentateurs ont retenu l'approche analogique des transactions et des sociétés comparables pour valoriser uniquement Etam Europe dans la mesure où les agrégats opérationnels d'Etam Chine sont déficitaires dès 2016 ainsi que sur la période prévisionnelle.

Les Établissements présentateurs ont retenu un panel de sociétés cotées comparable à notre échantillon utilisé pour l'activité Europe, à l'exception de la société Van de Velde dont l'activité nous paraît trop orientée vers la lingerie haut de gamme et que nous avons exclue. Les capitalisations boursières ont été appréhendées sur un cours spot au 23 juin 2017 pour les Établissements présentateurs et une moyenne un mois pour Ledouble.

La période d'observation de l'échantillon de transactions portant sur des cibles en Europe retenue par les Établissements présentateurs est plus large que la nôtre qui a été réduite à deux années.

6.5. Synthèse

La comparaison chiffrée de nos travaux de valorisation de l'Action avec ceux des Établissements présentateurs est exposée ci-après :

Valeur des capitaux propres par action (€)	Ledouble			Etablissements Présentateurs		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
Prix de l'Offre	50,0 €					
Cours de bourse (€/action)						
Cours spot au 7 juin 2017		32,5 €			32,5 €	
CMPV - 1 mois		30,6 €			30,6 €	
CMPV - 3 mois		30,4 €			30,4 €	
CMPV - 6 mois		30,8 €			30,8 €	
CMPV - 12 mois		30,8 €			30,8 €	
DCF - Risque de réalisation 1%	38,2 €	41,1 €	44,1 €	39,6 €	42,8 €	46,3 €
DCF - Risque de réalisation 2%	27,7 €	29,8 €	32,1 €	nd	nd	nd
ANC		48,7 €			48,7 €	
ANC Corrigé		47,3 €		nd	nd	nd
Multiples transactionnels		33,2 €		nd	nd	nd
Multiples boursiers	18,4 €		34,5 €	nd	nd	nd

⁹⁸ 1,6% pour Ledouble vs 1,1% pour les Établissements présentateurs en Europe et 2,5% pour Ledouble vs 2% pour les Établissements présentateurs en Chine.

7. CONCLUSION

À l'issue de nos travaux de valorisation du titre Etam Développement, nous sommes d'avis que le prix proposé de 49,3 € coupon détaché soit 50,0 € coupon attaché, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant leurs titres à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire.

Paris, le 28 juin 2017

LEDOUBLE SAS

Agnès PINIOT
Présidente, Associée

Stéphanie GUILLAUMIN
Associée

ANNEXES

➤ Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble	Annexe 1
➤ Principales étapes de l'expertise	Annexe 2
➤ Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble	Annexe 3
➤ Principales sources d'information exploitées	Annexe 4
➤ Composition de l'équipe Ledouble	Annexe 5
➤ Liste des expertises financières réalisées par Ledouble	Annexe 6
➤ Performance des comparables boursiers	Annexe 7
➤ Présentation des comparables boursiers	Annexe 8
➤ Présentation des transactions comparables	Annexe 9

ANNEXE 1 : PROGRAMME DE TRAVAIL DÉTAILLÉ ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE

- Travaux préliminaires et prise de connaissance
 - Revue de presse
 - Recherches documentaires
 - Analyse de l'Opération et de son cadre juridique
 - Étude de l'évolution historique de la cotation de l'Action
- Travaux de valorisation
 - Revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants
 - Recherches d'informations sectorielles et financières dans les bases de données
 - Constitution d'un panel de sociétés comparables
 - Recherche de transactions comparables
 - Analyse détaillée du Plan d'affaires d'Etam Développement et comparaison avec le plan d'affaires établi en 2013
 - Requêtes documentaires
 - Évaluation multicritère de l'Action
- Rapport
 - Réunions et entretiens téléphoniques
 - Rédaction d'une lettre de mission
 - Rédaction d'une proposition de lettre d'affirmation pour Etam Développement
 - Rédaction du rapport d'expertise indépendante
 - Administration et supervision de la Mission
- Rémunération

Le montant global des honoraires aux termes de la lettre de mission de Ledouble s'établit à 85.000 € hors taxes en fonction du temps consacré à la réalisation de la Mission.

ANNEXE 2 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE

- Semaine du 1er au 5 mai 2017
 - Contacts avec les Conseils et les Établissements présentateurs⁹⁹
 - Recherche et exploitation des informations publiques sur la Cible
 - Présentation des principes et de la structure de l'Opération
 - Requête documentaire
- Semaine du 8 au 12 mai 2017
 - Poursuite de l'exploitation des informations publiques sur la Cible
 - Exploitation des informations comptables et financières du Groupe
 - Recherches d'informations sectorielles et financières dans les bases de données
 - Exploitation de la documentation juridique associée à l'Opération
 - Exploitation des informations disponibles en retour de la requête documentaire
 - Mise à jour de la requête documentaire
 - Constitution d'un panel de comparables boursiers
 - Analyse de l'évolution du cours de bourse de l'Action
- Semaine du 15 au 19 mai 2017
 - Réunions avec la Direction, les Conseils et les Établissements présentateurs
 - Examen du Plan d'affaires de la Société
 - Poursuite des recherches d'informations sectorielles et financières dans les bases de données
 - Recherche de transactions comparables
 - Mise à jour de la requête documentaire
 - Exploitation des informations disponibles en retour de la requête documentaire
- Semaine du 22 au 26 mai 2017
 - Réunion avec la Direction, les Conseils et les Établissements présentateurs
 - Poursuite de l'évaluation multicritère de l'Action
 - Exploitation des informations disponibles en retour de la requête documentaire
- Semaine du 29 mai au 2 juin 2017
 - Contacts et entretiens téléphoniques avec la Direction, les Conseils et les Établissements présentateurs
 - Mise à jour de la requête documentaire
 - Mise à jour des approches de valorisation

⁹⁹ Les représentants des Conseils et Établissements présentateurs que nous avons contactés et/ou rencontrés durant la Mission sont recensés en **annexe 3**.

- Semaine du 5 au 9 juin 2017
 - Désignation de l'expert indépendant par le Conseil de surveillance du 7 juin 2017
 - Contacts et entretiens téléphoniques avec la Direction, les Conseils et les Établissements présentateurs
 - Poursuite de l'évaluation multicritère de l'Action
 - Exploitation des informations disponibles en retour de la requête documentaire
 - Rédaction du projet de Rapport
- Semaine du 12 au 16 juin 2017
 - Contacts et entretiens téléphoniques avec la Direction, les Conseils et les Établissements présentateurs
 - Rédaction de la lettre de mission
 - Revue du projet de rapport des Établissements présentateurs
 - Exploitation des informations disponibles en retour de la requête documentaire
 - Finalisation de l'évaluation multicritère de l'Action
 - Rédaction du projet de Rapport
- Semaine du 19 au 23 juin 2017
 - Contacts et entretiens téléphoniques avec la Direction, les Conseils et les Établissements présentateurs
 - Finalisation de l'évaluation multicritère de l'Action et de la rédaction du projet de Rapport
 - Rédaction de la lettre d'affirmation
 - Prise de connaissance du projet de note d'information de l'Initiateur
 - Prise de connaissance du projet de note d'information en réponse de la Cible
 - Finalisation du projet de Rapport
 - Entretien téléphonique avec un représentant de l'Initiateur
- Semaine du 26 au 30 juin 2017
 - Contacts et entretiens téléphoniques avec la Direction, les Conseils et les Établissements présentateurs
 - Levée des points en suspens
 - Finalisation du Rapport
 - Présentation du Rapport au Conseil de surveillance préalablement au dépôt du projet d'Offre à l'AMF

ANNEXE 3 : LISTE DES PERSONNES RENCONTRÉES ET/OU CONTACTÉES PAR LEDOUBLE

> Société

Etam Développement

Frédéric de Castro
Jean-Yves Besset
Frédéric Paimparay
Nicolas Facon
Jean Ekamé Mobi

Directeur général finances
Directeur juridique
Directeur contrôle de gestion
Responsable reporting
Responsable consolidation financière et fiscalité

> Initiateur

FINORA

Jean-Pierre Pfeffer

Administrateur délégué

> Conseils et Établissements présentateurs

Rothschild & Cie Banque

Fusions & Acquisitions

Frank Cygler
Laurent Balay
Simon Eischen

Associé
Gérant
Analyste

Financement

Arnaud Joubert
Jean-Baptiste Petetin

Associé
Directeur

Juridique

Benoit Hemar

Directeur

Natixis

Equity Capital Markets

Florent Mahé
Gilles Morel

Managing director
Director

Ginestié Magellan Paley-Vincent

François Devedjian
Emmanuelle Bismuth

Avocat - Corporate M&A
Avocat - Financement

ANNEXE 4 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

➤ Documentation relative à l'Opération

Informations juridiques

- Procès-verbal du Conseil de surveillance du 7 juin 2017¹⁰⁰
- Projet de note d'information de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) suivie d'un Retrait Obligatoire (RO) visant les actions Etam Développement initiée par Finora présentée conjointement par Rothschild & Cie Banque et Natixis
- Projet de note d'information en réponse de la société Etam Développement relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) suivie d'un Retrait Obligatoire (RO) visant les actions Etam Développement initiée par Finora présentée conjointement par Rothschild & Cie Banque et Natixis

Informations financières

- Documents préparatoires relatifs à l'Opération
- Rapport de valorisation de Rothschild & Cie Banque et de Natixis

➤ Documentation juridique

- Organigramme du Groupe
- Extrait Kbis d'Etam Développement (10 mai 2017) et de Finora (25 mai 2017)
- Statuts d'Etam Développement (27 mai 2015) et de Finora (15 octobre 2009)
- État de l'actionnariat et des droits de vote (31 décembre 2016 et 7 juin 2017)
- État des privilèges et des nantissements (10 mai 2017)
- Pacte d'actionnaires de 2014
- Pacte d'actionnaires de 2017
- Recensement des principaux litiges (31 décembre 2016)
- Procès-verbaux des Conseils de surveillance (2015 à 2017)
- Procès-verbaux des Assemblées générales (2015 à 2016)
- Procès-verbaux des décisions de la Gérance (2015 à 2017)
- Procès-verbaux des Comités des comptes et d'audit (2015 à 2017)

➤ Documentation comptable et financière

Informations historiques

- Rapport financier annuel 2012 à 2016
- Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes sociaux et consolidés des exercices 2015 et 2016
- Rapports de gestion des exercices 2015 et 2016
- Liasses fiscales 2015 et 2016

Informations prévisionnelles

- Plan d'affaires 2017-2020 de la Direction

Autres informations

- Détail du parc immobilier
- Expertises immobilières du parc immobilier
- Rapports d'expert relatifs à la valeur des BSA 2013

¹⁰⁰Désignation de l'expert indépendant.

- Bases de données
 - Bloomberg
 - Capital IQ
 - MergerMarket
 - Xerfi 700
 - Insee
- Références bibliographiques

Sites d'informations

- Site d'information d'Etam Développement. [En ligne], www.etamdeveloppement.com
- Site d'information de la Banque de France. [En ligne], <https://www.banque-france.fr>

Études

- Damodaran Industrie. [En ligne], <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls>
- FMI (2017). « Perspectives de l'économie mondiale », Avril. <http://www.imf.org/external/french/>
- Banque mondiale (2017). « *Global Economic Prospects* », Juin. [World Bank – Global Economic Prospects – June 2017](http://www.worldbank.org/press/2017/06/06/2017-06-06-global-economic-prospects-june-2017).
- Insee (2016). « Évolution du revenu disponible brut et du pouvoir d'achat jusqu'au quatrième trimestre 2016 ». [\[En ligne\]](#).
- Xerfi (2017). « La distribution de prêt-à-porter », Avril.
- Xerfi (2017). « La fabrication et la distribution de lingerie », Mars.
- Euromonitor (2017). « *Womenswear in China* », Février.
- Institut français de la mode (2016). « Lingerie Femme ».
- Business France (2016). « Le marché du prêt-à-porter en Chine ».
- Le Parisien (2017). « Lingerie : le budget moyen des françaises est de 129€ », Janvier. [\[En ligne\]](#)
- Les Echos de la franchise (2016). « Le marché de l'habillement : les chiffres du secteur », Octobre. [\[En ligne\]](#)

ANNEXE 5 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine de 2013 à 2016 figurent en **annexe 6**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, de la Société Française des Évaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>

Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Expert près la Cour d'appel de Paris
- MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
- Membre de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission « Évaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Membre de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Conduit régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation sur des opérations publiques ou privées.

Stéphanie GUILLAUMIN, Associée

- Toulouse Business School Grande École (Banque et Marchés Financiers)
- Master I Monnaie Finance de l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense
- CIIA (*Certified International Investment Analysts*) – SFAF (Société Française des Analystes Financiers)
- Membre de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Conduit régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation sur des opérations publiques ou privées

Jonathan NILLY, Responsable de mission

- École Nationale Supérieure des Mines de Douai – Grade de Master en Ingénierie
- EM Lyon Business School – Mastère Spécialisé en Ingénierie Financière
- Membre de la SFEV
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante, d'évaluation et de commissariat aux apports et à la fusion

Youness ABOUTAHER, Analyste

- Master Finance et Stratégie – Sciences Po Paris
- Bachelor Économie et Finance – Université du Québec à Montréal (UQAM)
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante, d'évaluation et de commissariat aux apports et à la fusion

Dominique LEDOUBLE, en charge de la revue indépendante

Dominique Ledouble n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l'expertise indépendante ; il est intervenu au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08.

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- HEC, docteur en droit
- Président d'honneur de la Fédération Française des Experts en Évaluation (FFEE)
- Fondateur et Président d'honneur de l'APEI
- Membre de la SFEV

**ANNEXE 6 : LISTE DES EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES PAR LEDOUBLE
(2013 - 2016)**

Année	Société	Etablissement présentateur
2016	Radiall	Oddo Corporate Finance
2016	Octo Technology	Société Générale
2016	Maurel et Prom	Crédit Agricole
2016	Tronics Microsystems	Kepler Cheuvreux
2016	Medtech	BNP Paribas
2016	Cegid	Natixis
2016	Technofan	Banque Degroof Petercam France
2016	Cegereal	JP Morgan
2015	Leguide.com	Natixis
2015	Norbert Dentressangle	Morgan Stanley
2015	Latécoère	*
2015	Linedata Services	Banque Degroof, HSBC, Natixis
2015	Euro Disney SCA	BNP Paribas
2014	Euro Disney SCA	*
2014	Siic de Paris	Natixis
2014	Bull	Rothschild
2013	Global Graphics	**
2013	Sam	Société Générale
2013	Etam	Natixis
2013	Tesfran	Oddo Corporate Finance
2013	Monceau Fleurs	Omega Capital Market
2013	Sical	Arkeon Finance
2013	Auto Escape	Portzamparc
2013	Klémurs	Morgan Stanley
2013	Foncière Sépric	Crédit Agricole CIB
2013	Elixens	Banque Palatine

* : Augmentation de capital réservée - article 261-2 du règlement général de l'AMF.

** : Transfert de siège au Royaume-Uni.

ANNEXE 7 : PERFORMANCES DES COMPARABLES BOURSIERS

Société	Référence annexe B	Croissance du chiffre d'affaires			Marge EBITDA			Marge EBIT		
		2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e
Etam Développement		(0,9%)	8,4%	11,3%	7,1%	7,5%	8,3%	3,1%	4,1%	4,6%
OVS	8.1	8,1%	7,3%	6,9%	14,5%	14,5%	14,8%	10,6%	10,8%	11,3%
Giordano International	8.2	2,4%	4,2%	5,7%	14,4%	14,7%	14,3%	11,5%	12,1%	12,2%
LT	8.3	6,8%	6,7%	6,9%	11,2%	11,9%	12,2%	8,0%	8,9%	10,0%
Keppahl	8.4	5,5%	2,7%	2,6%	11,1%	11,6%	12,2%	8,3%	8,8%	9,4%
Calida	8.5	3,5%	1,8%	1,5%	8,8%	9,7%	11,1%	5,9%	6,8%	8,2%
Silvano Fashion Group	8.6	15,7%	4,6%	1,7%	22,2%	21,1%	20,8%	19,4%	18,3%	18,0%
MO	8.7	10,2%	2,0%	2,0%	8,5%	9,5%	10,0%	7,0%	8,0%	8,4%
Moyenne		7,5%	4,2%	3,9%	13,0%	13,3%	13,6%	10,1%	10,5%	11,1%
Médiane		6,8%	4,2%	2,6%	11,2%	11,9%	12,2%	8,3%	8,9%	10,0%

ANNEXE 8 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS¹⁰¹

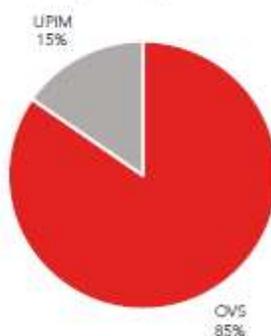
8.1 OVS SPA

OVS Spa¹⁰² est un groupe italien de prêt-à-porter pour femmes, hommes et enfants.

Les marques distribuées via un réseau de plus de 1 200 boutiques en Italie et dans le reste du monde sont OVS, OVS Kids, UPIM et Blukids.

Le groupe emploie près de 6 500 personnes.

Ventilation du chiffre d'affaires 2016
par marque



¹⁰¹Source : Bloomberg et documents de référence.

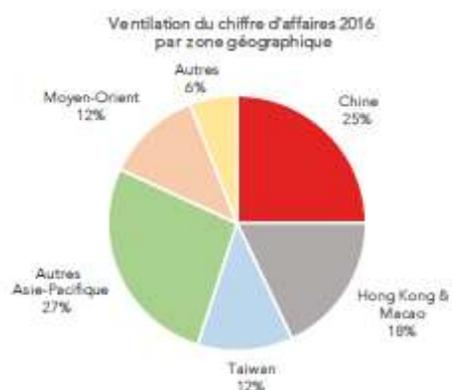
¹⁰² Le titre OVS Spa est coté sur le Milan Stock Exchange.

8.2 Giordano International Ltd

Giordano International Ltd¹⁰³ est un groupe hongkongais spécialisé dans le prêt-à-porter pour femmes, hommes et enfants.

Le groupe possède plusieurs marques dont Giordano, Giordano Junior, Giordano Ladies, BSX et d'autres marques) qui sont distribuées dans près de 2 400 boutiques dans 30 pays (Chine, Corée du Sud, Asie du Sud-est et Moyen-Orient).

Le groupe emploie environ 8 000 personnes.



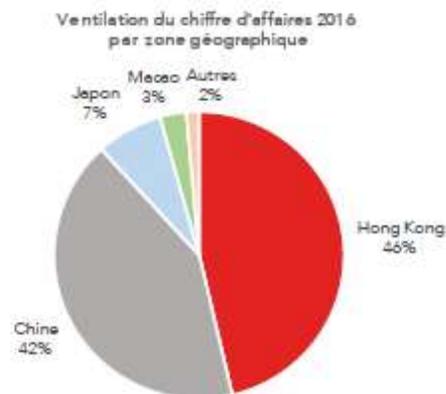
¹⁰³ Le titre Giordano International Ltd est coté sur le Hong Kong Stock Exchange.

8.3 IT Ltd

I.T Ltd¹⁰⁴ est un groupe chinois de prêt-à-porter pour hommes et femmes qui possède plusieurs marques en propre telles que I.T, Fingercroxx, Double-park et Hoods.

Le groupe distribue ses collections dans environ 800 boutiques en Asie, principalement en Chine avec 650 boutiques, en Europe et aux Etats-Unis.

Le groupe emploie près de 6 500 personnes.



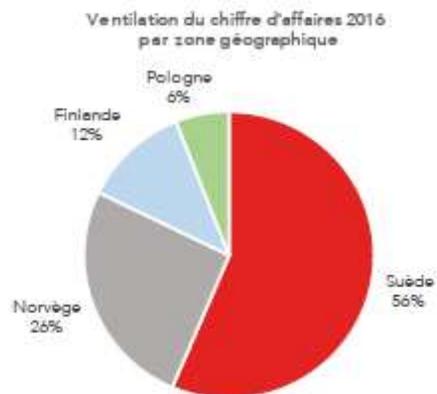
¹⁰⁴ Le titre I.T Ltd est coté sur le Hong Kong Stock Exchange.

8.4 Kappahl AB

Kappahl AB¹⁰⁵ est un groupe suédois qui conçoit et distribue des articles de prêt-à-porter pour femmes, hommes et enfants.

Le groupe distribue ses collections dans près de 370 boutiques en Suède, Norvège, Finlande et Pologne.

Le groupe emploie 4 000 personnes.

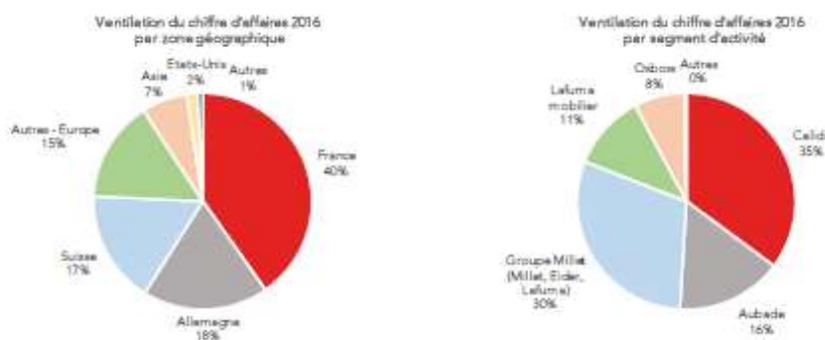


¹⁰⁵ Le titre Kappahl AB est coté sur le Nasdaq OMX Nordic Stockholm.

8.5 Calida Holding AG

Calida Holding AG¹⁰⁶ est une société suisse spécialisée dans la conception et la distribution de lingerie sous les marques Calida et Aubade et de prêt-à-porter (Millet, Eider, Lafuma et Oxbow) pour hommes et femmes.

Les marques de sous-vêtements Calida et Aubade sont distribuées dans plus de 70 pays.



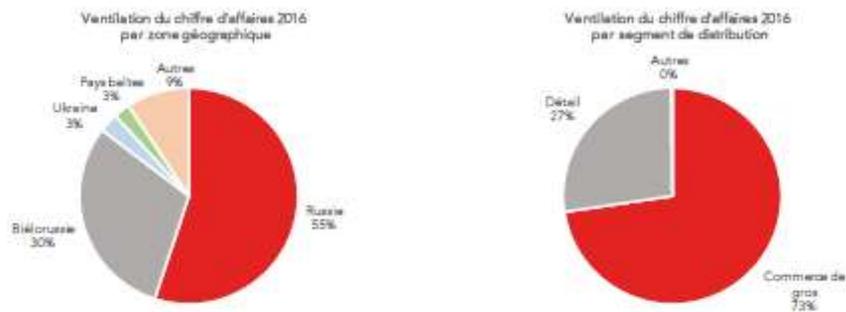
¹⁰⁶ Le titre Calida Holding AG est coté sur le SIX Swiss Exchange.

8.6 Silvano Fashion Group AS

Silvano Fashion Group AS¹⁰⁷ est un groupe international dont l'activité principale est de concevoir et distribuer des articles de lingerie.

La société développe ses activités autour des marques Milavista, Lauma Lingerie, Alisee, Aveline et Laumelle qui sont distribuées dans 25 pays dont la Russie, la Biélorussie, l'Ukraine et les pays baltes. Son réseau de distribution se compose de 680 boutiques.

Le groupe emploie environ 2 000 personnes.



¹⁰⁷ Le titre Silvano Fashion Group AS est coté sur le Nasdaq OMX Tallin Stock Exchange.

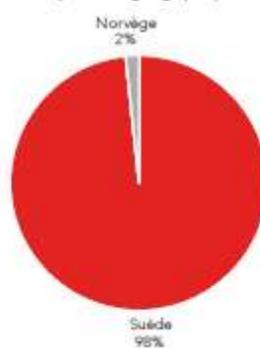
8.7 MQ Holding AB

MQ Holding AB¹⁰⁸ est un groupe suédois qui conçoit et distribue des vêtements de prêt-à-porter pour femmes et hommes.

Son réseau de distribution, situé en Suède et Norvège, compte près de 170 boutiques.

Le groupe emploie 1 500 personnes.

Ventilation du chiffre d'affaires 2016
par zone géographique



¹⁰⁸ Le titre MQ Holding est coté sur le Nasdaq OMX Nordic Stockholm.

ANNEXE 9 : TRANSACTIONS COMPARABLES¹⁰⁹

Date	Cible	Pays	Acquéreur
13/04/2016	Reiss Ltd	Royaume-Uni	Warburg Pincus LLC
11/12/2015	Hunkemöller B.V.	Pays-Bas	The Carlyle Group
25/06/2015	IKKS Group S.A.S.	France	LBO France; The Silverfern Group, Inc.
24/06/2015	Masai Clothing Company ApS	Danemark	Silverfleet Capital Partners II, LP
15/05/2015	New Look Group Limited	Royaume-Uni	Brait Private Equity
19/06/2015	Cabbeen Fashion Limited	Iles Caïmans	na
10/06/2015	Baoxiniao Holding Co., Ltd.	Chine	na
21/01/2015	Happy Socks AB	Suède	Scope Capital Advisory AB; Jonas Meerits (Privé)
16/01/2015	Phase Eight (Fashion & Designs) Limited	Royaume-Uni	Foschini Limited

¹⁰⁹ Source : Mergermarket, Capital IQ.



Ledouble

ETAM DÉVELOPPEMENT

57 – 59 rue Henri Barbusse
92110 Clichy

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE
SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE
INITIÉE PAR FINORA

ADDENDUM À L'ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SAS - 8, rue Halévy - 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 - E-mail info@ledouble.fr
Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes
Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris
Société par actions simplifiée au capital de 514 400 €
RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



Dans le cadre de l'examen du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire (« l'Offre ») sur les titres de la société Etam Développement (« la Cible ») initiée par Finora (« l'Initiateur »), Ledouble SAS a établi une attestation d'équité en date du 28 juin 2017. Nous y apportons les précisions suivantes en fonction des informations que nous avons reçues entre le dépôt du projet d'Offre incluant l'attestation d'équité et la date du présent addendum.

1. Les arguments présentés par des actionnaires Minoritaires

Il nous a été transmis le 6 juillet 2017 un courrier d'un actionnaire minoritaire en date du 15 juin 2017 qui sollicite une valorisation d'Etam Développement intégrant :

- l'ensemble du patrimoine constitué des propriétés immobilières et des droits au bail pour leur juste valeur ;
- une approche analogique s'appuyant sur un échantillon de sociétés cotées par référence à un multiple d'EBITDA.

Dans notre attestation d'équité, qui est postérieure à ce courrier, ces éléments ont été pris en compte. Nous avons notamment présenté :

- une approche patrimoniale (actif net corrigé) ;
- une approche intrinsèque en examinant l'effet de la détention en pleine propriété de magasins ;
- une approche analogique par référence à des multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables.

Comme souligné aux § 4.1.7 et 4.1.8, page 21 de l'attestation d'équité, les droits au bail sont inscrits dans les comptes consolidés du groupe Etam à leur juste valeur. La juste valeur des droits au bail est ainsi reflétée dans l'actif net corrigé.

De plus, afin de prendre en considération le poids du parc immobilier de magasins détenu par le Groupe Etam, nous avons également procédé à une valorisation intrinsèque en isolant la valeur du parc immobilier afin de refléter la location des magasins au lieu et place de leur détention en propre par le Groupe (§ 4.5.6, page 34).

L'évaluation analogique par référence à un échantillon de sociétés cotées comparables au Groupe est détaillée au § 4.7, pages 36 à 38 de l'attestation d'équité. L'échantillon de sociétés comparables cotées retenu reflète l'exposition du Groupe en Europe et en Chine dans le secteur de l'habillement et de la lingerie mais également sa taille. Comme mentionné § 4.7.2, page 36, le multiple d'EBITDA a été écarté en raison des politiques d'investissement hétérogènes menées par les sociétés comparables, notamment en termes d'acquisition des murs de magasins et de droit au bail. Dans ce contexte, les multiples VE/EBIT médians pour les années 2017 et 2018 ont été privilégiés pour refléter la détention en propre de magasins par ETAM Développement (§ 3.4.1, page 14).

2. Les principales hypothèses du plan d'affaires

Les hypothèses du plan d'affaires 2017 à 2020, qui structurent et sous-tendent la stratégie du Groupe, ont été décrites en détail au § 4.5.4, pages 29 à 31 de l'attestation d'équité.

Les agrégats prévisionnels relatifs à l'activité, aux coûts de réorganisation, à la rentabilité et à la politique d'investissements sont liés et ne peuvent être pris individuellement.

Le plan d'affaires prévoit cumulativement et simultanément plusieurs objectifs. Notamment, la mise en œuvre des investissements, hors immobiliers, représentant en moyenne 6 % à 7 % du chiffre d'affaires sur la période, entre autre, permet au Groupe d'envisager en 2020 comparé à 2016 :

- un chiffre d'affaires en hausse de 34% ;
- un taux d'EBIT majoré de 1,5 point.

3. Le pacte d'actionnaires conclu entre les familles Milchior, Tarica et Lindermann

Comme indiqué en annexe 4, page 49 et § 2.6 page 7 de l'attestation d'équité, nous avons pris connaissance du pacte d'actionnaires conclu le 7 juin 2017 entre les familles Milchior, Tarica et Lindermann. Nous n'avons pas relevé dans ce pacte d'éléments de nature à remettre en cause notre appréciation de l'équité de l'Offre.

En conclusion, à l'issue de nos travaux de valorisation du titre Etam Développement, nous sommes d'avis que le prix proposé de 49,3 € coupon détaché soit 50,0 € coupon attaché, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant leurs titres à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire.

Paris, le 11 juillet 2017

LEDOUBLE SAS

Agnès PINIOT
Présidente, Associée

Stéphanie GUILLAUMIN
Associée

5. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, le conseil de surveillance de la Société s'est réuni le 30 juin 2017, sur convocation faite conformément aux statuts de la Société, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Etaient présents :

- Madame Rachel Milchior, Présidente
- Monsieur Jacques Mahaut
- Monsieur Jean-Pierre Nordman
- Monsieur Raphaël Palti
- Monsieur Michel Rowan
- Monsieur Alexis Gurdjian
- Monsieur George Lindeman
- Madame Catherine Barba

Etaient absents et excusés :

- Madame Alexandra Rocca
- Madame Emmanuelle de Noirmont

Les débats et le vote sur l'avis motivé du conseil de surveillance se sont tenus sous la présidence de Mme Rachel Milchior, en sa qualité de président du conseil de surveillance.

Mme Rachel Milchior et M. George Lindemann, membres du conseil de surveillance intéressés par l'Offre pour être membre du même concert Milchior, Tarica, Lindemann que l'initiateur, n'ont pas pris part au vote.

Préalablement à la réunion, les membres du conseil de surveillance ont eu connaissance :

- du pacte d'actionnaires constitutif d'une action de concert en date du 7 juin 2017 conclu entre les membres des familles Milchior, Tarica et Lindemann,
- du communiqué de presse de l'Initiateur et de la Société du 7 juin 2017 annonçant le projet d'Offre ainsi que ses principales caractéristiques et modalités ;
- du projet de note d'information établi par la société Finora (initiateur de l'Offre), contenant notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'initiateur, les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre ;
- de l'attestation d'équité en date du 28 juin 2017, établie par le Cabinet Ledouble, expert indépendant désigné par le conseil de surveillance lors de sa séance du 7 juin 2017, conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF ;
- du projet de note en réponse de la Société, établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF.

Analyse de l'Offre

Le conseil de surveillance a constaté que :

- l'Initiateur contrôle, de concert avec les membres des familles Milchior, Tarica et Lindemann, 96,28% du capital et 97,92% des droits de vote de la Société ;
- l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur et les personnes agissant de concert avec lui ;
- le prix de l'Offre extériorise une prime significative sur les références de cours de bourse avant annonce, comprise entre 53,8% et 64,4% en fonction de la période retenue, et une prime de 16,7% par rapport à la valeur centrale de la valorisation par actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles ;
- l'Offre permet aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation ;
- le résultat de l'Offre n'aura aucune incidence sur le contrôle de la Société, déjà détenu de concert par les familles Milchior, Tarica et Lindemann, lesquelles ont réitéré, notamment dans le cadre du pacte d'actionnaires conclu le 7 juin 2017, leur engagement à long terme dans la Société ;
- l'initiateur a d'ores et déjà annoncé son intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.

Le conseil de surveillance a relevé les intentions de l'initiateur pour les douze mois à venir, à savoir, en particulier :

- Etam Développement entend poursuivre son activité dans la continuité de la stratégie actuellement suivie ;
- l'Offre ne s'inscrivant pas dans le cadre d'un projet de rapprochement avec d'autres sociétés, il n'existe pas de synergies ou d'économies qui lui soient liées ni de perspective de fusion ;
- l'Offre n'aura aucun impact en matière d'emploi ;
- l'Initiateur n'a pas l'intention de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société ;
- l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre, étant précisé qu'il détient d'ores et déjà de concert plus de 95% du capital et des droits de vote de la Société (seuil nécessaire à la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire) ;
- l'Initiateur se réserve la possibilité, à l'issue de l'Offre, de modifier les statuts de la Société et, le cas échéant, la forme sociale de la Société.

Le conseil de surveillance a également étudié le rapport de valorisation de la Société établi par Rothschild Martin Maurel et Natixis ainsi que l'attestation d'équité établie par le Cabinet Ledouble, expert indépendant nommé par décision du conseil de surveillance en date du 7 juin 2017.

Le conseil de surveillance relève que les conclusions de cette attestation d'équité sont les suivantes :

« A l'issue de nos travaux de valorisation du titre Etam Développement, nous sommes d'avis que le prix proposé de 49,3 € coupon détaché soit 50,0 € coupon attaché, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant leurs titres à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire. »

Avis du conseil de surveillance

Au regard des éléments qui précèdent, le conseil de surveillance, après en avoir délibéré, a rendu l'avis motivé suivant, à l'unanimité des membres présents prenant part au vote, en ce compris ses membres indépendants :

L'Offre est dans l'intérêt :

- de la Société, dans la mesure où la Société est d'ores et déjà contrôlée à ce jour par le concert Milchior, Tarica, Lindemann ;
- de ses actionnaires, puisque le prix proposé par l'initiateur de 49,30 euros par action (dividende détaché) est considéré comme équitable par l'expert indépendant et valorise correctement les actions détenues par les actionnaires ;
- de ses salariés, puisque l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi et de gestion des relations sociales et des ressources humaines dans la mesure où l'Initiateur, directement ou indirectement, seul ou de concert, contrôle d'ores et déjà la Société.

Après en avoir délibéré, compte tenu de l'opportunité de liquidité immédiate que cette Offre représente, à un prix attractif, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, le conseil d'administration, à l'unanimité des votants, recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

6. ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE

6.1 Forme juridique de la Société

Etam Développement est une société en commandite par actions française régie notamment par le livre deuxième du Code de commerce. Ce statut a été adopté par l'assemblée générale extraordinaire du 29 mai 1996 afin de préserver l'identité et la culture de l'entreprise et d'assurer ainsi sa pérennité à long terme, dans l'intérêt du Groupe et de l'ensemble des actionnaires.

6.1.1 Fonctionnement d'une société en commandite par actions

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

- les associés commanditaires, apporteurs de capitaux, qui ne sont responsables des dettes sociales qu'à concurrence du montant de leurs apports ;
- les associés commandités, apporteurs en industrie, qui sont tenus indéfiniment et solidairement responsables des dettes sociales envers les tiers. Une même personne peut avoir la double qualité d'associé commandité et commanditaire.

Un conseil de surveillance est nommé par l'assemblée générale des actionnaires et chargé de contrôler la gestion de l'entreprise. Les commandités, même commanditaires, ne peuvent être élus, ni participer à la désignation des membres du conseil de surveillance.

6.1.2 Associés commandités de la Société (article 1 des statuts)

Les associés commandités sont M. Pierre Milchior, Mme Marie-Claire Tarica, Melle Vanessa Milchior, M. Laurent Milchior et Gerset, société par actions simplifiée dont le siège social est à Clichy (92110), 57-59 rue Henri Barbusse.

6.1.3 Droits et obligations des associés commandités (article 13 des statuts)

Les décisions des assemblées, tant ordinaires qu'extraordinaires, ne sont valablement prises que si elles sont adoptées par la majorité des associés commandités (par exception, l'accord des commandités n'est pas requis pour les décisions concernant la nomination et la révocation des membres du conseil de surveillance et des commissaires aux comptes, la fixation de leur rémunération et l'approbation des conventions soumises à autorisation).

Les droits des associés commandités dans le résultat de la Société sont rappelés au paragraphe « Répartition des bénéfices et modalités de paiement des dividendes (article 23 des statuts) ». Les associés commandités sont tenus indéfiniment et solidairement responsables des dettes sociales envers les tiers.

Tout associé commandité non gérant est en droit d'exercer un contrôle sur la gestion de la Société et dispose à cet effet des mêmes pouvoirs d'investigation que les commissaires aux comptes. La désignation de tout nouvel associé commandité est faite par décision de l'assemblée générale extraordinaire prise avec l'accord de tous les associés commandités.

6.1.4 La gérance (articles 14 et 15 des statuts)

Aux termes des statuts, la Société est administrée et gérée par un ou plusieurs gérants personnes physiques ou morales ayant la qualité d'associés commandités. Les gérants actuels sont M. Pierre Milchior, M. Laurent Milchior et Mme Marie-Claire Tarica.

6.1.5 Nomination-révocation des gérants

La nomination et la révocation de tout gérant est de la compétence de la société Gerset, pour autant qu'elle ait la qualité d'associé commandité à la date de la décision. A défaut pour Gerset de détenir cette qualité, la nomination et la révocation de tout gérant seront de la compétence de l'assemblée générale ordinaire des associés commanditaires, agissant sur proposition et avec l'accord de tous les associés commandités.

6.1.6 Durée de la gérance

Les fonctions de gérant sont à durée indéterminée. Elles prennent fin par le décès, l'incapacité ou l'interdiction, le redressement, la liquidation judiciaire, la faillite personnelle, la révocation ou la démission et le dépassement de l'âge de 85 ans sauf prorogation décidée par la majorité des associés commandités et ce, pour une durée de cinq ans renouvelable une fois. En cas de vacance de la gérance pour cause d'incapacité ou de décès simultané des gérants, la gérance sera assurée par les commandités statuant à la majorité simple et ce, jusqu'à la désignation de la nouvelle gérance.

La perte de la qualité de gérant entraîne automatiquement et de plein droit la perte de la qualité d'associé commandité. La Société n'est pas dissoute en cas de cessation des fonctions d'un gérant, pour quelque cause que ce soit. Le gérant qui démissionne doit prévenir chacun des associés commandités six mois au moins à l'avance.

6.1.7 Rapport avec les tiers

Chacun des gérants a tous pouvoirs pour engager la Société à l'égard des tiers. Il les exerce dans les limites de l'objet social et sous réserve de ceux expressément attribués par la loi et les statuts au conseil de surveillance et aux assemblées générales d'actionnaires. Les cautions, avals et garanties donnés par la Société doivent faire l'objet d'une autorisation prise à la majorité des associés commandités. Ces derniers peuvent consentir une autorisation globale annuelle.

6.1.8 Rapport avec la Société et les actionnaires

Dans les rapports avec la Société et les actionnaires, les gérants peuvent prendre entre eux toutes mesures qu'ils jugent souhaitables pour assurer l'unité de gestion et de représentation de la Société. Les gérants peuvent procéder, sous leur responsabilité, à toutes délégations de pouvoirs qu'ils jugent nécessaires au bon fonctionnement de la Société et du groupe.

6.1.9 Rémunération de la gérance

La gérance ne reçoit aucune rémunération statutaire. Toute autre rémunération de la gérance, qu'elle soit fixe, proportionnelle ou indexée, est fixée et modifiée par l'assemblée générale ordinaire statuant avec l'accord de la majorité des associés commandités. Sa répartition entre les gérants est décidée par ces derniers. Des options d'achat ou de souscription d'actions de la Société peuvent être accordées aux gérants par décision de la majorité des associés commandités sur autorisation de l'assemblée générale extraordinaire.

6.1.10 Règles d'affectation et de répartition des bénéfices

Les comptes de la Société clos à la fin de chaque exercice sont arrêtés par la gérance. La gérance établit le rapport de gestion prévu par la loi.

Le droit aux bénéfices des associés commandités est égal à 1% du montant du bénéfice distribuable de chaque exercice. Il est prélevé sur le bénéfice distribuable de chaque exercice. Le versement des sommes correspondant au droit aux bénéfices des associés commandités intervient dans les 3 mois suivant l'approbation des comptes de chaque exercice par l'assemblée générale. Ces sommes sont réparties entre les associés commandités dans les proportions définies à la majorité des associés commandités et à défaut, par parts égales. Les associés commandités n'ont aucun droit sur les réserves ni sur le boni de liquidation. Sous réserve des droits des associés commandités définis ci-dessus, les actionnaires disposent de la totalité des droits sur les bénéfices de chaque exercice, sur toutes réserves et sur tout *boni de liquidation*.

Après prélèvement des sommes revenant aux associés commandités, l'assemblée générale peut décider toutes affectations autorisées par la loi les bénéfices distribuables et les réserves revenant aux actionnaires. En outre, les réserves peuvent, sur décision de l'assemblée ordinaire, être affectées à l'amortissement total ou partiel des actions. Les actions intégralement amorties sont remplacées par des actions de jouissance ayant les mêmes droits que les actions anciennes à l'exception du droit au remboursement du capital. Les réserves peuvent également être incorporées au capital.

Les dividendes sont mis en paiement aux époques et lieux désignés par la gérance dans un délai maximum de neuf mois à compter de la clôture de l'exercice, sous réserve de la prolongation de ce délai par justice.

6.2 Structure du capital de la Société

Le tableau ci-dessous présente la répartition du capital de la Société à la date de la présente note en réponse :

	Actions		Droits de vote	
	nb	%	nb	%
Pierre Milchior	723 472	10,06%	1 446 944	10,58%
Laurent Milchior	361 820	5,03%	723 640	5,29%
Vanessa Milchior	361 820	5,03%	723 640	5,29%
Rachel Milchior	1 820	0,03%	3 640	0,03%
Finora (1)	3 199 295	44,49%	5 972 975	43,66%
Sous-total Groupe Milchior	4 648 227	64,64%	8 870 839	64,84%
Marie-Claire Tarica	525 205	7,30%	1 040 910	7,61%
Cyrille Tarica	200 000	2,78%	400 000	2,92%
William Tarica	200 000	2,78%	400 000	2,92%
Karine Tarica	200 000	2,78%	400 000	2,92%
Sous-total Groupe Tarica	1 125 205	15,65%	2 240 910	16,38%
Linto (2)	564 275	7,85%	1 128 550	8,25%
Inteco Investment (2)	583 037	8,11%	1 166 074	8,52%
George Lindemann	2 544	0,04%	5 088	0,04%
Sous-total Groupe Lindemann	1 149 856	15,99%	2 299 712	16,81%
Sous-total Concert	6 923 288	96,28%	13 411 461	98,03%
Public	267 143	3,72%	269 248	1,97%
Total	7 190 431	100,00%	13 680 709	100,00%

(1) Finora est détenue par la famille Milchior.

(2) Limited Liability Company de droit américain.

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun autre actionnaire détenant directement ou indirectement, seul ou de concert, plus de 5% du capital et des droits de vote de la Société.

6.3 Restrictions statutaires

Il n'existe pas de restriction statutaire à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.

6.4 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société

A la connaissance de la Société, à la date de la présente note en réponse, le capital social d'Etam Développement est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 6.2 ci-dessus.

Au cours des douze derniers mois, à l'exception de la déclaration de franchissement de seuils consécutive à la conclusion du Pacte mentionnée au paragraphe 2.1 ci-dessus, aucune déclaration de franchissement de seuil ou d'opération sur titres n'a été portée à la connaissance de la Société.

6.5 Titres comportant des droits de contrôle spéciaux

Il n'existe pas de droit de contrôle spéciaux. Toutefois, il existe un droit de vote double.

L'assemblée générale du 24 mars 1997 a modifié les statuts de la Société et précisé qu'un droit de vote double est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles est justifiée une inscription nominative au nom d'un même actionnaire depuis 4 ans au moins, ainsi qu'aux actions nominatives nouvelles attribuées gratuitement à un actionnaire en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices et primes d'émission, à raison d'actions bénéficiant de ce droit. Ce droit de vote double cesse dès lors que les actions qui en bénéficient font l'objet d'une conversion au porteur ou d'un transfert, hormis tout transfert du nominatif au nominatif par voie de succession ou donation familiale.

6.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

Il n'existe pas de mécanisme de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel avec des droits de contrôle qui ne sont pas exercés par ces derniers.

6.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

Les membres du groupe familial Milchior (familles Milchior et Tarica) ont signé en date du 31 juillet 2006 un engagement collectif de conservation de titres conformément à l'article 787 B du Code général des impôts, aux termes duquel ils se sont engagés à conserver collectivement 2 364 792 actions Etam Développement. Ces actions représentent aujourd'hui 29,6 % des droits financiers et 20,52 % des droits de vote attachés aux actions émises par la Société.

Cet engagement collectif a été conclu pour une durée de deux ans à compter du 31 juillet 2006. Il est renouvelable par tacite reconduction pour des périodes de deux ans et il est toujours en vigueur.

6.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement de la gérance et à la modification des statuts

Les règles de nomination et de révocation de la gérance sont les règles légales et statutaires décrites au paragraphe 6.1.5.

La modification des statuts de la Société se fait conformément aux dispositions légales et réglementaires.

6.9 Pouvoirs de la gérance en particulier l'émission et le rachat d'actions

6.9.1 Émissions d'actions

Le tableau ci-dessous récapitule les délégations et autorisations en matière d'augmentation de capital en cours de validité :

Autorisation	Date de l'AGE	Date d'expiration	Montant nominal		
			autorisé	utilisé	en vigueur
Délégation de compétence afin d'émettre des actions ou valeurs mobilières donnant accès au capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (1)	30-mai-17	30-juil-19	10 000 000 €	-	10 000 000 €
Délégation de compétence afin d'émettre des actions ou valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription (1)	30-mai-17	30-juil-19	2 400 000 €	-	2 400 000 €
Délégation de compétence afin d'émettre des actions ou valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription par placement privé	30-mai-17	30-juil-19	20 % du capital par an	-	20 % du capital par an
Délégation de compétence afin d'augmenter le capital par incorporation de réserves, bénéfices, primes	30-mai-17	30-juil-19	179 753 918 €	-	179 753 918 €
Délégation de compétence afin d'augmenter le capital en vue de rémunérer des apports en nature	30-mai-17	30-juil-19	10 % du capital	-	10 % du capital
Autorisation d'émettre des stocks-options (2)	27-mai-16	27-juil-19	2 % du capital (2)	-	2 % du capital
Autorisation d'attribuer des actions gratuites (2)	27-mai-16	27-juil-19	2 % du capital (2)	-	2 % du capital

(1) Plafonds communs.

(2) Plafonds communs.

6.9.2 Rachat d'actions

Néant.

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

En cas de changement de contrôle de la Société, toutes les sommes dues au titre du crédit multilatéral dit « Club Deal 2012 » signé en décembre 2012, et du placement privé de type « Schuldscheindarlehen » de juillet 2011 deviendraient exigibles de plein droit.

6.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil de surveillance, de la gérance ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Il n'existe pas d'accords particuliers prévoyant des indemnités en cas de cessation des fonctions des gérants.

Le groupe Etam Développement a négocié avec certains de ses dirigeants des indemnités à verser en cas de départ. L'engagement global s'élève à 1,4 million d'euros au 31 décembre 2016 comme au 31 décembre 2015.

7. MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les « Autres informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'Etam Développement feront l'objet d'une note spécifique déposée auprès de l'AMF et mise à disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

8. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Pierre Milchior
Gérant