

NOTE PRÉSENTÉE PAR LA SOCIÉTÉ



EN REPONSE À L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE INITIÉE PAR CAP HOLDING VISANT LES ACTIONS EGTN

AVIS IMPORTANT

En application des articles L.261-1 et suivants du Règlement Général de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** »), l'avis de SOCIETEX, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.



« En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231 -26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers a apposé le visa n° [●] en date du [●] sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société EGTN 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. »

La présente note en réponse est disponible sur le site internet d'EGTN (www.egtn.com) et sur celui de l'Amf (www.amf-france.org). Une copie en sera adressée sans frais à toute personne qui en fera la demande auprès de :

EGTN
30, rue du Général Koenig
BP 34 – SANTES
59536 Wavrin Cedex

En application de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'EGTN figurent dans le document de référence 2008 d'EGTN, enregistré par l'Amf le 2 juillet 2009, celui-ci ayant fait l'objet de compléments d'information dans le cadre d'une actualisation de ce document de référence enregistrée par l'Amf en date du 1^{er} septembre 2009. Le document de référence et son actualisation sont disponibles selon les mêmes modalités que la présente note en réponse.

Table des matières

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE.....	3
2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'EGTN	4
3. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT.....	6
3.1 PREAMBULE.....	6
3.2 PRESENTATION DE L'OPERATION	6
3.2.1 <i>Présentation de la société initiatrice : CAP HOLDING</i>	6
3.2.2 <i>Présentation de la société cible : EGTN</i>	6
3.2.3 <i>Contexte et termes de l'Offre sur les actions d'EGTN</i>	7
3.2.4 <i>Déclaration d'indépendance</i>	8
3.2.5 <i>Objectifs de la mission et Diligences effectuées</i>	9
3.3 EVALUATION DE LA SOCIETE EGTN	10
3.3.1 <i>Méthodes d'évaluation écartées ou présentées à titre d'information</i>	10
3.3.2 <i>Méthodes d'évaluation retenues à titre principal</i>	13
3.4 OBSERVATIONS SUR LES TRAVAUX D'EVALUATION REALISES PAR INVEST SECURITIES	27
3.4.1 <i>Observations sur le choix des méthodes retenues</i>	27
3.4.2 <i>Observations sur l'évaluation sous hypothèse de continuité de l'exploitation</i>	27
3.4.3 <i>Observations sur l'évaluation sous hypothèse de continuité des activités</i>	28
3.5 RECAPITULATIF DES VALEURS ET ANALYSE DE LA PRIME	29
3.5.1 <i>Récapitulatif des valeurs</i>	29
3.5.2 <i>Analyse de la prime offerte (ou de la décote)</i>	30
3.6 CONCLUSION.....	31
3.7 ANNEXES	32
3.7.1 <i>Présentation de SOCIETEX VALUATION & ADVISORY</i>	32
3.7.2 <i>Références de SOCIETEX VALUATION & ADVISORY</i>	32
3.7.3 <i>Profil des intervenants de SOCIETEX VALUATION & ADVISORY</i>	33
3.7.4 <i>Programme de travail détaillé</i>	34
3.7.5 <i>Calendrier de l'étude</i>	34
3.7.6 <i>Flux Prévisionnels Illustrant l'approche Globale d'évaluation De l'exploitation d'EGTN</i>	35
4. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	37
4.1 SOLDE DU PAIEMENT DU PRIX DU BLOC DE CONTROLE.....	37
5. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DÉROULEMENT DE L'OFFRE	38
5.1 STRUCTURE DU CAPITAL	38
5.2 RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AU TRANSFERT D' ACTIONS	38
5.3 PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIETE AYANT FAIT L' OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL	38
5.4 LISTE DE DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX	39
5.5 MECANISMES DE CONTROLE PREVU DANS UN EVENTUEL SYSTEME D' ACTIONNARIAT DU PERSONNEL ...	39
5.6 ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES.....	39
5.7 REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DES ORGANES D' ADMINISTRATION AINSI QU' A LA MODIFICATION DES STATUTS	39
5.8 POUVOIRS DU CONSEIL D' ADMINISTRATION EN MATIERE D'EMISSION ET DE RACHATS D' ACTIONS	39
5.9 ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE, MODIFIES OU PRENANT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE.....	40
5.10 ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MANDATAIRES SOCIAUX OU LES SALAIRES, EN CAS DE DEMISSION, LICENCIEMENT SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE	40
5.11 OBSERVATIONS DU COMITE D'ENTREPRISE	40
5.12 INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D' ADMINISTRATION.....	40
6. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION	41

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement de l'article 233-1 1° du Règlement Général de l'AMF (le « **Règlement Général** »), CAP HOLDING, société anonyme de droit belge, au capital de 500.000 €, dont le siège social est situé au 1 route de Wallonie, 70 11 Ghlin, enregistrée au Greffe du Tribunal de Commerce de Mons sous le numéro 888.223.555 (« **CAP HOLDING** » ou l'« **Initiateur** »), s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de la Société EGTN (« **EGTN** » ou « **La Société** »), société anonyme à conseil d'administration au capital de 3.445.000 euros, dont le siège social est situé à Santes, 59211, au 30 avenue du Général Koenig, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Lille sous le numéro 455.504.324 dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris de NYSE Euronext Paris sous le code ISIN FR0000063513, d'acquérir la totalité de leurs actions EGTN au prix de 45 euros par action à régler exclusivement en numéraire dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

À la date de la présente note en réponse, l'Initiateur détient 163 499 actions, représentant 94,9% du capital et 94,9% des droits de vote d'EGTN. CAP HOLDING détenant plus de la moitié du capital et des droits de vote d'EGTN, l'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du Règlement Général. L'Offre est présentée par la Banque DEGROOF & PHILIPPE qui garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement Général, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre vise la totalité des actions EGTN non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, soit 8 776 actions.

CAP HOLDING est détenue à hauteur de 99,8% par Monsieur David FABRY.

La Banque DEGROOF & PHILIPPE, agissant pour le compte de CAP HOLDING, a déposé le 4 septembre 2009 auprès de l'AMF un projet de note d'information relative à l'Offre sur la base d'un prix de 36,72 euros par action EGTN. A la suite des échanges intervenus avec les services de l'AMF lors de l'examen du projet d'Offre, CAP HOLDING a décidé de porter le prix de 36,72 euros par action à 45 euros par action. La Banque DEGROOF & PHILIPPE a transmis à l'AMF une lettre de dépôt complémentaire relative à l'Offre le 1^{er} octobre 2009.

La note d'information relative à l'Offre est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) ainsi qu'auprès de CAP HOLDING et de la banque présentatrice de l'Offre.

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'EGTN

Le Conseil d'administration d'EGTN s'est réuni une première fois le 9 septembre 2009 afin d'examiner le projet d'offre publique d'achat simplifiée initié par CAP HOLDING, suivi d'un retrait obligatoire, déposé au prix de 36,72 euros par action et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que ce projet présente ainsi que ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et salariés, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement Général.

Étaient présents et ont signé le registre de présence :
Monsieur David FABRY, Président du Conseil d'Administration,
Monsieur Michel FABRY, Directeur Général Délégué,
Madame Pascale POUPART,
Monsieur Jean-Paul COCHEZ était absent, excusé.

Le quorum étant atteint, le Conseil a pu valablement délibérer.

Monsieur Jean-François DEPIENNE, membre du comité d'entreprise, régulièrement convoqué était présent.

Le Conseil a examiné :

- le projet d'Offre portant sur la totalité des actions EGTN non détenues par CAP HOLDING,
- le projet de note d'information déposée le 4 septembre 2009 auprès de l'AMF par la Banque DEGROOF & PHILIPPE, qui comporte notamment les motifs et intentions de CAP HOLDING ainsi que les éléments d'appréciation du prix d'Offre ;
- le rapport du cabinet SOCIETEX, désigné par la Société en qualité d'expert indépendant en application de l'article 261-1 du Règlement Général,

A l'unanimité de ses membres présents ou représentés, le Conseil a émis un avis favorable concernant cette offre.

Le Conseil d'administration d'EGTN s'est ensuite réuni le 5 octobre 2009 aux fins d'examiner les nouvelles modalités de l'Offre résultant du relèvement de 36,72 euros à 45 euros du prix d'achat par action EGTN proposé par CAP HOLDING et de rendre un avis motivé sur l'intérêt qu'elle présente ainsi que ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et salariés, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement Général.

Le quorum de ses membres étant atteint, le Conseil a pu valablement délibérer.

Un extrait du procès-verbal des délibérations du Conseil d'administration de la Société du 5 octobre 2009 contenant l'avis motivé est reproduit ci-après :

«Le Président rappelle aux administrateurs que le 9 septembre 2009, le Conseil d'administration avait délibéré sur un projet d'offre publique d'achat simplifiée, proposée par CAP HOLDING et ayant fait l'objet d'une note d'information déposée auprès de l'AMF par la Banque DEGROOF & PHILIPPE le 4 septembre 2009. Il précise que le Conseil avait formulé un avis favorable concernant cette offre au prix de 36,72 euros par action.

Le Président informe les administrateurs que l'Initiateur, CAP HOLDING, à la suite des discussions intervenues avec les services l'AMF lors de l'examen du projet, a décidé de relever le prix de cette offre et de porter le prix d'achat par action de 36,72 euros à 45 euros, dans les conditions décrites dans une nouvelle version de la note d'information déposée auprès de l'AMF le 1er octobre 2009 (l'« Offre Modifiée »).

Le Président présente alors aux administrateurs et à la personne présente:

- la nouvelle version de la note d'information déposée le 1er octobre 2009 auprès de l'AMF par la Banque DEGROOF & PHILIPPE qui comporte notamment les motifs et les intentions de CAP HOLDING ainsi que les éléments d'appréciation du nouveau prix de l'Offre Modifiée;
- le rapport du cabinet SOCIETEX, désigné par la Société en qualité d'expert indépendant en application de l'article 261-1 du Règlement Général amendé en fonction des nouvelles conditions financières de l'Offre Modifiée.

Après analyse des documents remis par le Président, le Conseil constate que:

- le nouveau prix de 45 euros par action EGTN proposé par CAP HOLDING se situe dans la fourchette des valeurs de l'action EGTN déterminée dans le cadre d'une approche multicritères telle que présentée et retenue dans la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre Modifiée préparée par INVEST SECURITIES, ainsi que dans le rapport de l'expert indépendant,,
- l'expert indépendant conclut dans son rapport: « Compte tenu de nos analyses de la valeur d'EGTN, le prix offert révisé de 45 euros par action nous paraît équitable tant dans le cadre de l'OPAS que du retrait obligatoire envisagé à la suite de l'OPAS»

Au vu de ces éléments, le Conseil considère que cette Offre Modifiée, dont les conditions financières ont été revues à la hausse par rapport au projet d'offre initialement prévu, est dans l'intérêt des actionnaires minoritaires en ce qu'elle représente pour ceux-ci une opportunité de bénéficier d'une liquidité immédiate dans des conditions financières encore plus attrayantes, et de bénéficier d'une prime de 59 % sur l'actif net réévalué avec continuité de l'exploitation.

Le Conseil prend acte de l'intention de CAP HOLDING de demander à l'Autorité des marchés financiers la mise en œuvre d'un retrait obligatoire par transfert des actions non présentées à l'Offre Modifiée par les actionnaires minoritaires de la Société, si celles-ci ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote, moyennant une indemnité de 45 euros par action, égale au prix de l'Offre Modifiée.

Compte tenu de ces éléments et après en avoir délibéré, le Conseil d'administration estime que l'Offre Modifiée correspond à l'intérêt d'EGTN de ses actionnaires et de ses salariés.

Le Conseil d'administration décide en conséquence, à l'unanimité des membres présents et représentés, d'émettre un avis favorable à l'Offre Modifiée et de recommander aux actionnaires d'EGTN d'apporter leurs actions à cette Offre, eu égard à l'opportunité qu'elle représente de bénéficier d'une liquidité immédiate dans des conditions jugées équitables.

Enfin, le Conseil d'administration décide d'approuver, à l'unanimité de ses membres présents et représentés, la note en réponse telle que modifiée. Il donne tous pouvoirs au Président Directeur Général à l'effet de finaliser et de signer la note en réponse à l'Offre Modifiée, ainsi que tout autre document qui serait nécessaire dans le cadre de cette Offre Modifiée, et notamment le document « Autres Informations » relatif à la Société et plus généralement prendre toutes dispositions et toutes mesures et faire tout le nécessaire en vue de mener l'Offre Modifiée à bonne fin. »

3. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

3.1 Préambule

Dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée qui serait suivie, sous réserve du franchissement du seuil de 95% du capital d'EGTN par l'initiateur de l'offre, du retrait obligatoire des actions de la société EGTN (OPAS-RO) et de la radiation de la cote, SOCIETEX VALUATION & ADVISORY a été désignée par la société EGTN en qualité d'expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes conformément aux dispositions de l'article 261-1 (alinéas I et II) du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

SOCIETEX VALUATION & ADVISORY a réalisé sa mission selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 révisée par les recommandations du 28 septembre et du 19 octobre 2006 relatives à l'expertise indépendante. Nos diligences sont détaillées ci-après au paragraphe 3.2.5.2 et en annexe 4.

Pour réaliser ses travaux, SOCIETEX VALUATION & ADVISORY s'est référée aux documents et informations publiquement disponibles ainsi qu'aux informations qui lui ont été fournies par la société EGTN, sa banque conseil et ses autres conseils dans l'opération. Nous avons supposé ces informations et documents authentiques et exacts, nous n'avons pas effectué de diligence particulière, de type audit, pour les authentifier, qu'il s'agisse des données historiques ou des hypothèses prévisionnelles. Nous nous sommes limités à en vérifier la vraisemblance et la cohérence en portant une attention particulière à la cohérence du modèle prévisionnel et à la vraisemblance des prévisions au regard des performances historiques et des hypothèses économiques et financières traduisant les perspectives d'activité et de rentabilité envisageables à moyen terme. S'agissant de la valeur des actifs immobiliers, nous nous sommes par ailleurs appuyés sur les conclusions d'expertises réalisées de façon indépendante de nos travaux par ATISREAL et TOSTAIN & LAFFINEUR.

3.2 Présentation de l'opération

3.2.1 Présentation de la société initiatrice : CAP HOLDING

La société CAP HOLDING est une société anonyme de droit belge, au capital de 500 000€ ayant son siège social au 1, route de Wallonie à GHILIN (70 11), identifiée sous le numéro 888 223 555 au Greffe du Tribunal de Commerce de Mons. Elle détient une participation au capital de la société EGTN à hauteur de 94,9% du capital et des droits de vote (soit 163 494 actions). CAP HOLDING est, elle-même, détenue à 99,8% par Monsieur David FABRY, dirigeant opérationnel d'EGTN.

3.2.2 Présentation de la société cible : EGTN

La société EGTN est une société anonyme de droit français au capital de 3 445 500€ ayant son siège social au 30, rue du général Koenig à SANTES (59211), identifiée sous le numéro 455 504 324 RCS Lille. Ses actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris de NYSE Euronext sous le code ISIN FR0000063513. Elle a pour activité la fourniture de services logistiques d'entreposage et de conditionnement de produits de consommation courante.

Le capital d'EGTN est divisé en 172 275 actions ordinaires de nominal 20€ réparties comme suit entre les actionnaires :

- Société CAP HOLDING: 163 494 actions, soit 94,9% du capital ;
- Autres actionnaires nominatifs: 650 actions, soit 0,38% du capital ;
- Actionnaires au porteur 8 131 actions, soit 4,72% du capital.

Il n'existe aucun autre titre donnant accès au capital.

Depuis 2007, EGTN a recentré son activité sur le stockage-manutention, le conditionnement et, dans une moindre proportion, le transport. La société détient par ailleurs des actifs immobiliers : sa plateforme logistique et les SCI RIM et FYR.

Ces sociétés devraient être cédées par EGTN après l'Offre sur une base de valorisation de leurs actifs immobiliers identiques à celle qui a servi de référence au moment de leur acquisition par EGTN en 2008. L'objectif est que ces opérations soient neutres pour EGTN (sans plus ni moins value).

De même, l'Offre est présentée avant distribution de dividende. La société détient la trésorerie correspondante à ce dividende de sorte qu'il est pris en compte dans la détermination de la valeur et du prix offert pour les opérations OPAS-RO

Au 31 décembre 2008, EGTN a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 9,1m€. Son résultat d'exploitation (ou résultat opérationnel) ressortait comme une perte à hauteur de -596K€ et le résultat net (part du groupe) à -348K€. La valeur nette comptable des capitaux propres part du groupe ressortait à 6,7m€ pour un total de bilan de 11,7m€

Au 30 juin 2009, EGTN a réalisé un chiffre d'affaires de 3,6m€, ce qui marque un recul notable de 25% par rapport au chiffre d'affaires au 30 juin 2008 (+4,8m€), comme suite à l'arrêt progressif des activités avec ses principaux contrats. Ce niveau d'activité représente 40% environ du chiffre d'affaires 2008, vs 53% pour le chiffre d'affaires du 1^{er} semestre 2008 par rapport au chiffre d'affaires consolidés sur l'exercice. La perte d'exploitation au 30 juin 2009 ressort à -463K€ (vs -263K€ au 30 juin 2008) et la perte nette à -357K€ (vs -73K€ au 30 juin 2008).

L'activité et les performances récentes de la société sont présentées plus en détail en paragraphe 3.3.2.1.1.1.

3.2.3 Contexte et termes de l'Offre sur les actions d'EGTN

L'actionnaire principal d'EGTN, la société CAP HOLDING, a, par le passé, déjà indiqué sa volonté de racheter la totalité des actions EGTN en vue d'organiser le retrait de la cote de cette société. La dernière tentative date de fin 2007 mais l'OPA initiée par CAP HOLDING ne lui a pas permis de rassembler les 95% au moins du capital d'EGTN nécessaires pour mettre en œuvre le retrait obligatoire.

Aujourd'hui, la société EGTN rencontre des difficultés avérées dans la conduite de son activité. En particulier, elle doit faire face à une baisse d'activité drastique résultant de la non reconduction des contrats avec ses clients principaux (lesquels représentent près de 80% de son chiffre d'affaires). Cette situation a entraîné une dégradation notable des résultats d'EGTN sur l'exercice 2008 et, de façon plus marquée encore sur le premier semestre 2009. Elle a conduit les dirigeants à mettre en œuvre des démarches visant à rationaliser les moyens d'exploitation, notamment en réduisant les effectifs.

Se présente aujourd'hui la nécessité de rationaliser encore les moyens d'exploitation, notamment en réduisant encore d'un tiers environ les effectifs, et se pose également la question de la capacité de la société à reconstituer son portefeuille clients dans des délais raisonnables. Dans ce contexte se pose également la question de la continuité de l'activité. Les perspectives à fin 2009, voire 2010, sont dégradées du fait de l'absence de relai effectif sur les contrats clients arrivant à échéance et des coûts de restructuration. Le niveau d'activité prévisionnel pour 2009 et 2010 est estimé en deça du seuil des cinq millions d'euros et les pertes d'exploitation sont attendues à 1,3m€ (2m€ après prise en compte des coûts de restructuration) à fin 2009 et 1m€ en 2010.

Dans ce contexte où, d'une part, l'objectif de retournement de l'activité d'EGTN requiert toute l'attention et les efforts financiers de la société et de son management ; d'autre part, l'arrêt des activités d'EGTN ne peut être exclu à court terme, et, sachant que la société ne retire aucun avantage

de son admission à la cote (notamment, elle n'a pas recours à des financements par appel public à l'épargne) qui est par ailleurs relativement coûteuse, l'actionnaire principal d'EGTN a renforcé sa conviction de retirer EGTN de la cote.

C'est dans ce cadre que CAP HOLDING initie une offre d'achat simplifiée en vue du retrait obligatoire sur les actions EGTN (OPAS-RO) et souhaite organiser la radiation de la cote d'EGTN. Ce faisant, il offre une opportunité aux actionnaires minoritaires de valoriser leurs titres alors que le marché boursier d'EGTN n'est guère animé et que les perspectives sont incertaines avec le risque de défaut éventuel de la société.

L'offre publique d'achat simplifiée et le retrait obligatoire (OPAS-RO) ont été initialement envisagés au même prix de 36,72€ par action, lequel correspond à la valeur d'actif net au 30 juin 2009. L'initiateur de l'Offre a révisé sa position et propose un prix de 45€ par action pour les deux opérations d'OPAS et RO. Ce prix révisé a été validé par le conseil d'administration de CAP HOLDING le 1^{er} octobre 2009.

Le principal actionnaire, CAP HOLDING, détient actuellement 94,9% du capital. Les autres actionnaires nominatifs détiennent 0,38% du capital mais n'agissent pas de concert avec CAP HOLDING. L'offre de retrait obligatoire ne pourra être traitée que dans la mesure où la société CAP HOLDING détiendra au moins 95% du capital d'EGTN à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée.

3.2.4 Déclaration d'indépendance

3.2.4.1. Présentation de l'expert indépendant

SOCIETEX est un cabinet indépendant créé en 1952 spécialisé en rapprochement d'entreprises et en évaluation d'entreprises et de marques. Cette dernière activité a été filialisée début 2009 aux fins de renforcer son indépendance et de promouvoir son développement autonome. La filiale SOCIETEX VALUATION & ADVISORY (SVA) intervient sur des valeurs Small et Mid-Cap en France et à l'étranger, au travers du réseau international IMAP. Elle emploie aujourd'hui 4 personnes et est dirigée par Pierre PREAU. Elle réalise plus de 70 missions par an pour des sociétés cotées et non cotées.

Une présentation de SOCIETEX VALUATION & ADVISORY est fournie en annexe 1. Les principales références de SOCIETEX VALUATION & ADVISORY sont présentées en annexe 2. Le profil des intervenants sur cette mission est présenté en annexe 3.

La nomination de SOCIETEX VALUATION & ADVISORY en tant qu'expert indépendant pour cette opération a été traitée le 22 juillet 2009 et entérinée par le Conseil du 2 septembre 2009 dans le cadre de l'approbation du principe de l'opération d'offre publique d'achat simplifiée suivie du retrait obligatoire (OPAS-RO) projetée. SOCIETEX VALUATION & ADVISORY n'est jamais intervenue auparavant sur des opérations réalisées par CAP HOLDING ou EGTN.

Pour réaliser cette mission, SOCIETEX VALUATION & ADVISORY a perçu la somme de 30 000 € Hors Taxes de la part d'EGTN. Il s'agit d'une rémunération forfaitaire couvrant l'intégralité des travaux d'expertise indépendante. Cette somme représente 2% du budget 2009 de SOCIETEX VALUATION & ADVISORY et elle représente 3% des honoraires d'évaluation perçues par SOCIETEX en 2008.

3.2.4.2. Attestation

SOCIETEX VALUATION & ADVISORY atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu à ce jour avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération (EGTN et ses actionnaires) et leurs conseil(la banque Degroof & Philippe, Invest Securities, IBI et FIDAL) susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de la réalisation de sa mission. On rappelle par ailleurs également à cet égard que la valeur des honoraires perçus pour réaliser la mission n'est pas non plus de nature à affecter l'indépendance de SOCIETEX VALUATION & ADVISORY.

Conformément aux dispositions de l'article 261-4 II du Règlement Général de l'AMF, SOCIETEX VALUATION & ADVISORY atteste de son indépendance dans le cadre de la mission qui lui a été confiée par la société EGTN pour apprécier le caractère équitable du prix offert pour l'offre publique d'achat simplifiée suivie du retrait obligatoire des actions EGTN (présentés ci-avant).

3.2.5 Objectifs de la mission et Diligences effectuées

3.2.5.1. Objectifs de la mission

SOCIETEX VALUATION & ADVISORY (SVA) a été missionnée par le Conseil d'EGTN pour apprécier le caractère équitable du prix offert par action EGTN.

L'objectif de la mission de SVA est de s'assurer du caractère équitable du prix par action offert aux actionnaires. S'agissant d'une offre visant le retrait obligatoire avec radiation de la cote in fine, l'enjeu réside non seulement dans la comparaison entre le prix offert et l'objectif de valeur ou de prix à terme selon les perspectives d'activité et de rentabilité envisageables pour l'entreprise, mais aussi, en tenant compte du contexte particulier du retrait obligatoire projeté, du caractère définitif de l'opération au regard de la position des actionnaires qui n'auront plus d'autre choix de valoriser leur titre.

3.2.5.2. Diligences effectuées

SOCIETEX VALUATION & ADVISORY (SVA) a réalisé des diligences principalement sur les points suivants :

- informations financières publiées sur les trois derniers exercices ;
- analyse de la société et des principaux risques et enjeux de son activité ;
- éléments économiques et juridiques associés aux sujets susceptibles d'impacter les conditions d'exploitation, les structures d'exploitation et bilantielle de la société et de traduire d'éventuels passifs latents ;
- hypothèses économiques et financières illustrant les perspectives à moyen terme ;
- enjeux associés aux actifs immobiliers et expertises immobilières externes ;
- prix offert.

Le programme de travail est présenté en annexe 4 et le calendrier de l'étude est fourni en annexe 5.

SVA a effectué sa mission à partir des informations disponibles publiquement et d'entretiens avec le management permettant d'apprécier :

- le modèle économique d'EGTN ;
- l'évolution de l'activité et des performances d'EGTN sur le passé récent ;
- les perspectives d'activité et l'évolution éventuelle des structures d'exploitation et bilantielle associées ;
- les limites de la résistance à la situation actuelle et le cas d'arrêt de l'activité qui pourrait en résulter ;
- la valeur de marché des actifs immobiliers ;
- l'activité récente et historique du titre EGTN sur le marché boursier.

Outre les informations publiquement disponibles, pour réaliser ses travaux, SVA s'est en particulier fondée sur :

- les informations et documents fournis par la société dans le cadre d'entretiens avec le management, notamment les objectifs de retournement de l'activité et les hypothèses de d'arrêt de l'activité ainsi que les expertises immobilières externes ;
- le document de présentation de l'offre ;
- le rapport d'évaluation d'Invest Securities ;
- La note d'information.

Relativement aux informations publiques qu'elle a utilisées, SVA n'a pas effectué de diligence particulière pour les authentifier ou pour les vérifier (qu'elles concernent l'historique des activités, les personnes ou les actifs, les passifs et les états financiers, ou encore les indicateurs boursiers).

S'agissant des hypothèses économiques et financières prévisionnelles, SVA s'est principalement référée aux objectifs et hypothèses présentés par les dirigeants d'EGTN qu'elle a recoupés avec ses propres analyses du modèle économique d'EGTN et du contexte de marché et concurrentiel de l'entreprise. Elle a par ailleurs apprécié les travaux d'évaluation d'Invest Securities. Elle s'est également appuyée sur les expertises immobilières indépendantes des experts ATISREAL et TOSTAIN & LAFFINEUR. SVA a pris ces éléments en compte dans le cadre de son analyse.

3.3 Evaluation de la société EGTN

Conformément aux dispositions du règlement général et aux recommandations de l'AMF, SOCIETEX VALUATION & ADVISORY (SVA) a réalisé sa propre analyse de la valeur de l'action EGTN. Nous avons également pris connaissance du rapport d'évaluation établi par Invest Securities.

Les travaux effectués par SVA ont principalement consisté à :

- Prendre connaissance des modalités de l'opération envisagée et de la documentation associée ;
- Appréhender le modèle économique d'EGTN ainsi que les principaux risques et enjeux auxquels est confrontée l'activité compte tenu de son environnement de marché, de sa position concurrentielle et de ses moyens d'exploitation actuels ;
- Apprécier les perspectives d'activité à moyen terme au vu des difficultés actuellement subies par la société et des enjeux de marché ;
- Apprécier le risque d'arrêt de l'activité ;
- Prendre connaissance des expertises immobilières externes ;
- Mettre en œuvre l'évaluation selon les différentes approches retenues ;
- Prendre connaissance des travaux d'évaluation réalisés par Invest Securities en s'assurant de la pertinence des méthodes d'évaluation mises en œuvre et des paramètres d'évaluation retenus ;
- Comme suite à la révision du prix offert, prendre connaissance du rapport révisé de l'évaluateur ;
- Réaliser une analyse critique de l'évaluation présentée par Invest Securities ;
- Conclure sur l'analyse de la valeur de l'action EGTN ;
- Apprécier le caractère équitable du prix de l'action offert pour l'Offre.

3.3.1 Méthodes d'évaluation écartées ou présentées à titre d'information

Nos travaux ont conduit à écarter les méthodes suivantes :

- **La référence du cours de bourse**

Le nombre d'actions constituant le flottant représente moins de 5% des actions émises et les volumes d'échanges sont très faibles et rares. Aucune transaction n'est intervenue entre le 23 juin et le 13 août 2009 (date de suspension de la cotation). La dernière cotation effective (i.e. réalisée sur la base d'échanges de titres) date du 22 juin 2009, le marché du titre n'est pas régulièrement animé. Par ailleurs, la valeur n'est suivie par aucun analyste. De fait, le cours de bourse ne nous paraît pas représentatif d'un prix de marché. Toutefois, nous avons observé comme suit les résultats des transactions réalisées sur les vingt quatre derniers mois aux fins de tenter de définir une tendance ou une valeur de l'action EGTN qui ferait consensus.

Nous avons analysé comme suit le cours moyen pondéré des volumes sur différentes périodes couvrant les vingt quatre derniers mois jusqu'à la date du 22 juin 2009 à laquelle s'est placée la dernière cotation effective avec échange de titres :

- dernière cotation effective le 22 juin 2009 ;
- les trois derniers mois ;
- les six derniers mois ;
- les douze derniers mois ;
- les dix huit mois ;
- les vingt quatre derniers mois.

en €	24 mois	18 mois	12 mois	6 mois	3 mois	Dernier (2)
Cours (1)	66,0	57,9	57,1	54,7	55,1	70,0
Volumes moyens	65	54	60	70	63	26
% de titres échangés	0,04%	0,03%	0,04%	0,04%	0,04%	0,02%

(1) Cours moyen pondéré des volumes

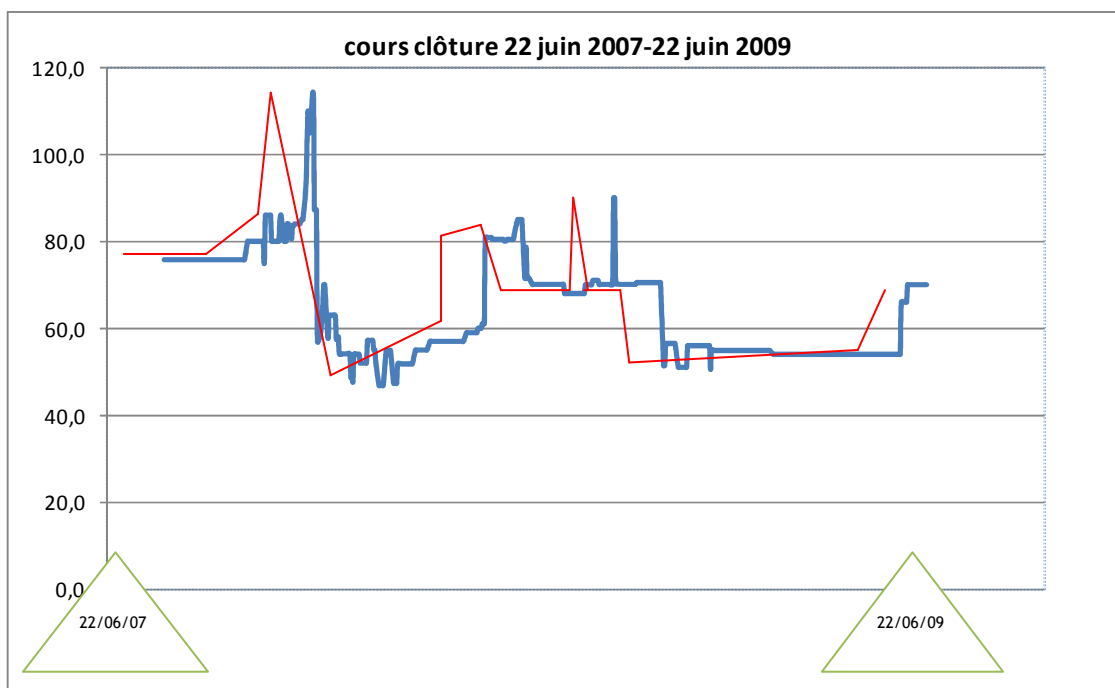
(2) Le 22 juin 2009

Les valeurs des cours moyens sur les différentes périodes observées tendent à diminuer, ressortant de l'ordre de 55€ sur les six derniers mois, vs 66€ sur les vingt quatre derniers mois. La dernière cotation effective ressortant à 70€ marque cependant un prix supérieur au prix moyen observés, d'environ +30% par rapport au prix moyen des six derniers mois et +20% par rapport au prix moyen des 18 derniers mois. Les volumes d'échange en regard de ces données sont étonnamment faibles, de 26 titres pour la dernière cotation effective le 26 juin 2009 à 70 titres en moyenne pour les opérations traitées sur les six derniers mois.

Sur la période des vingt quatre derniers mois, les cours les plus hauts ont atteints de 103 à 114€ en novembre 2007, puis 90€ en août 2008 et 70€ en juin 2009. Les cours les plus bas ont été de l'ordre de 47€ en janvier 2008.

En tenant compte de la période du 22 juin 2009 (date de la dernière cotation effective) au 13 août 2009 (dernière date avant la suspension de cours dans le cadre de l'Offre), où il n'y a pas d'échange de titres et où le cours apparaît à 70€, les valeurs moyennes sur les périodes étudiées sont supérieures à celles présentées ci-avant, ressortant notamment (en arrondis) pour les 3 et 6 derniers mois à 68€ (vs 55€ dans l'analyse ci-avant).

Sur la base des éléments ci-avant, il nous semble que le cours n'est pas représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise.



- **Les approches par comparaison avec le marché reposant sur (i) l'approche analogique des transactions** portant sur des sociétés comparables et (ii) **l'approche des multiples boursiers des sociétés** cotées comparables : ces approches n'ont pas été retenues à titre principal dans la mesure où :
 - EGTN est aujourd'hui en difficulté ;
 - nous n'avons pu identifier de société véritablement comparable à EGTN ayant fait l'objet d'une transaction récente ni de société cotée directement comparable à EGTN ;
 - les sociétés du secteur logistique de petite taille, comparable à EGTN, ont le plus souvent une spécialité de compétences sectorielles (produits cosmétiques, livres,

eaux minérales, pneus, etc ...) et un nombre limité de clients associés à ces secteurs qui leur donne un profil de risque plus proche de celui de leurs clients que de celui d'un logisticien.

Nous avons néanmoins à cet égard tenté de mettre en œuvre l'approche des multiples boursiers en distinguant l'activité immobilière d'EGTN, soit par la comparaison avec des foncières logistiques, et les activités de services logistiques d'EGTN, soit par la comparaison avec les sociétés logistiques. Les sociétés que nous avons repérées sont présentées ci-après dans ces deux catégories d'activité.

- On notera principalement que les foncières logistiques en France et Belgique que nous avons observées connaissent des situations de marché boursier peu animé et que, de fait, leur cours ne paraît pas très représentatif. Sous cette réserve, on notera néanmoins par ailleurs que ces sociétés présentent pour la plupart des décotes sur actif net assez importantes de 10% à 40%.

Nom	Pays	Capi (m€)	Price/Book value
ARGAN	France		0,75 (30/06/09)
Foncière Europe Logistique (FEL)	France	345	0,60 (31/12/08)
Warehouse de Pauw (WDP)	Belgique	404	1,00 (31/03/09)
Intervest Offices NV	Belgique	336	0,90 (30/06/09)

Source : Thomson Financial

- Pour ce qui concerne les sociétés logistiques, les points de plus grande difficulté dans la comparaison avec EGTN résultent,
 - d'une part, de leur taille et de l'envergure de leurs activités sans commune mesure avec celles d'EGTN (la plupart intégrant par ailleurs des services de transport qu'EGTN ne fournit quasiment pas). Pour les deux sociétés françaises, dont la taille est très significativement inférieure à celle des autres entreprises observées, les multiples de l'EBITDA sont de 5,7 et 6,8 et les multiples de l'EBIT de 15,4 et 19,3 ;
 - la corrélation entre la taille et le multiple de valorisation apparaît très forte, ce qui traduit une forte prime à la taille et la mutualisation des risques, notamment le risque client, associés ;
 - d'autre part, de leur situation économique et financière saine alors qu'EGTN est en phase de restructuration opérationnelle et prépare son retournement sans pouvoir exclure le cas de cessation d'activité à court terme.

Nom	Pays	Capi	EV/EBITDA (*)	EV/EBIT (*)
Norbert Dentressangle	France	405m€	5,7	19,3
STEF-TFE	France	538m€	6,8	15,4
DSV A/S	Danemark	16 680mkr	10,7	14,6
C.H. Robinson	USA	9 323mUSD	14,6	15,4

Source : Thomson Financial

(*) estimation au 31/12/09

- **L'approche directe selon le modèle d'actualisation des dividendes** : EGTN a suivi jusqu'à présent une politique de distribution de dividendes très variable. La société ne s'est pas non plus engagée vis-à-vis de ses actionnaires sur sa politique de distribution future, d'autant moins que les performances financières se sont notablement dégradées. Les hypothèses associées à une politique de distribution structurée sont déterminantes dans la mise en œuvre de modèles de valorisation par l'actualisation des dividendes futurs. Dans le cas d'EGTN, les variations passées, l'absence de politique de distribution formalisée pour le futur et le caractère critique de la situation

actuelle rendent la mise en œuvre de ce modèle d'évaluation incertaine et les résultats associés peu crédibles.

3.3.2 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Pour l'évaluation d'EGTN, nous avons retenu comme approche principale l'approche patrimoniale selon le modèle de l'actif net réévalué. Nous l'avons mise en œuvre en établissant de façon différenciée :

- la valeur de l'exploitation de la société hors activité immobilière ;
- et la valeur des activités immobilières d'EGTN reposant principalement sur la valeur de marché de ses actifs immobiliers.

Selon cette approche, l'évaluation de l'exploitation est traitée :

- par une approche directe par les flux nets (modèle DCF) pour traduire le scénario de continuité de l'activité ;
- selon une approche liquidative pour traduire le cas d'arrêt de l'activité.

L'évaluation des actifs immobiliers est réalisée selon l'approche de leur valeur vénale (ou valeur de marché) telle qu'elle peut être appréciée notamment sur la base des expertises immobilières réalisées par les cabinets externes missionnés par la société selon deux hypothèses :

- d'exploitation de l'immobilier d'entreprise par EGTN dans le cadre de ces activités sous l'hypothèse de continuité de l'exploitation ;
- de cession dans le cas de simulation de l'arrêt des activités d'EGTN.

3.3.2.1. Valorisation sous hypothèse de continuité de l'activité

3.3.2.1.1 Valorisation de l'exploitation hors immobilier

3.3.2.1.1.1 Situation économique et financière actuelle d'EGTN

Le compte d'exploitation consolidé d'EGTN est présenté ci-après en synthèse sur la période des trois derniers exercices 2006 à 2008 et au 30 juin 2009.

Compte d'exploitation (en €)	2006	2007	2008	30/06/2009
chiffre d'affaires	17 446 108	10 807 282	9 106 866	3 589 875
autres produits	58 014	37 570	36 274	4 128
Production (PdN)	17 504 122	10 844 852	9 143 140	3 594 003
mat. 1ères & appro	2 685 901	16 936	684 106	388 322
autres achats & ch. externes	2 344 996	5 110 662	3 853 760	1 395 376
frais de personnel ⁽¹⁾	9 965 481	4 206 983	3 872 285	1 614 122
%PdN	57%	39%	42%	45%
impôt & taxes	853 150	569 048	561 287	282 061
Excédent Brut d'Exploitation	1 654 594	941 223	171 702	-85 878
%PdN	9%	9%	2%	-2%
amts & prov	712 970	711 679	767 585	376 955
Résultat d'exploitation	941 624	229 544	-595 883	-462 833
%PdN	5%	2%	-7%	-13%
résultat financier	124 604	254 466	118 038	-30 644
Résultat Courant avant Impôt	1 066 228	484 010	-477 845	-493 477
%PdN	6%	4%	-5%	-14%
résultat exceptionnel	0	1 870 935	0	0
impôt	384 139	242 036	-130 132	-136 272
Résultat Net	682 089	2 112 909	-347 713	-357 205
%PdN	4%	19%	-4%	-10%
intérêts minoritaires	99 466	109 547	-136	94
Résultat Net Part Groupe	582 623	2 003 362	-347 577	-357 299
%PdN	3%	18%	-4%	-10%

Effectif moyen	331	121	109
EGTN	120	121	109

⁽¹⁾ y compris la participation des salariés

Sur la période 2006-2007, certaines activités d'EGTN, le travail temporaire et la fromagerie, ont été abandonnées. Cette évolution explique la baisse de chiffre d'affaires entre 2006 et 2007 (ces activités représentant ensemble plus de 9,6m€ sur l'exercice 2006). Depuis 2007, les activités d'EGTN sont réparties comme suit entre :

- la manutention et le stockage (près de 30% du chiffre d'affaires aujourd'hui),
- le conditionnement (60% environ du chiffre d'affaires aujourd'hui),
- et le transport (moins significatif mais représentant aujourd'hui plus de 10% du chiffre d'affaires) :

répartition du chiffre d'affaires (source : rapports annuels)							
en K€	2006		2007		2008		30/06/2009
manutention - stockage	2 066	12%	2136	20%	2579	28%	970 27%
conditionnement	4 903	28%	7532	70%	5429	59%	2 156 60%
transport	883	5%	1112	10%	1038	11%	467 13%
travail temporaire	6 718	38%	abandonné		abandonné		abandonné
fromagerie	2 904	17%	abandonné		abandonné		abandonné
immobilier					96		
non affecté	30		27				
TOTAL	17 504	100%	10 807	100%	9 142	99%	3 594 100%

On notera, entre 2007 et 2008, la baisse très significative du chiffre d'affaires (-15%) qui est passé de 10,8m€ en 2007 à 9,1m€ en 2008. Cette situation résulte de la non-reconduction des principaux contrats d'EGTN, les clients correspondant ayant déjà retiré un volume d'activité significatif à EGTN. Ces clients ont choisi d'internaliser les activités logistiques qu'ils sous-traitaient jusqu'alors à EGTN

et/ou de les faire réaliser par d'autres opérateurs ayant accepté d'organiser une plate-forme logistique dans d'autres zones géographiques plus proches de celles où est réalisé leur cœur d'activité. Dans ce contexte, EGTN a également été obligé de revoir ses tarifs pour garder le plus possible de volume avec ses clients. En 2008, l'un de ces clients a engendré 1,1m€ de moins de chiffre d'affaires qu'en 2007, un autre a réduit de près de 70% son activité avec EGTN (effets volume et prix conjugués). La perte d'exploitation 2008 (ou perte opérationnelle) était de -596K€ pour une perte nette (part du groupe) de -348K€. La valeur nette comptable des capitaux propres part du groupe ressortait à 6,7m€ pour un total de bilan de 11,7m€.

Au premier semestre 2009, l'impact de la sortie progressive des principaux clients s'est poursuivie et accélérée et les autres clients ont, au mieux, maintenu leur niveau d'activité avec EGTN. Ainsi, au 30 juin 2009, le chiffre d'affaires (+3,6m€) est en recul de 25% par rapport à celui du premier semestre 2008 (+4,8m€). Ce niveau d'activité représente 40% environ du chiffre d'affaires 2008, vs 53% pour le chiffre d'affaires du 1^{er} semestre 2008. La perte d'exploitation au 30 juin 2009 ressort ainsi à -463K€ (vs -263K€ au 30 juin 2008) et la perte nette à -357K€ (vs -73K€ au 30 juin 2008).

Cette situation a par ailleurs conduit la société à réduire ses effectifs sur 2008 et au premier semestre 2009 et à prévoir un plan social plus lourd pour la fin 2009. 20 personnes ont déjà quitté l'entreprise fin 2008 /début 2009, 2 autres départs sont en cours de finalisation et 30 à 35 personnes supplémentaires devraient quitter EGTN dans les prochains mois. Elle a également obligé EGTN à recourir de façon plus forte à l'intérim, notamment pour ses activités de conditionnement, de façon à pouvoir gérer la souplesse nécessaire face aux demandes de ses principaux clients dont les commandes se planifient désormais de plus en plus à la semaine. Cette démarche a été organisée d'une manière assez satisfaisante de façon à réduire les coûts opérationnels.

On notera également la moindre exploitation des sites industriels (entrepôts et ateliers de conditionnement). Ils sont utilisés actuellement à moins de 50% de leur capacité.

Le bilan consolidé est présenté comme suit sur la période 2006-2008 et au 30 juin 2009.

Bilan (en €)	2006	2007	2008	30/06/2009
Goodwill & incorporels	129 341	7 745	199	111
Immo corp.	5 867 915	4 958 527	6 990 883	6 659 844
Immo Fi	37 042	12 552	28 022	28 522
IDA	57 383	0	1 595	118 340
Actifs non courants	6 091 681	4 978 824	7 020 699	6 806 817
Capitaux Propres Part Groupe	12 870 491	9 528 195	6 682 629	6 325 124
Intérêts Minoritaires	396 425	0	16 003	16 095
Dette Long Terme ⁽¹⁾	158 850	109 980	2 681 655	2 550 942
IDP	666 719	631 439	456 392	436 866
Provisions	118 354	80 698	81 526	35 455
Fonds de Roulement	8 119 158	5 371 488	2 897 506	2 557 665
Stocks	186 785	114 606	117 468	58 095
Créances clients	5 019 381	3 674 422	4 424 842	4 621 530
autres créances	173 562	143 795	82 408	271 473
Dettes fournisseurs	3 355 669	2 264 615	1 672 833	2 560 884
autres dettes	106 492	29 090	40 944	41 805
Besoin en Fonds de Roulement	1 917 567	1 639 118	2 910 941	2 348 409
Trésorerie active	6 208 094	3 734 696	23 608	214 110
Trésorerie passive	6 503	2 326	37 043	4 854
Trésorerie nette	6 201 591	3 732 370	-13 435	209 256

⁽¹⁾ y compris la part à moins d'un an des dettes financières long terme

Au 30/06/2009, on notera des **capitaux propres part groupe** de 6,3m€, à comparer à la valeur fin 2008 (6,7m€) après la perte semestrielle.

L'**endettement financier** long terme se positionne en 2008 en lien avec les actifs immobiliers repris (SCI RIM et FYR). AU 31/12/2008, il représente un montant de 2,7m€ et au 30/06/09 2,6m€. Sur cette base, au 30 juin 2009, la dette nette s'établit à 1,5m€ comme suit (*détail en €*):

dette nette au 30 juin 2009	1 503 240
dette financière M&L terme	2 550 942
trésorerie nette excédentaire	-209 256
provisions	35 455
Impôt Différés Passifs	436 866
IDA	-118 340
Actifs financiers	-28 522
compte courant ITS FABRY	-1 180 000
intérêts minoritaires	16 095

Le **Besoin en Fonds de Roulement** (BFR) est, à ces deux dates, particulièrement élevé, atteignant 2,9m€ au 31/12/2008 et 2,3m€ au 30/06/2009. Il représente 32% du chiffre d'affaires au 31/12/2008 et 65% du chiffre d'affaires au 30/06/2009, vs 15% au 31/12/2007 (et 11% au 31/12/2006). L'augmentation des créances clients y est particulièrement marquée, elles représentent 48% du chiffre d'affaires au 31/12/2008 (vs 34% au 31/12/2007) et 129% au 30/06/2009. Elle est partiellement compensée par l'augmentation du poste fournisseurs qui atteint 144% des achats et charges externes au 30/06/2009, vs 37% au 31/12/2008 et 44% au 31/12/2007. Ainsi, du fait des difficultés subies en 2008 et renforcées au premier semestre 2009, la société peine à maîtriser son BFR dont la structure était auparavant de 15% de chiffre d'affaires environ.

3.3.2.1.1.2 Business Plan

Les perspectives sont présentées ci-après sur la base du plan moyen terme (2009-2013) établi par la société.

Nous les avons retraitées pour être en cohérence avec notre approche de la valeur de l'exploitation hors activités immobilières, et, en particulier dans ce cadre, nous avons retraité le loyer que paierait EGTN pour disposer de son site industriel et les amortissements et investissements pour ne tenir compte que de ceux qui sont associés aux activités non immobilières.

Nous avons, par ailleurs, établi une prévision pour 2014 marquant la stabilisation de l'activité et de la structure d'exploitation après le retournement sur la période 2009-2011 et le développement sur la période 2012-2013 tels qu'envisagés par la société.

3.3.2.1.1.3 La période 2009-2011

▪ Niveau d'activité

Les prévisions d'exploitation tiennent compte des difficultés actuelles de la société et des hypothèses envisageables pour traduire la reprise progressive de l'activité et le rétablissement des équilibres d'exploitation. L'objectif d'EGTN est de négocier de nouveaux contrats avec des clients démarchés ou en cours de démarchage qui réaliseraient chacun un chiffre d'affaires moins important que les principaux clients actuels (en moyenne 300K€ par client nouveau par an) de façon à réduire le risque de dépendance et d'activité. La société considère qu'elle dispose des atouts nécessaires pour réussir cette transition tant au plan de sa démarche marketing et commerciale qu'en termes de savoir-faire et compétences dans son métier (lesquels sont reconnus). Avec 10 nouveaux clients attendus d'ici à 2011, EGTN a ainsi pour objectif de recouvrer un niveau d'activité de l'ordre de 5m€.

▪ Charges d'exploitation

Les prévisions 2009-2011 tiennent compte de la finalisation des efforts de rationalisation mis en œuvre par la société depuis 2008, notamment la réduction d'un tiers environ de l'effectif actuel d'ici à fin 2009, ce qui entraînerait un coût exceptionnel de restructuration de 720K€ en 2009. Les frais de personnels diminueraient ainsi de 32% entre 2008 et 2009 et de 7% entre 2009 et 2010 mais représenteraient plus que 50% de la production de l'exercice en 2009-2010 (53% en 2009 et jusqu'à 64% en 2010), puis 47% en 2011. Par ailleurs, en 2009 notamment, le recours important à la sous-traitance serait maintenu et les charges externes représenteraient 45% environ de la production de l'exercice, soit un ratio comparable à celui de 2008 (42%) ; elles seraient en nette baisse en 2010 et 2011, représentant alors 31% de la production de l'exercice.

Dans les conditions d'exploitation actuelles (et particulièrement pendant la période du retournement), il apparaît que la société ne peut pas rémunérer la location de son site industriel au prix de marché. Ses prévisions d'exploitation ne le permettent pas. Par ailleurs, d'une part, le niveau d'activité, même après redressement, à terme, ne justifie pas d'utiliser la totalité du site ; d'autre part, une grande partie des surfaces ne sont pas utilisables du fait de la vétusté de certains bâtiment et de la configuration du site. Ainsi, EGTN ne pourrait utiliser que 40% environ du site. En tenant compte de ces éléments et de la valeur locative du site telle que déterminée dans le cadre des expertises immobilières (cf. paragraphe 3.3.2.2.2), nous avons déterminé un loyer à 400K€. Dans les prévisions d'exploitation, nous l'avons indexé à 3,5% par an par référence à l'évolution de l'indice INSEE ICC moyen sur les 10 dernières années.

Compte tenu de ces hypothèses, l'excédent brut d'exploitation (EBE) ressortirait négatif sur la période 2009-2011, à hauteur de -1,1m€ en 2009, -1m€ en 2010 et -0,2m€ en 2011.

Sur cette base, et après retraitement des amortissements pour ne tenir compte que de l'outil industriel hors immobilier, le résultat opérationnel (ou REX) serait négatif pour la période 2009-2011, à hauteur de -1,3m€ en 2009, -1,1m€ en 2010 et -0,3m€ en 2011

▪ Investissements et Amortissements

Les investissements prévisionnels sont traités hors immobilier. Ils ont par ailleurs été annulés pour l'année 2009. En 2010, ils sont estimés dans une proportion relativement limitée : sur la période 2009-2011, ils représenteraient un montant global (valeur courante cumulée) de 170K€, soit moins de 60K€ par an. A titre de repère, les investissements réalisés par le passé, sur la période 2005-2008, ont représenté en moyenne un investissement annuel de 150K€.

Les amortissements prévisionnels ont également été retraités en éliminant ceux qui correspondaient aux biens immobiliers. La dotation 2009 reste importante du fait des investissements récents qui avaient été réalisés par EGTN, notamment pour les opérations de conditionnement. La dotation annuelle diminue fortement par la suite.

▪ Besoin en fonds de roulement (BFR)

Le BFR a été estimé à fin 2009 en tenant compte du départ anticipé des principaux clients actuels et, avec eux, d'une grande partie des créances immobilisées (75%). On rappelle qu'au 30 juin 2009 les créances clients représentent un montant de 4,6m€ (vs 4,4m€ au 31/12/2008). Il a été considéré qu'à fin 2009, ce poste devait pouvoir être réduit très significativement, à 1,3m€, ce qui représente environ 3 mois de chiffre d'affaires. Les dettes fournisseurs seraient également réduites à 0,9m€ (vs 2,6m€ au 30 juin 2009 et 1,7m€ au 31/12/2009) et représenteraient environ 4 mois d'achats et charges externes (hors loyer).

Ainsi, la variation de BFR est très forte en 2009, elle représente une ressource de 2,4m€.

Pour les exercices suivants, le BFR a été simulé selon les ratios observés avant la période 2008-2009 jugée non normative en supposant notamment des niveaux normatifs du poste créances clients et

fournisseurs respectivement égaux à 2,5 mois et 3 mois de CA HT. Le BFR ressort alors en 2011 à 13% du chiffre d'affaires, soit un ratio comparable à celui observé en 2007 (15%) et 2006 (11%).

Compte d'exploitation (en €)	2008	30/06/2009	budget 2009	2010	2011
	pour mémoire				
chiffre d'affaires	9 106 866	3 589 875	4 973 380	3 818 702	5 000 000
croissance annuelle CA			39%	-23%	31%
autres produits	36 274	4 128	26 415	19 705	25 801
Production (PdN)	9 143 140	3 594 003	4 999 795	3 838 407	5 025 801
mat. 1ères & appro	684 106	388 322	312 223	238 661	312 490
autres achats & ch. externes	3 853 760	1 395 376	2 267 395	1 195 312	1 557 998
% PdN	42%	39%	45%	31%	31%
frais de personnel ⁽¹⁾	3 872 285	1 614 122	2 635 560	2 444 720	2 362 126
croissance			-32%	-7%	-3%
%PdN	42%	45%	53%	64%	47%
impôt & taxes	561 287	282 061	508 463	524 712	603 096
Excédent Brut d'Exploitation	171 702	-85 878	-723 846	-564 998	190 090
%PdN	2%	-2%	-14%	-15%	4%
retraitement loyer théorique	400 000		400 000	414 000	428 490
Excédent Brut Expl. après loyer			-1 123 846	-978 998	-238 400
%PdN			-22%	-26%	-5%
retraitement Amts & Prov.			196 000	119 000	108 000
couts de restructuration fin 2009			720 000		
base impôt			-2 039 846	-1 097 998	-346 400
impôt théorique	33,33%		0	0	0
investissement expl.	150 000		0	70 000	100 000
% PdN			0,0%	1,8%	2,0%
BFR simplifié	2 869 477	2 118 741	455 814	479 559	629 678
% PdN			9%	12%	13%
var BFR	14%		-2 413 663	23 745	150 119

3.3.2.1.1.4 La période 2012-2014

La période 2012-2014 illustre le retour à un niveau d'activité et de marge comparable à celui observé avant 2008 sous réserve du succès du plan de retournement lancé en 2009 intégrant le redimensionnement des moyens d'exploitation et le renouvellement du portefeuille clients.

▪ Niveau d'activité

Après la transition de 2010-2011, la société estime pouvoir recouvrer son niveau d'activité passé. Elle estime pouvoir atteindre un chiffre d'affaires de 7m€ en 2012 puis 9m€ en 2013.

Sur cette base, étayée par les efforts commerciaux en cours et les atouts de l'entreprise en termes de savoir-faire et positionnement géographique, nous avons prolongé les prévisions pour marquer le niveau récurrent d'activité qu'elle pourrait atteindre, soit 9,5m€ de chiffre d'affaires en 2014.

▪ Charges d'exploitation

La structure d'exploitation retrouverait des bases connues dès 2012 et permettant de dégager une profitabilité récurrente.

Les charges externes (hors loyer) représenteraient un peu moins de 30% de la production de l'exercice. Les frais de personnel resteraient relativement élevés mais seraient maîtrisés au regard du niveau d'activité atteint et représenteraient à terme environ 45% de la production de l'exercice. Le loyer en place dès 2009 est indexé à 3,5% par an.

Sous ces hypothèses,

- **l'EBE** redeviendrait positif en 2012 et atteindrait presque 500K€ en 2014, soit 5% de la production de l'exercice ;
- **le REX** suivrait la même tendance, représentant à terme, en 2014, un montant de 391K€, soit 4% de la production de l'exercice.

▪ **Investissements & Amortissements**

Les investissements, estimés en référence à l'entretien de l'outil industriel hors immobilier, seraient dimensionnés à hauteur de 2% du chiffre d'affaires pour être en ligne avec les ratios observés par le passé (avant la période de retournement). Sur la période 2012-2014, ils représenteraient un montant global de 510K€ (valeur courante cumulée), soit en moyenne 170K€ par an. Ce montant est supérieur à la moyenne des quatre derniers exercices mais vise également à compenser l'absence d'investissement en 2009 et l'investissement limité en 2010.

Les amortissements ont été retraités pour permettre une cohérence à terme de l'investissement total réalisé sur la période 2009-2014 et des amortissements supportés sur cette même période.

▪ **Besoin en Fonds de Roulement Retraité**

Le BFR est estimé par référence à la structure observée par le passé et représente de 12% à 15% de la production de l'exercice.

Cette hypothèse suppose le plein achèvement de la restructuration et la maîtrise des délais de paiement avec les nouveaux clients. L'hypothèse notamment pour le poste créances clients est de 2,5 mois de chiffre d'affaires.

Compte d'exploitation (en €)	2012	2013	2014
chiffre d'affaires	7 000 000	9 000 000	9 500 000
croissance annuelle CA	40%	29%	6%
autres produits	36 121	46 441	49 021
Production (PdN)	7 036 121	9 046 441	9 549 021
mat. 1ères & appro	492 529	723 715	763 922
autres achats & ch. externes	1 970 114	2 623 468	2 769 216
% PdN	28%	29%	29%
frais de personnel ⁽¹⁾	3 306 977	4 161 363	4 286 204
croissance	40%	26%	3%
%PdN	47%	46%	45%
impôt & taxes	633 251	723 715	763 922
Excédent Brut d'Exploitation	633 251	814 180	965 758
%PdN	9%	9%	10%
retraitement loyer théorique	443 487	459 009	475 075
Excédent Brut Expl. après loyer	189 764	355 171	490 683
%PdN	3%	4%	5%
retraitement Amts & Prov.	82 000	75 000	100 000
couts de restructuration fin 2009			
base impôt	107 764	280 171	390 683
impôt théorique	0	0	0
investissement expl.	140 000	180 000	190 000
% PdN	2,0%	2,0%	2,0%
BFR simplifié	1 023 169	1 277 810	1 348 799
% PdN	15%	14%	14%
var BFR	393 492	254 641	70 989

3.3.2.1.1.5 Flux prévisionnels de référence

Selon les hypothèses prévisionnelles ci-avant, les flux prévisionnels s'établissent comme suit pour la période 2009-2014 :

Compte d'exploitation (en €)	budget 2009	2010	2011	2012	2013	2014	normé re 2013
Excédent Brut Expl. après loyer	-1 123 846	-978 998	-238 400	189 764	355 171	490 683	516 884
%PdN	-22%	-26%	-5%	3%	4%	5%	5%
retraitement Amts & Prov.	196 000	119 000	108 000	82 000	75 000	100 000	150 000
couts de restructuration fin 2009	720 000						
base impôt	-2 039 846	-1 097 998	-346 400	107 764	280 171	390 683	366 884
impôt théorique	0	0	0	0	0	0	122 282
investissement expl.	0	70 000	100 000	140 000	180 000	190 000	150 000
% PdN	0,0%	1,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%
BFR simplifié	455 814	479 559	629 678	1 023 169	1 277 810	1 348 799	
% PdN	9%	12%	13%	15%	14%	14%	
var BFR	-2 413 663	23 745	150 119	393 492	254 641	70 989	26 737
Flux net	569 817	-1 072 743	-488 519	-343 728	-79 470	229 694	217 864

Le flux 2009 est atypique, il bénéficie de la réduction drastique du besoin en fonds de roulement.

Les flux 2010 à 2013 illustrent le retour progressif aux bénéfices et une structure d'exploitation normée sur un niveau d'activité redressé et stabilisé. **Ils sont négatifs et représentent en valeur**

courante cumulée un montant global de près de 2m€ que la société devra financer pour avancer dans son retournement.

En 2014, le flux net ressort positif à hauteur de 230m€.

Nous avons défini le flux normé sur cette base en considérant, qu'à cette échéance (i.e. au-delà de 2014), la société aurait trouvé son rythme d'activité récurrent. Nous avons tenu compte d'un facteur de croissance long terme de 2% (cette hypothèse centrale est simulée dans l'évaluation entre 1,5% et 2,5%). **Le flux normé ressort à 218K€.**

Nous avons tenu compte de la valeur des économies fiscales qu'engendrent les déficits reportables observés sur la période 2009-2011 en considérant un taux d'IS de 33,33%.

3.3.2.1.1.6 Détermination du coût du capital

Le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) permet de déterminer le coût du capital (K_e) selon la formule suivante :

$$K_e = R_f + P_{rm} * \beta + \alpha$$

Où :

- R_f est le taux sans risque
- P_{rm} désigne la prime moyenne de marché
- β est le coefficient Bêta
- α désigne la prime de risque additionnelle éventuelle traduisant le risque spécifique de l'entreprise au-delà du risque moyen de marché (cette prime exprime le plus souvent la prime de taille)

3.3.2.1.1.6.1 Détermination du taux sans risque (R_f)

Dans l'environnement actuel, il nous paraît plus pertinent de déterminer le taux sans risque par référence à un taux de long terme, en l'occurrence par référence au rendement des OAT 30 ans. La valeur actuelle de ce taux est de 4,149%.

$$R_f = 4,15\%^1$$

3.3.2.1.1.6.2 Prime moyenne de marché

Les valeurs des primes moyennes de marché établies depuis le dernier trimestre 2008 tendent à s'inscrire dans des fourchettes larges et très supérieures à celles qui étaient observées avant. Ainsi, à titre d'illustration, les primes moyennes de marché fin 2008 établies par différents analystes s'inscrivaient dans une fourchette de 7% à 10%. Ces valeurs, marquant l'installation dans la crise financière, ressortaient notablement supérieures à celles généralement observées en France et en Europe avant l'été 2008, de l'ordre de 4,5% à 5,5%.

Pour l'évaluation de l'exploitation d'EGTN, nous nous sommes fondés sur la prime moyenne de marché publiée par le Journal des Finances et établie par Natixis Securities fin août 2009. Nous avons ainsi retenu une valeur de la prime moyenne de marché de 6,56%.

3.3.2.1.1.6.3 Bêta

L'analyse DCF porte sur l'exploitation d'EGTN déportée de ses actifs immobiliers et donc de la dette associée. Cette activité de services n'est guère capitalistique et ne nécessite pas de financement long terme structurel. Par ailleurs, compte tenu de la grande difficulté d'identifier des sociétés comparables à EGTN en termes de taille, de métier, d'organisation, etc... et relativement à la situation économique

¹ OAT 30 ans fin août 2009 – source LCL

et financière actuelle d'EGTN, il paraît improbable de se référer au Bêta du secteur dont elle pourrait se rapprocher.

Selon cette approche, **nous retenons le Bêta désendetté de la société de 0,88.**

3.3.2.1.1.6.4 Prime spécifique

Compte tenu de la situation particulièrement délicate de la société, nous avons retenu une prime spécifique visant à traduire le risque associé à la situation de retournement à laquelle doit faire face EGTN aujourd'hui. Nous avons estimé une fourchette de 2% à 5% et retenu une prime de 3%.

A titre indicatif, cette valeur peut être rapprochée de celle de la prime observée sur les émissions obligataires récentes en Europe notées B par comparaison à des actifs considérés comme très peu risqués qui ressort de l'ordre de 5%. Pour déterminer la valeur de la prime spécifique et mieux étayer notre choix, nous n'avons pas trouvé de référence satisfaisante, la place financière manquant et de recul et d'information dans le contexte actuel.

3.3.2.1.1.6.5 Coût du capital

Compte tenu des approches et valeurs déterminées ci-avant pour les différentes composantes du coût du capital, ce dernier s'établit comme suit à **13%** (en arrondis) :

$4,15\% + 0,88 \times 6,56\% + 3\% = 12,92\%$

3.3.2.1.1.6.6 Taux d'actualisation

Nous déterminons le taux d'actualisation par référence au coût du capital en cohérence avec notre approche sur les activités de services (hors immobilier) peu capitalistiques (et donc ne nécessitant pas d'endettement financier structurel).

Nous déterminons le taux d'actualisation par référence au coût des fonds propres à 13%.

Nous avons également simulé la valeur en faisant varier le taux d'actualisation de +/- 1% (entre 12% et 14%).

3.3.2.1.1.6.7 Facteur de croissance

Nous préconisons un taux unique pour traduire la croissance à long terme.

Nous retenons comme **hypothèse centrale la valeur de 2%**, que nous avons également simulée entre 1,5% et 2,5%.

3.3.2.1.1.6.8 Valeur par le DCF

Selon l'approche DCF, en considérant un taux d'actualisation de 13% et un facteur de croissance long terme de 2%, la valeur de l'exploitation d'EGTN s'établit à 495K€.

En faisant varier le taux d'actualisation de +/- 1%, la valeur s'inscrit dans une fourchette de 353K€ à 660K€ comme suit :

taux d'actualisation	VE	xEBE normé
12,0%	659 781	1,3
13,0%	495 464	1,0
14,0%	361 396	0,7

En faisant varier le facteur de croissance de +/- 1%, la fourchette de valeurs précédentes ressort comme suit :

- de 382K€ à 697K€ avec **une valeur centrale de 523K€** sur la base d'un facteur de croissance long terme de 2,5% :

taux d'actualisation	VE	xEBE normé
12,0%	697 095	1,3
13,0%	522 995	1,0
14,0%	381 989	0,7

- de 382K€ à 697K€ avec **une valeur centrale de 470K€** sur la base d'un facteur de croissance long terme de 1,5% :

taux d'actualisation	VE	xEBE normé
12,0%	625 643	1,2
13,0%	470 011	0,9
14,0%	342 184	0,7

3.3.2.1.2 Valorisation de l'immobilier

- **Valorisation de l'immobilier exploité par EGTN**

Sous l'hypothèse de continuité de l'exploitation, l'immobilier d'entreprise d'EGTN est valorisable sur la base du loyer que l'entreprise peut supporter et que nous avons déterminé à 400K€ par an (valeur 2009).

A partir du taux d'actualisation retenu pour l'évaluation DFC des activités (cf. paragraphe 3.3.2.1.1), la valeur résultant de l'exploitation par EGTN de son immobilier d'entreprise s'établit à 3,077m€. En considérant le taux retenu par l'expert immobilier ATISREAL, la valeur s'établit à 3,162m€. Nous retenons la valeur **de 3,077m€**.

- **Valorisation des SCI**

Les valeurs des SCI ressortent des expertises immobilières (ATISREAL en avril 2008) réalisées à des valeurs de 1,6m€ pour la SCI FYR et de 0,93m€ pour la SCI RIM, soit au total une **valeur de 2,53m€**.

3.3.2.1.3 Valeur d'actif net réévalué sous hypothèse de continuité de l'activité

En cas d'arrêt de poursuite des activités, la valeur s'établit comme suit :

en K€	
Valeur DCF de l'exploitation	496
Valorisation de l'immobilier d'entreprise	3 077
Valeur des autres immobiliers	2 530
Dette nette au 30 juin 2009	-1 503
TOTAL	4 600

Sur cette base, la valeur par action s'établit 26,7€.

3.3.2.1.4 Valeur d'actif net réévalué sous hypothèse de continuité de l'activité selon l'approche globale (présentée à titre indicatif)

Nous présentons ci-après la valeur de l'action EGTN déterminée selon le modèle de l'actif net réévalué mais en considérant une approche globale de la valeur de l'exploitation d'EGTN, soit sans distinguer l'évaluation de l'immobilier d'entreprise de l'évaluation de l'exploitation. Nous n'avons pas retenu cette approche en conclusion car elle nous semble moins adaptée que celle que nous avons présentée ci-avant pour tenir compte de la situation actuelle de grande difficulté de l'entreprise.

Pour mettre en œuvre l'approche globale de l'évaluation de l'exploitation d'EGTN selon le modèle DCF, nous avons retenu deux hypothèses quant au niveau d'investissement annuel prévisionnel nécessaire pour l'entretien du site :

Hypothèse 1 : l'investissement immobilier annuel est estimé à 430K€ en référence aux investissements historiques réalisés sur les quatre derniers exercices ; cette valeur recoupe par ailleurs celle qui résulte de l'analyse de la valeur vénale du site telle qu'établie par ATISREAL en août 2009 (8,5m€) en considérant que le site s'amortit sur 20 ans.

Hypothèse 2 : l'investissement immobilier annuel est estimé à 100K€; cette valeur a été déterminée en considérant qu'EGTN n'utilise son site que très partiellement ce qui conduit à déterminer un investissement immobilier annuel de 160K€ et que, ne pourvoyant qu'à l'entretien des parties utilisées, elle pourrait limiter au mieux ses investissements (à partir de l'indication fournie par l'expert TOSTAIN & LAFFINEUR).

Ces deux hypothèses ne tiennent par ailleurs pas compte de la nécessité de notamment désamianter le site (dont le coût est estimé de l'ordre de 1m€).

Le détail des investissements prévisionnels totaux (i.e. investissements immobiliers + investissements opérationnels) pris en compte pour déterminer les flux prévisionnels d'exploitation d'EGTN est présenté en annexe 6.

Selon les deux hypothèses d'investissement immobilier ci-avant et selon l'approche globale de la valeur de l'exploitation d'EGTN, la valeur d'entreprise d'EGTN déterminée par le DCF s'établirait comme suit :

▪ Hypothèse 1

taux d'actualisation	VE	xEBE normé
12,0%	777 314	0,8
13,0%	596 951	0,6
14,0%	449 716	0,5

▪ Hypothèse 2

taux d'actualisation	VE	xEBE normé
12,0%	3 161 408	3,2
13,0%	2 807 133	2,8
14,0%	2 514 347	2,6

Le détail des flux prévisionnels pris en compte est présenté en annexe 6.

Sous ces hypothèses, la valeur des SCI (cf. paragraphe 3.3.2.1.2) et la valeur de la dette nette d'EGTN au 30 juin 2009 (cf. paragraphe 3.3.2.1.1) étant inchangées par ailleurs, la valeur de l'action EGTN s'établirait comme suit :

en K€	Hypothèse 1	Hypothèse 2
Valeur d'entreprise d'EGTN	596	2 807
Dette nette au 30 juin 2009	-1 503	-1 503
Valeur des SCI	2 530	2 530

Valeur des fonds propres d'EGTN	1 623	3 834
Valeur de l'action EGTN	9,4€	22,3€

On notera que l'approche globale conduit à des valeurs de l'action EGTN inférieure à celle déterminée précédemment au 3.3.2.1.3.

3.3.2.2. Valorisation en cas d'arrêt des activités

3.3.2.2.1 Coût d'arrêt des activités

Dans le cas de cessation des activités, la société estime les coûts de fermeture par référence aux coûts de licenciement de la totalité des effectifs, soit 2,2m€. Cette situation requerra un certain délai pour être gérée et mise en œuvre, que nous avons estimé à 12 mois. Pendant cette période, l'activité engendrera les pertes estimées par la société pour le second semestre 2009 et pour le premier semestre 2010.

Le coût d'arrêt des activités est estimé comme suit à 3,6m€ :

en K€	Au 30/06/2010
Licenciements	2 162
Pertes cumulées	1 392
TOTAL	3 554

3.3.2.2.2 Valorisation de l'immobilier

▪ **Valorisation de l'immobilier exploité par EGTN**

Le site utilisé par EGTN correspond à un ensemble immobilier à usage d'entrepôt et d'atelier de conditionnement situé à Santes (59 211). Il est ancien, certains bâtiments sont vétustes, notamment ceux correspondant à l'ancienne filature. Le site est composé de plusieurs bâtiments construits à différentes époques tous de plain-pied. Il comprend à la fois des bureaux, des entrepôts et des ateliers. La situation géographique est en périphérie de Lille (8km), à proximité de la zone portuaire de Santes (Port fluvial de Lille) avec une desserte ferroviaire à proximité (1km) et l'autoroute A25 Lille-Dunkerque (5km). Le terrain s'étend sur 105 547m². Les surfaces utiles représentent environ 37 000m² (la filature étant exclue car trop vétuste et obsolète pour être utilisée en l'état).

Pour ce site, l'expert **ATISREAL** évalue en date d'août 2009 une valeur locative (hors taxes et hors charges) de 1 083K€, soit en moyenne un loyer annuel de 29€ par m². C'est sur cette base qu'a été apprécié le loyer théorique que paierait EGTN pour les besoins de l'analyse DCF de la valeur de l'exploitation (cf. paragraphe 3.3.2.1.1.2.).

A partir de cette estimation, et en tenant compte des transactions comparables, l'expert **ASTIREAL** conclut à une valeur de marché du site à 8 974K€².

Un autre expert, **TOSTAIN & LAFFINEUR**, a déterminé la valeur vénale du site, également en août 2009, en considérant sa valeur locative à 950K€, correspondant à une base de loyer de 25€ par m² et par an. Sur cette base, l'expert détermine la **valeur vénale du site à 7 916K€²**.

Compte tenu de la vétusté de certains bâtiments et ateliers, il a été déterminé par ailleurs des **travaux** nécessaires pour envisager de céder les bâtiments. Ils ont été estimés il ya quelques mois (ATISREAL en juin 2007) à 1,57m€. Ce montant est actualisé à 1,68m€ sur la base de l'indexation annuelle du coût du secteur de 3,5% (cf. paragraphe 3.2.1.1.2.).

Par ailleurs, la cession de cet immobilier requerra vraisemblablement un certain **délai** que nous avons estimé à au moins six mois, voire 1 an.

² Valeur brute

Nous sommes partis de ces évaluations pour apprécier comme suit la valeur de liquidation de l'immobilier d'entreprise :

en K€	Haut de fourchette	Bas de fourchette
Valeur de marché brute	8 974	7 916
- <i>Droits et frais (11%)</i>	-930	-870
- <i>Estimation travaux</i>	-1 682	-1 682
- <i>Coût d'attente (*)</i>	-542	-950
VALORISATION	5 820	4 414

(*) estimé à 6 mois pour l'hypothèse haut de fourchette et à 1 an pour l'hypothèse bas de fourchette

Sous l'hypothèse de cession, sur la base des expertises réalisées en août dernier, l'immobilier d'entreprise d'EGTN est valorisable entre 4,4m€ et 5,8m€.

Nous avons considéré la valeur de haut de fourchette de 5,8m€

▪ Valorisation des SCI

Les valeurs des SCI ressortent des expertises immobilières (ATISREAL en avril 2008) réalisées à des valeurs de 1,6m€ pour la SCI FYR et de 0,93m€ pour la SCI RIM, soit au total **une valeur de 2,53m€**.

3.3.2.2.3 Valeur d'actif net réévalué sous hypothèse d'arrêt des activités

En cas d'arrêt des activités, la valeur s'établit comme suit :

en K€	
Coût d'arrêt des activités	-3 554
Valorisation de l'immobilier d'entreprise	5 820
Valeur des autres immobiliers	2 530
Dette nette au 30 juin 2009	-1 503
TOTAL	3 293

Sur cette base, la valeur par action s'établit 19,1€.

3.3.2.3. Valeur en conclusion

Selon l'approche d'évaluation retenue de l'actif net réévalué, en considérant la poursuite des activités et donc le retournement à court terme d'EGTN, la valeur des fonds propres de l'entreprise s'établit à 4,5m€. Cette valeur est conditionnée par le succès du retournement et, dans ce cadre, le financement d'environ 2m€ correspondant aux besoins de financement cumulés (valeur courante) sur la période 2009-2012. **Elle correspond à un objectif de valeur à terme et place la valeur par action à 26,7€.**

Selon l'hypothèse d'arrêt des activités, qui ne peut être exclue compte tenu des difficultés que travers actuellement l'entreprise, la valeur des fonds propres s'établit à 3,3m€, soit une valeur par action de 19,1€.

Quelle que soit l'hypothèse retenue du retournement ou de l'arrêt des activités, la valeur repose largement sur celle des actifs immobiliers. L'écart de valeur entre les deux approches résulte principalement de l'impact des pertes actuelles et à supporter jusqu'en 2010 dont l'impact est immédiat dans le cas d'arrêt des activités et lissé puis résorbé dans le cas de poursuite des activités.

3.4 Observations sur les travaux d'évaluation réalisés par INVEST SECURITIES

3.4.1 Observations sur le choix des méthodes retenues

S'agissant des méthodes d'évaluation écartées, nous n'avons pas de divergence par rapport aux choix de l'évaluateur (cf. paragraphe 3.3.1).

Nous n'avons donc pas non de divergence sur le choix de la méthode de l'actif net réévalué retenue en méthode principale et nous sommes également en ligne sur la mise en œuvre de cette approche (cf. paragraphe 3.3.2).

3.4.2 Observations sur l'évaluation sous hypothèse de continuité de l'exploitation

3.4.2.1.1 Appréciation du business plan

Les hypothèses générales retenues par Invest Securities pour l'établissement d'un business plan à moyen terme reposent sur celles indiquées par la société pour traduire notamment le retournement de l'activité sur la période 2009-2011 puis le développement de l'activité et l'amélioration des structures d'exploitation à horizon 2013. A partir de ces éléments, Invest Securities s'est attaché à simuler l'activité sur un horizon plus long (2018) que celui que nous avons retenu (2014) mais en retenant une démarche analogue à celle que nous avons mise en œuvre, à savoir l'évolution de l'activité est limitée à 6% par an et la structure d'exploitation atteinte en 2013 sur la base des hypothèses prévisionnelles établies par la société n'est pas modifiée.

Les hypothèses prévisionnelles et les prévisions retenues par Invest Securities n'appellent pas de commentaire majeur, ni pour ce qui concerne la reprise des hypothèses définies par la société ni pour ce qui concerne les retraitements pratiqués sur les éléments associés aux actifs immobiliers (loyer, investissements, amortissements). Sur ce dernier point, la démarche d'Invest Securities s'apparente à la nôtre aux quelques différences près suivantes (cf. paragraphes 3.3.2.1.1.2 à 3.3.2.1.1.3) :

- Invest Securities ne retient aucun investissement en 2010 puis, à partir de 2014, propose un investissement prévisionnel de 200K par an, représentant à terme, en 2018, 1,6% du chiffre d'affaires, la même hypothèse est retenue pour établir le flux normatif ; nous avons positionné un investissement en 2010 et repris pour la détermination du flux normatif un niveau d'investissement inférieur, représentant 150K et 1,5% de la production de l'exercice ;
- Invest Securities définit sur la période prévisionnelle une dotation aux amortissements qui permet de recouper la valeur des investissements prévisionnels selon la même démarche que celle que nous avons retenue mais la séquence est différente ;
- Invest Securities détermine un besoin en fonds de roulement en 2009 qui conduit à une variation sur 2008 de -2,7m€ alors que notre estimation conduit à une variation de -2,4m€ ; l'hypothèse d'Invest Securities au regard des créances clients est de 2,5 mois de chiffre d'affaires (vs 3,1 mois dans notre estimation) ;
- Invest Securities retient 3% au titre du taux annuel d'indexation du loyer qu'EGTN paierait pour occuper ses sites alors que notre estimation est à 3,5%.

En conclusion, d'une part, la démarche et les hypothèses retenues par Invest Securities nous paraissent être en cohérence avec la situation de la société et ce qui ressort de nos entretiens avec le management ; d'autre part, les éléments de différence avec notre propre approche des prévisions à moyen terme ne nous paraissent pas de nature contradictoire et ne nous paraissent pas pouvoir engendrer des différences de valeur significatives.

3.4.2.1.2 Taux d'actualisation et facteur de croissance long terme

Invest Securities détermine le taux d'actualisation par référence au coût du capital. Nous sommes d'accord avec cette approche. La valeur centrale établie par Invest Securities est de 13,3%, soit un taux très comparable à celui que nous avons déterminé de 13% (cf. paragraphe 3.3.2.1.1.4.). Les points de différence dans la détermination du taux d'actualisation sont les suivants :

- pour le taux sans risque Invest Securities retient la référence à l'OAT 10 ans alors que nous lui préférons aujourd'hui la référence à l'OAT 30 ans ;
- pour la prime spécifique visant à traduire le risque particulier de la société compte tenu de la situation de retournement où elle se trouve, Invest Securities retient une valeur de 3,6% alors que notre valeur centrale est de 3% (encadrée dans une fourchette de 2% à 5%) ;
- pour le coefficient Bêta, Invest Securities retient la même approche que nous, à savoir la référence de la société, mais détermine le coefficient sur une base journalière. La valeur d'Invest Securities de 0,9 est très proche de celle que nous retenons de 0,88.

Invest Securities retient un taux de croissance long terme de 2,5% en valeur centrale alors que nous retenons 2% (cf. paragraphe 3.3.2.1.1.5.).

3.4.2.1.3 Valeur de l'exploitation sous hypothèse de continuité

Invest Securities détermine une valeur centrale de l'exploitation d'EGTN sous hypothèse de continuité de l'exploitation de 510K alors que nous établissons cette valeur à 496K (cf. paragraphe 3.3.2.1.1.6.). L'écart (14K€) ne nous paraît pas significatif.

3.4.2.2. Observation sur la valorisation de l'immobilier

- Invest Securities retient une valeur de 3,1m€ pour la valeur de l'immobilier d'exploitation sous hypothèse de continuité comparable à celle que nous avons déterminée. Il retient la même approche générale que nous, notamment la valeur du loyer qu'EGTN paierait au propriétaire du site, mais ne retient pas la même référence pour le taux de capitalisation. Nous préférons traiter cette valeur sur la base du taux traduisant le risque de l'exploitation plutôt que le taux d'expertise immobilière. La différence d'approche nous paraît acceptable la différence de valeur in fine est très marginale.
- Nous n'avons pas d'observation pour ce qui concerne les SCI RIM et FYR.

3.4.2.3. Observation sur la valeur de l'action sous hypothèse de continuité de l'exploitation

Invest Securities détermine la valeur de l'exploitation hors coûts de restructuration 2009, déduit ces coûts (IDA) et la dette nette d'EGTN au 30 juin 2009 retraitée de l'impact de la restructuration fin 2009 puis rajoute les valeurs de l'immobilier.

Nous avons déterminé la valeur de l'exploitation en tenant compte des coûts de restructuration fin 2009 et des économies d'impôts qu'ils engendreront, puis déduit la dette nette au 30 juin 2009 et rajouté la valeur de l'immobilier.

Ainsi, la valeur de la dette nette en considération est de 1,3m€ telle que déterminé par Invest Securities et de 1,5m€ telle que nous la reprenons. Sous ces hypothèses, la valeur des fonds propres établie par Invest Securities et SVA est récapitulée comme suit. L'écart de 285K€ représente environ 5% de la valeur telle que déterminée de part et d'autre.

En K€	Invest Securities	SVA
Valeur DCF de l'exploitation	2 355	2 070
dont valeur de l'immobilier exploité	3 125	3 000
Valeur des SCI	2 530	2 530
TOTAL Fonds Propres	4 885	4 600

En valeur par action, Invest Securities aboutit à 28,4€ alors que nous évaluons 26,7€.

3.4.3 Observations sur l'évaluation sous hypothèse de continuité des activités

3.4.3.1. Observations sur la valeur de l'exploitation

Sous l'hypothèse d'arrêt de l'activité, Invest Securities retient une hypothèse de perte d'exploitation de 1,15m€ alors que nous estimons la perte à 1,39m€ selon le budget établi par la société pour l'exercice 2010. Nous retenons la même période de référence, à savoir la fermeture effective à mi-2010. La différence d'appréciation entre Invest Securities et SOCIETEX résulte d'une estimation de la part

d'Invest Securities de la perte au second semestre 2010 réduite par rapport au budget fourni par la société d'une partie des frais de personnel.

3.4.3.2. Observations sur la valorisation de l'immobilier

Nous n'avons pas de divergence fondamentale ni d'écart de valeur notable. Les deux seules différences dans l'approche résident dans (i) la réévaluation des coûts de travaux que nous avons indexés à 3,5%, vs 3% pour Invest Securities et (ii) l'estimation des frais de ventes et autres droits que nous avons retenus à 930K€ (11% de la valeur brute du bien), vs 980K€ pour Invest Securities. Au final, Invest Securities détermine une valeur haut de fourchette de 5,81m€ et nous de 5,82m€.

Par ailleurs, nous avons retenu la valeur haut de fourchette alors qu'Invest Securities présente également la valeur bas de fourchette.

3.4.3.3. Observation sur la valeur de l'action sous hypothèse d'arrêt des activités

Invest Securities détermine le coût d'arrêt des activités, déduit la dette nette d'EGTN au 30 juin 2009 retraitée de l'impact des restructurations fin 2009, puis rajoute les valeurs de l'immobilier.

Nous avons déterminé le coût d'arrêt des activités en tenant compte des coûts globaux de restructuration puis déduit la dette nette au 30 juin 2009 et rajouté les valeurs de l'immobilier.

Ainsi, la valeur de la dette nette en considération est de 1,3m€ telle que déterminé par Invest Securities et de 1,5m€ telle que nous la reprenons. Sous ces hypothèses, la valeur des fonds propres établie par Invest Securities (haut de fourchette) et SVA dans le cas d'arrêt des activités est récapitulée comme suit :

En K€	Invest Securities ⁽¹⁾	SVA
Coût d'arrêt des activités	- 3 310	-3 554
Valeur de l'immobilier exploité	5 810	5 820
Dette nette	1 280	1 503
Valeur des SCI	2 530	2 530
TOTAL Fonds Propres	3 750	3 293

⁽¹⁾ Valeur haut de fourchette

L'écart de 457K€ représente un peu plus de 10% de la valeur telle que déterminée de part et d'autre. Si, dans le cas de l'arrêt des activités, Invest Securities avait repris la dette nette au 30 juin 2009 sans réévaluer les IDA résultant des coûts des licenciements prévus à fin 2009, l'écart sur la valeur des fonds propres aurait été réduit à 234K€, ce qui représente environ 7% de la valeur établie de part et d'autre. Par ailleurs, sur cette base, la valeur par action s'établirait à 20,5€, soit un montant bien plus proche de celui que nous déterminons de 19,1€.

En valeur par action, Invest Securities aboutit en haut de fourchette à 21,7€ alors que nous évaluons 19,1€.

3.5 Récapitulatif des valeurs et analyse de la prime

3.5.1 Récapitulatif des valeurs

La valeur de l'action EGTN peut être appréciée comme suit par référence à l'évaluation et aux différentes références à l'actif net comptable et des cours boursiers en regard du prix offert révisé à 45€ par action:

	Valeur par action (€)	Prime / Décote (-)
ANR sous hypothèse de poursuite des activités	26,7	+69%
<i>Valeur déterminée par Invest Securities</i>	28,4	+59%
ANR avec arrêt des activités	19,1	+136%
<i>Valeur déterminée par Invest Securities</i>	21,7	+107%
Actif net comptable au 30/06/2009	36,72	+23%
Derniers cours (13/08/09)	70,0	-36%
Cours moyen 1 mois	67,9	-34%
Cours moyen 3 derniers mois avant 22 juin 2009	55,1	-18%
Cours moyen 3 derniers mois avant 13 août 2009	67,9	-34%
Cours moyen 6 derniers mois avant 22 juin 2009	54,7	-18%
Cours moyen 6 derniers mois avant 13 août 2009	67,9	-34%
Cours moyen 12 mois avant 22 juin 2009	57,1	-21%
Cours moyen 12 mois avant 13 août 2009	56,5	-20%
OPA novembre 2007 (prix ajusté du coupon)	38,8	+16%
Achat 12 derniers mois – prix max initiateur	56,5	-20%

3.5.2 Analyse de la prime offerte (ou de la décote)

Le prix offert révisé à 45€ intègre une prime de +23% sur la valeur d'actif net comptable au 30 juin 2009. Il est certes en deçà des valeurs qui ont résulté des dernières transactions en bourse mais il est supérieur à l'appréciation que nous pouvons faire aujourd'hui de la valeur de l'entreprise en considérant tant la poursuite des activités, ce qui nécessite de réussir le retournement d'ici à 2011/2012, que l'arrêt des activités.

La fourchette de valeurs que nous déterminons est en effet entre 19,1€ et 26,7€. Le prix offert révisé de 45€ par action intègre une prime de 136% à 69% par rapport ces références. A contrario, le prix offert intègre une décote de 36% par rapport au dernier cours et une décote de 22% par rapport aux prix des transactions réalisés par l'initiateur de l'offre sur les 12 derniers mois. La prime est de 16% en regard du prix de l'OPA de novembre 2007. Ce point paraît important car la situation de la société a significativement (et, au cas particulier, dramatiquement) évolué depuis. Sans aucun doute, l'opération représente-t-elle une opportunité pour les actionnaires de valoriser leurs titres EGTN, laquelle paraît appréciable dans le contexte actuel de grande difficulté où se trouve l'entreprise. Le prix révisé de 45€ par action présente également dans ce cadre l'atout d'offrir une prime de +23% sur la valeur d'actif net comptable au 30 juin 2009 et une prime de +69% sur la valeur à terme qui ressort inférieure à l'actif net au 30 juin et comporte un niveau de risque et d'incertitude élevé.

3.6 Conclusion

Le prix offert révisé à 45€ par action pour l'OPAS et pour le retrait obligatoire qui pourrait être réalisé à la suite de l'OPAS présente une prime de +23% sur la valeur d'actif net comptable au 30 juin 2009. Il offre une prime significative sur les valeurs qui peuvent être déterminées en tenant compte de la situation de grande difficulté où se trouve actuellement l'entreprise même en supposant un rapide retour à meilleure fortune. On rappelle en effet à cet égard que la valeur que nous déterminons sous hypothèse de continuité de l'exploitation ressort à 26,7€ par action sur laquelle le prix offert révisé présente une prime de +69%. Dans ce cas, même si le prix offert intègre une décote importante, jusqu'à 36%, sur les prix des transactions en bourse réalisées sur le passé récent, il présente, à notre avis, une attractivité certaine pour l'actionnaire : l'Offre en tant que telle permet de créer la liquidité nécessaire à la réalisation des titres et le prix offert permet de sécuriser l'actionnaire en regard de la valeur potentielle du titre à terme. On notera également que le prix offert révisé présente une prime de +16% sur le prix de la dernière OPA en novembre 2007 alors que les performances et la valeur d'actif net de l'entreprise se sont depuis nettement dégradées.

Compte tenu de nos analyses de la valeur d'EGTN, le prix offert révisé de 45€ par action nous paraît équitable tant dans le cadre de l'OPAS que du retrait obligatoire envisagé à la suite de l'OPAS.

Paris, le 1^{er} octobre 2009

SOCIETEX VALUATION & ADVISORY

Pierre Préau

Béatrice Causse

3.7 Annexes

3.7.1 Présentation de SOCIETEX VALUATION & ADVISORY

SOCIETEX est une société dont l'activité principale est le conseil en cession et reprise d'entreprises. Elle a, à ce titre, après plus de 50 ans d'existence, une expérience considérable en matière de valorisation des sociétés et de prix observés, en particulier sur le marché des sociétés non cotées. SOCIETEX appartient au réseau international IMAP qui réalise environ 250 opérations et 600 évaluations par an dans le monde entier.

Sa filiale d'évaluation, SOCIETEX VALUATION & ADVISORY, qui exerce la 2^{ème} activité du cabinet, a créé et maintient un observatoire de transactions permettant de corréliser les risques de marché et d'entreprise et les primes de risque constatées sur le marché. Elle intervient également sur des opérations de bourse, notamment en tant qu'expert indépendant au sens du règlement de l'AMF. SOCIETEX VALUATION & ADVISORY a été à ce titre agréée à deux reprises en 2006 par l'AMF. Depuis la disparition de cet agrément suite aux évolutions réglementaires, SOCIETEX VALUATION & ADVISORY a été missionnée à trois reprises en tant qu'expert indépendant par des cibles d'opérations de bourse. Parallèlement à cette activité publique, SOCIETEX VALUATION & ADVISORY intervient régulièrement en tant qu'expert indépendant dans le cadre d'arbitrage privé.

SOCIETEX VALUATION & ADVISORY est également intervenue en tant qu'expert indépendant auprès de l'APE (Agence des Participations de l'Etat) pour valider les conditions de certaines transactions portant sur des actifs détenus par des entreprises ayant l'état français au capital ou des cibles d'acquisition de ces dernières.

SOCIETEX VALUATION & ADVISORY est expert agréé par l'ACAM (Autorité de Contrôle des Assurances et Mutuelles) et intervient également dans des expertises d'arrêté de bilan pour des sociétés cotées (ex : BSA BigBen Interactive, Valeurs de participations et d'options pour le groupe SOMFY).

Enfin, SOCIETEX VALUATION & ADVISORY anime régulièrement des formations auprès des Compagnies d'Experts Judiciaires (plus de 120 participants en 2007) et est un membre actif des principales instances d'experts en évaluation d'entreprises (Société Française des Evaluateurs, Compagnie des Conseils et Experts Financiers...).

3.7.2 Références de SOCIETEX VALUATION & ADVISORY

Attestations d'équité sur des opérations de bourse

TEAM PARTNERS / CGBI	OPR-RO	juillet 2006
CARL ZEISS / IOLTECH	OPR-RO	octobre 2006
SERMA Technologies	garantie de cours	septembre 2007
NEOTION	garantie de cours	décembre 2008
Vet'Affaires	OPRA	juin 2009

Evaluations et Expertises Indépendantes

- Sociétés cotées :

Euronext : EDF, Lafarge, ENI, Poweo, Poncin Yachts, Sparflex, Léon de Bruxelles, Hottinger, Ioltech (Carl Zeiss), Team Partners Group, Mr Bricolage, Demos, Telemedia Group, Le Tanneur, SOMFY

Zurich : Nestlé

Milano : ENI

Toronto Stock Exchange : Quebecor, Rutter

NASDAQ/NYSE : ACCO Brands/GBC, RJ Barry, International Paper, GPI

- Sociétés non cotées:

Groupe Andrieu, CIAT, GIAT Industrie / Nexter, Financière Hottinguer, Pomona, Nord Est, Polieco, Transatlantic, Théâtre du Montparnasse, Grey Communication International, Leclerc, Amman - Yanmar, GYMA Surgelés, Agrial, Xsys Print Solutions, EDF Argentina, LFR inc (Société d'ingénierie environnementale américaine), Doris Engineering ...

- Fonds d'investissement :

21 Centrale Partners, SPEF / NAXICAP, Initiative & Finance, Banexi, Turenne Capital, Platina, ...

3.7.3 Profil des intervenants de SOCIETEX VALUATION & ADVISORY

Pierre Préau

Pierre Préau a commencé sa carrière en informatique de recherche avant de rejoindre le monde du conseil où il a conduit pendant sept ans des missions d'organisation, d'audit et d'assistance au pilotage de grands projets. Il a en particulier pris en charge la practice Australienne Customer Relationship Management de KPMG Consulting pendant deux ans dans le cadre de projets ventes et marketing en Australie, en Chine, à Taiwan et à Singapour. Il a ensuite rejoint Gemplus pour diriger les activités conseil du groupe et participer à la stratégie de croissance externe sur les métiers de software et services.

Il collabore avec l'équipe SOCIETEX depuis janvier 2003 où il est en charge de l'activité Evaluation d'Entreprises et de Marques. Pierre Préau a été agréé quatre reprises en tant qu'expert indépendant pour émettre un avis d'équité dans le cadre d'offres publiques.

Pierre Préau est titulaire d'un diplôme d'Ingénieur Civil de l'Ecole des Mines de Paris et d'un MBA d'HEC, membre de la Sfev (Société Française des Evaluateurs), de l'A3E (Association des Experts en Evaluation d'Entreprise) et du IMAP Valuation Practice Group. Il est également formateur pour la CNECJ (Compagnie Nationale des Experts Comptables Judiciaires) et membre du groupe de travail sur la définition du cursus d'accréditation à l'évaluation d'entreprise de la CCEF (Compagnie des Conseils et Experts Financiers).

Béatrice Causse

Béatrice Causse a réalisé sa carrière successivement chez Indosuez (Financement de projets), PricewaterhouseCoopers (conseil en Corporate Finance, Evaluation, Fusions-Acquisitions) et C3D (Caisse des dépôts-développement, Directeur Fusions-Acquisitions). Elle a ainsi réalisé de nombreuses évaluations de sociétés en tant que conseil et en tant qu'investisseur (pour le compte de C3D), principalement dans un contexte transactionnel. Béatrice a rejoint SOCIETEX en 2008.

Béatrice a souvent été confrontée aux problématiques financières et réglementaires de groupes cotés (attestation d'équité de filiales de BIC et Schlumberger, OPA Grévin & Cie, privatisation de la Compagnie des Alpes, etc. ...)

Elle est diplômée de l'ESC Toulouse (option banque et finance), de l'EM Lyon (Mastère en ingénierie financière), et ASA (American Society of Appraisers). Béatrice est membre de la Sfev (Société Française des Evaluateurs).

3.7.4 Programme de travail détaillé

Prise de connaissance du projet d'Offre et de la mission
Identification des risques avant acceptation de la mission
Collecte des informations (notes d'analystes, entretiens avec le management, éléments financiers historiques, expertises immobilières, ...)
Appréhension du modèle économique de la société
Analyse multicritère de la société <ul style="list-style-type: none"> ▪ Eléments juridiques ▪ Eléments organisationnels ▪ Eléments techniques et humains ▪ Eléments financiers ▪ Position concurrentielle
Analyse des principaux risques et enjeux
Appréhension des perspectives de la société
Analyse du cours de bourse
Analyse de la valeur d'actif net
Recherche et analyse de comparables boursiers
Mise en œuvre du modèle DCF pour l'évaluation de l'exploitation <ul style="list-style-type: none"> ▪ Business Plan, ▪ Flux prévisionnels, ▪ détermination des paramètres d'évaluation, ▪ évaluation, ▪ sensibilités
Mise en œuvre de l'approche de l'Actif Net Réévalué (ANR)
Analyse critique de l'évaluation d'Invest Securities
Analyse du prix offert pour l'Offre
Rédaction du rapport
Actualisation du rapport pour tenir compte du prix révisé

3.7.5 Calendrier de l'étude

- Réunion de lancement le 22 juillet
- Entretiens avec le management le 27 juillet sur les points principaux relatifs :
 - au modèle économique ;
 - aux difficultés actuelles ;
 - aux moyens de restructuration en cours ;
 - aux perspectives envisageables à court et moyen terme.
- Entretiens avec le management le 4 août sur les points principaux :
 - confirmation du business plan et du plan de restructuration ;
 - confirmation des hypothèses à envisager en cas d'arrêt de l'activité ;
 - actualisation des expertises immobilières.
- Entretien avec Invest Securities le 27 août sur les points principaux :
 - du modèle économique
 - des perspectives envisageables pour la société ;
 - de l'analyse du cours de bourse ;
 - des méthodes d'évaluation pertinentes ;
 - de leurs premiers résultats d'analyse de la valeur.
- Entretien avec Invest Securities le 31 août
- Entretien avec Invest Securities le 2 septembre
- Rapport le 7 septembre
- Rapport complété de l'approche d'évaluation globale (paragraphe 3.3.2.1.4) le 18 septembre
- Actualisation du rapport le 1er octobre pour tenir compte du prix révisé

3.7.6 Flux Prévisionnels Illustrant l'approche Globale d'évaluation De l'exploitation d'EGTN

3.7.6.1. Hypothèse 1

Compte d'exploitation (en €)	budget 2009	2010	2011	2012	2013	2014	normé re 2013
chiffre d'affaires	4 973 380	3 818 702	5 000 000	7 000 000	9 000 000	9 500 000	9 690 000
<i>croissance annuelle CA</i>	39%	-23%	31%	40%	29%	6%	
autres produits	26 415	19 705	25 801	36 121	46 441	49 021	50 002
Production (PdN)	4 999 795	3 838 407	5 025 801	7 036 121	9 046 441	9 549 021	9 740 002
mat. 1ères & appro	312 223	238 661	312 490	492 529	723 715	763 922	779 200
autres achats & ch. externes	2 267 395	1 195 312	1 557 998	1 970 114	2 623 468	2 769 216	2 824 600
% PdN	45%	31%	31%	28%	29%	29%	29%
frais de personnel ⁽¹⁾	2 635 560	2 444 720	2 362 126	3 306 977	4 161 363	4 286 204	4 371 928
<i>croissance</i>	-32%	-7%	-3%	40%	26%	3%	2%
%PdN	53%	64%	47%	47%	46%	45%	45%
impôt & taxes	508 463	524 712	603 096	633 251	723 715	763 922	779 200
Excédent Brut Expl.	-723 846	-564 998	190 090	633 251	814 180	965 758	985 073
%PdN	-14%	-15%	4%	9%	9%	10%	10%
Amts & Prov.	626 000	549 000	538 000	512 000	505 000	530 000	580 000
Résultat opérationnel	-1 349 846	-1 113 998	-347 910	121 251	309 180	435 758	405 073
% PdN	-27%	-29%	-7%	2%	3%	5%	4%
coûts de restructuration fin 2009	720 000						
base impôt	-2 069 846	-1 113 998	-347 910	121 251	309 180	435 758	405 073
impôt théorique	0	0	0	0	0	0	135 011
investissement	430 000	500 000	530 000	570 000	610 000	620 000	580 000
<i>dont investissement opérationnel</i>	0	70 000	100 000	140 000	180 000	190 000	150 000
% PdN	8,6%	13,0%	10,5%	8,1%	6,7%	6,5%	6,0%
BFR simplifié	455 814	479 559	629 678	1 023 169	1 277 810	1 348 799	
% PdN	9%	12%	13%	15%	14%	14%	
var BFR	-2 413 663	23 745	150 119	393 492	254 641	70 989	26 737
Flux net	539 817	-1 088 743	-490 029	-330 241	-50 461	274 768	243 325

3.7.6.2. Hypothèse 2

Compte d'exploitation (en €)	budget 2009	2010	2011	2012	2013	2014	normé re 2013
chiffre d'affaires	4 973 380	3 818 702	5 000 000	7 000 000	9 000 000	9 500 000	9 690 000
croissance annuelle CA	39%	-23%	31%	40%	29%	6%	
autres produits	26 415	19 705	25 801	36 121	46 441	49 021	50 002
Production (PdN)	4 999 795	3 838 407	5 025 801	7 036 121	9 046 441	9 549 021	9 740 002
mat.ières & appro	312 223	238 661	312 490	492 529	723 715	763 922	779 200
autres achats & ch.externes	2 267 395	1 195 312	1 557 998	1 970 114	2 623 468	2 769 216	2 824 600
% PdN	45%	31%	31%	28%	29%	29%	29%
frais de personnel ⁽¹⁾	2 635 560	2 444 720	2 362 126	3 306 977	4 161 363	4 286 204	4 371 928
croissance	-32%	-7%	-3%	40%	26%	3%	2%
% PdN	53%	64%	47%	47%	46%	45%	45%
impôt & taxes	508 463	524 712	603 096	633 251	723 715	763 922	779 200
Excédent Brut Expl.	-723 846	-564 998	190 090	633 251	814 180	965 758	985 073
% PdN	-14%	-15%	4%	9%	9%	10%	10%
Amts & Prov.	296 000	219 000	208 000	182 000	175 000	200 000	250 000
Résultat opérationnel	-1 019 846	-783 998	-17 910	451 251	639 180	765 758	735 073
% PdN	-20%	-20%	0%	6%	7%	8%	8%
coûts de restructuration fin 2009	720 000						
base impôt	-1 739 846	-783 998	-17 910	451 251	639 180	765 758	735 073
impôt théorique	0	0	0	0	0	0	245 000
investissement	100 000	170 000	200 000	240 000	280 000	290 000	250 000
dont investissement opérationnel	0	70 000	100 000	140 000	180 000	190 000	150 000
% PdN	2,0%	4,4%	4,0%	3,4%	3,1%	3,0%	2,6%
BFR simplifié	455 814	479 559	629 678	1 023 169	1 277 810	1 348 799	
% PdN	9%	12%	13%	15%	14%	14%	
var BFR	-2 413 663	23 745	150 119	393 492	254 641	70 989	26 737
Flux net	869 817	-758 743	-160 029	-241	279 539	604 768	463 386

4. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

4.1 Solde du paiement du prix du Bloc de Contrôle

Le protocole de cession du Bloc de Contrôle, en date du 29 mars 2007, stipule que le solde du prix restant dû à l'un des Cédants, la société SGFC, sera payé en trois échéances dont le montant unitaire a été fixé définitivement le 13 novembre 2007 à 1.115.631,30 € portant intérêt à 4% l'an. En garantie de ce paiement est consenti un nantissement portant sur 27% du capital d'EGTN, au profit de la société SGFC. Ces échéances sont payables au 13 novembre des années 2008, 2009 et 2010. L'échéance du 13 novembre 2008 a été payée, mainlevée correspondante sur les premiers 9% du capital n'ayant pas été réalisée à ce jour.

5. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DÉROULEMENT DE L'OFFRE

5.1 Structure du capital

Le nombre d'actions et de droits de vote détenus par les principaux actionnaires d'EGTN est présenté dans le tableau ci-après :

Ancien tableau :

Actionnaires	Nombre d'actions	% capital	Nombre droits de vote	% droits de vote
CAP HOLDING	163 494	94,90%	163 494	94,90%
Autres actionnaires nominatifs	650	0,38%	650	0,38%
Actionnaires au porteur (Public)	8 131	4,72%	8 131	4,72%
Actions auto détenues	aucune		aucune	-
<i>Total</i>	<i>172 275</i>	<i>100,00%</i>	<i>172 275</i>	<i>100,00%</i>

Nouveau tableau :

Actionnaires	Nombre d'actions	% de capital	Nombre droits de vote	% droits de vote
CAP HOLDING	163 499	94,91%	163 499	94,91%
Autres actionnaires nominatifs	650	0,38%	650	0,38%
Actionnaires au porteur (Public)	8 126	4,72%	8 126	4,72%
Total	172 275	100,00%	172 275	100,00%

Il n'existe ni droit de vote double, ni titre susceptible de donner droit à souscrire ou détenir des actions supplémentaires d'EGTN.

5.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et au transfert d'actions

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.

Aucune convention n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce.

5.3 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil

Les actionnaires d'EGTN détenant plus de 0,5% de son capital et des droits de vote sont indiqués en section 5.1.

Hormis lesdits actionnaires, aucun actionnaire détenant plus de 0,5% du capital ou des droits de vote ne s'est fait connaître auprès de la Société à la date de la présente note en réponse.

5.4 Liste de détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux

Aucun titre émis par la Société ne comporte de droit de contrôle spécial.

5.5 Mécanismes de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

La Société n'a pas mis en place de système d'actionnariat du personnel.

5.6 Accords entre actionnaires

La Société n'a connaissance d'aucun accord d'actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

5.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres des organes d'administration ainsi qu'à la modification des statuts

Aucune clause statutaire ne prévoit en matière de nomination ou remplacement des membres du conseil d'administration, ni en matière de modification des statuts, de dispositions différentes de celles prévues par la loi.

Le conseil d'administration ne peut être composé de plus d'un tiers d'administrateurs ayant atteint l'âge limite fixé à 80 ans pour exercer cette fonction.

5.8 Pouvoirs du Conseil d'administration en matière d'émission et de rachats d'actions

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration bénéficie des délégations suivantes conférées par l'assemblée générale du 27 mai 2008 et par l'assemblée générale du 22 juin 2009 :

AG	Nature d'opération	Titres	Montant nominal maximum d'opération	% du capital	Utilisation	Durée de l'autorisation
AGO du 27 mai 2008	Rachat d'au plus 10.000 actions	Actions	Prix d'achat maximum de 100 € par action	5,80%	Permanente	18 mois
AGM du 22 juin 2008	Rachat d'au plus 8.786 actions	Actions	Prix d'achat maximum de 100 € par action	5,10%	Permanente	18 mois
AGM du 22 juin 2008	Emission pr salariés adhérents PEE	Actions	34.400 €	Indifférent	Permanente	26 mois

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

Aucun accord ou accord significatif conclu par EGTN n'est résiliable, immédiatement ou à terme, en raison d'un changement de contrôle.

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

Aucun accord ne prévoit d'indemnité pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

5.11 Observations du comité d'entreprise

Le comité d'entreprise est informé du projet d'Offre.

5.12 Intention des membres du conseil d'administration

Les membres du conseil d'administration ont l'intention d'apporter les titres qu'ils détiennent, au-delà d'une action, à l'Offre.

6. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION

« 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. »

Monsieur David FABRY
Président du Conseil d'Administration.