

Commentaires sur les évaluations du projet d'OPAS RO d'Orchestra de 2014

I - Commentaires sur le travail du présentateur

Son travail, contenu dans le projet de note d'information de l'OPAS RO daté du 23 mai 2014, pages 26 à 40, disponible sur le site de l'AMF et d'Orchestra, contient à notre avis au moins 13 points contestables et 5 zones d'ombre qui mériteraient éclaircissements.

A - Les points contestables sont les suivants :

Alors que toutes les analyses convergent pour constater que le coût du capital des entreprises a baissé entre décembre 2012 (date de la rédaction de la note d'OPRA) et maintenant, compte tenu de la baisse des primes de risque et du taux de l'argent sans risque, le présentateur affiche un coût du capital en hausse de 11,4% pour l'OPRA de 2013 (page 32) à 11,6 % pour l'OPAS RO de 2014 (page 34). Cette singulière performance est obtenue grâce à pas moins de 6 artifices :

1. Il y a déjà un changement opportun de source pour la prime de risque de marché : IDMIDCAP lors de l'OPRA de 2013 pour 7,5 % (page 33), Damodaran avec 6,3 % maintenant (page 34). A. Damodaran est un réputé professeur américain de finance, spécialiste de l'évaluation des entreprises, en particulier sur son marché domestique, les Etats-Unis. Mais il ne saute pas spontanément aux yeux que sa compétence sur les Midcap françaises soit supérieure à celle de IDMIDCAP.

Par ailleurs sur le site de A.Damodaran (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>), sous Updated data / Risk Premiums for Other Markets, la prime de risque pour la France apparaît à 5,9 % et non de 6,3 %. Cette simple erreur matérielle permet de minorer la valeur de 3,4 €.

Il serait intéressant de comprendre pourquoi le présentateur a changé de source et qu'elle est actuellement la prime de risque de IDMIDCAPS.

2. Le bêta désendetté de Orchestra passe de 0,6 en 2013 (page 33) à un bêta désendetté en 2014 (page 34) de 0,9, soit une augmentation de 50 % en un an. Une telle évolution, en si peu de temps, ne pourrait s'expliquer que par une modification substantielle du risque des actifs de Orchestra que rien ne semble indiquer. Ce changement inexpliqué, qui a bien évidemment un impact négatif sur la valeur, provient probablement d'une modification de l'échantillon des sociétés comparables, avec en particulier l'addition de 3 sociétés qui ne figuraient pas en 2013 : une anglaise, une américaine et une néo-zélandaise. Ce changement semble lui aussi trop opportun pour être dû au seul hasard.
3. Compte tenu des hypothèses données pour la structure financière cible de Orchestra (16 de dettes nettes pour 84 de capitaux propres), mes propres calculs ne me permettent pas de retrouver le bêta endetté mentionné de 1,2 (page 34). Ils aboutissent à 1,01¹.
4. Il y a une incohérence méthodologique majeure à prendre pour coût de la dette un taux en ligne « avec le taux apparent calculé sur les derniers comptes disponibles » (page 34), alors que la structure financière retenue dans les calculs diffère de celle des derniers

¹ $0,9 \times (1 + 16/84 * (1 - 33\%)) = 1,01$

comptes disponibles (76 M€ de dettes pour 120 M€ de valeur des capitaux propres (3M d'actions à 40 €), soit 39/61). Si on prend un taux d'intérêt actuel comme coût de la dette, le principe de cohérence veut que la structure financière retenue pour le calcul du coût du capital soit celle d'aujourd'hui (39/61) qui corresponde à ce taux d'intérêt, et non une future et différente structure financière (16/84) qui impliquerait un coût de l'endettement différent de celui retenu. Alternativement, si l'on prend dans le calcul une structure financière future et différente de celle d'aujourd'hui comme le fait le présentateur (16/84 et non 39/61), il convient alors de prendre pour coût de la dette le coût futur correspondant à cette structure financière, qui sera moindre que le coût actuel de 5,4 % à cause d'un poids moindre de la dette.

Avec une pondération dette-capitaux propres cohérente avec le taux d'intérêt de 5,4 % retenu par l'évaluateur, c'est à dire une pondération 39/61 et non 16/84, et sans rien changer par ailleurs, on obtient un coût du capital de 9,4 %². Avec ce coût du capital, la valeur passe de 38,7 € à environ 65 €.

5. Le coût de la dette est indiqué page 34 du projet de note d'OPAS RO à 5,4 %. Il serait intéressant de vérifier que cela correspond bien aux conditions financières du crédit syndiqué de 6 ans mis en place en mai 2013 qui semble aujourd'hui représenter la totalité de la dette de l'émetteur. Cela est douteux puisque Yeled s'est endetté pour financer son offre à 5 ans à Euribor 12 mois + 2,20 % (page 19), soit de l'ordre de 2,70 %, un niveau bien inférieur à 5,4%, alors que cette dette est plus risquée car subordonnée de facto à celle de sa filiale Orchestra. Si un coût de la dette de 2,70 % avait été retenu pour le calcul du coût du capital, celui-ci aurait été plus bas de 0,3 % et la valeur de l'action plus haute de plus de 2 €.
6. En 2013, le présentateur avait crû bon d'ajouter à son calcul du coût des capitaux propres « *une prime spécifique de +1,5% qui tient compte de la taille du groupe, d'une faible liquidité du titre, d'un endettement lourd (gearing de 100%), d'une faible visibilité sur un certain nombre de variable qui peuvent influencer significativement les prévisions contenues dans le plan d'affaires (évolution du \$ ou du prix du coton par exemple), des incertitudes sur la bonne intégration de Prémaman, dont la consolidation pèsera significativement sur les comptes du groupe, et du caractère ambitieux du plan de développement dans un environnement de consommation dégradé en Europe* » (page 33).

En 2014, ce n'est plus 1,5 % qu'il ajoute, mais 3,5 % (page 34), soit une hausse de 133 %. L'explication donnée est la suivante : « *une prime de risque spécifique de 3,5% qui intègre à la fois le risque d'illiquidité du titre ORCHESTRA-PREMAMAN et le risque associé au plan d'affaires de la société. Ce dernier est construit sur des hypothèses volontaristes, tant sur le développement de l'activité dans un marché difficile et concurrentiel, que sur la rentabilité attendue des opérations (avant prise en compte de Home Market, la moyenne des ROCE attendue sur les 5 prochaines années était estimée à 12%. Elle s'élève à moins de 5% sur les cinq derniers exercices). Le risque sur le plan d'affaires est renforcé par un risque d'exécution réel sur la restructuration et le redressement des acquisitions, et sur l'incertitude pesant sur un certain nombre de variables (évolution du prix du coton, évolution de la parité Euro-Dollar)* »

Rien ne justifie cette majoration de cette prime en un an.

Le risque de l'activité de Orchestra, s'il a évolué en un an, a évolué à la baisse et non à la hausse : au risque de l'intégration de Prémaman en 2013 (237 magasins) qui est maintenant un succès (cf. l'évolution des résultats) se substitue celui, moindre, de Home Market (40 magasins).

² $13,08 \% \times 120 / (120 + 76) + 3,6 \% \times 76 / (120 + 76) = 9,40 \%$

Le flottant avant l'OPRA de 2013 était de 6,6 M€³. Au prix de l'OPAS RO, il est aujourd'hui de 4,6 M€, soit un montant trop peu différent pour justifier au titre de la liquidité une différence de prime.

Au demeurant, on observera que pour des opérations similaires (OPRO sur Supra en juillet 2012 et OPRA Banque Des Antilles Françaises BDAF en février 2013), les primes spécifiques ont été de 2,5 % pour Supra avec une capitalisation boursière de 11,3 M€ et un flottant de 0,165 M€, et de 2,28 % pour BDAF avec une capitalisation boursière de 84 M€ et un flottant de 0,250 M€. Orchestra capitalise 120 M€ au prix de l'OPAS RO avec un flottant de 4,6 M€, soit des chiffres nettement supérieurs à ceux de Supra et de BDAF. Il ne paraît donc pas nécessaire de majorer la prime prise en 2013 dans le cadre de l'OPRA (1,5%), si tant est que dans le cadre d'une OPAS RO, il convienne de retenir une prime d'illiquidité.

En effet, opposer aux actionnaires minoritaires une prime d'illiquidité dans le cadre d'une OPAS RO est un contre-sens et un abus manifestes puisque leurs actions vont leur être, qu'ils le veuillent ou non, rachetées par celui-ci en numéraire. Où est l'illiquidité qui justifierait une décote ? C'est comme si pour évaluer un terrain qui doit être exproprié pour la construction d'une autoroute, on lui appliquait une décote sous prétexte que plus personne ne veut l'acheter maintenant que le projet de construction d'une autoroute est connu.

Sans cette surprime de 2 %, le coût du capital ne serait plus de 11,6% mais de 9,9 %, d'où une hausse de la valeur de l'action de l'ordre de 20 €.

7. Le besoin en fonds de roulement évalué à 10 jours de chiffre d'affaires en 2013 (page 32). Il est maintenant évalué à 15 jours dans les premières années des projections (page 32) et à un peu moins de 20 jours ensuite (page 34). Ceci gonfle les variations du BFR et a un effet négatif, mais faible, sur la valeur de l'action.
8. La croissance des ventes en 2013 à l'issue du plan d'affaires avait été anticipée à un taux moyen de « +7% (*en partant d'un taux de +16% en 2015 que nous faisons décroître jusqu'à +4% en 2021*) » (page 32). Elle devient dans la version 2014, toujours à l'issue du plan d'affaires de l'entreprise, entre 2019 et 2023 : « *une croissance de +5% déclinant annuellement et linéairement vers le taux de croissance à l'infini (+1%)* » (page 33). Concrètement le taux de croissance des ventes de 2019 passe de 8% (dans les projections de 2013) à 5% (dans les projections de 2014), celui de 2020 de 6% à 4%, celui de 2021 de 4% à 3%, seul celui de 2022 (2%) est supérieur à ce qu'il était dans les projections de 2013 (1%). Ceci a bien sûr un impact négatif sur la valeur.
9. Les marges maintenant. Sur la période 2019-2023 à l'issue du plan d'affaires de l'émetteur, le présentateur prévoit « *un taux de marge d'Ebit moyen de 4,4%, en légère baisse par rapport aux prévisions du plan d'affaires (marge d'Ebit de 4,7% en moyenne) afin de refléter les incertitudes liées à l'évolution de la parité Euro – Dollar et l'intensification de la pression concurrentielle dans un environnement de consommation dégradé ;* » (page 33).

On pourrait sourire de lire en 2014 un présentateur qui n'a pas de doute quant à l'environnement de la consommation en 2019-2023, « *dégradé* » selon lui. On rappellera qu'il lui a échappé début 2013 que la marge d'exploitation courante de 2012-2013 allait être le triple de celle attendue seulement pour 2016-2017. Quant aux incertitudes sur l'évolution de la parité €/\$, si le présentateur souligne les risques pour Orchestra d'une baisse de l'euro contre le dollar (page 32), il se garde bien de relever les avantages d'une hausse de l'euro contre le dollar pour Orchestra. Et

³ 0,55 M d'actions à 12 € = 6,6 M€

sur ce couple de devises le plus négocié au monde, la probabilité d'une hausse est aussi forte que celle d'une baisse. Mais il est clair que tout ceci participe du même objectif : réduire les marges pour diminuer la valeur.

Penser qu'une entreprise qui double quasiment ses ventes en 5 ans n'est pas capable d'améliorer ses marges (le résultat courant d'exploitation 2013-2014 est déjà de 4,2 % des ventes), surtout dans la distribution où les effets volumes ne sont pas des mythes, laisse supposer que tous les coûts sont des coûts variables. La mécanique relevée à juste titre par le communiqué des résultats du 21 mai est tout autre. « *Cette amélioration est due pour l'essentiel à :*

- *Une augmentation du volume de marge brute générée par l'accroissement de l'activité*
- *Une baisse de 1.5 point du poids des charges d'exploitation (hors achats consommés) rapporté au chiffre d'affaires, grâce à l'augmentation de l'activité et à la maîtrise des coûts de structure*

Si les marges courantes ne montent pas au ciel, l'augmentation de l'activité de Orchestra va bien sûr les orienter à la hausse tout comme, depuis 2010, l'augmentation de l'activité les a orientées à la hausse (0,1 % en 2010-2011, 1,1 % en 2011-2012, 3,2 % en 2012-2013, 4,2 % en 2013-2014). Rappelons que les marges d'exploitation courantes de Inditex (Zara) et H&M, dont Orchestra se rapproche plus que des comparables choisis par le présentateur comme nous le montreront plus loin, sont de 18,4 % et de 17,3 %⁴ respectivement pour l'exercice clos. Orchestra a donc encore un potentiel réel d'amélioration de ses marges contrairement à ce que le présentateur affirme. Et d'ailleurs, Orchestra ne dit pas autre chose dans son communiqué de résultats du 21 mai 2014 : « *Les objectifs du Groupe sont la poursuite de l'accroissement de la rentabilité* ».

10. Ne reculant devant rien, le présentateur applique une décote de liquidité de 20 % (page 38 et 39), non à la valeur des actions comme habituellement lorsqu'une telle décote est pratiquée, mais à celles des actifs, alors que ce ne sont pas les actifs qui sont cédés mais les actions. Comme Orchestra est endettée, la valeur des actifs est plus importante que celle des capitaux propres et la décote en est ainsi maximisée. Rappelons que nous contestons vivement la pertinence d'une telle décote dans un contexte d'OPAS RO (voir point 6) qui fournit par définition une liquidité à l'actionnaire, rendant nul et non avenue le concept de décote de liquidité. Mais le présentateur abaisse ainsi la valeur de 5,1 €⁵.
11. Page 39, on ne manquera pas d'être choqué par l'application d'un multiple d'EBE à une perte d'EBE en 2014-2015 comme si celle-ci devait être pérenne. Rappelons, si besoin était, que les multiples s'appliquent à des résultats récurrents, ce qui ne saurait être le cas de Home Market dont l'initiateur prévoit le redressement dès 2015-2016 (son EBE passant de - 6,1 M€ en 2014-2015 à + 1,9 M€ en 2015-2016). En attendant, la valeur de l'action baisse ainsi de 4,6 €⁶ dans les calculs du présentateur.
12. Le taux d'impôt effectif sur les sociétés retenu est de 33,3 % (page 34) contre 30 % dans les comptes 2013-2014 publiés et 30% dans le rapport de l'expert indépendant de l'OPRA de 2013. L'initiateur fait ainsi baisser la valeur de 5,5 €.
13. Page 38, le présentateur développe une intéressante analyse qui montre que le ratio des investissements d'Orchestra sur le chiffre d'affaires est beaucoup plus élevé : 6 à 8 % entre 2013-2014 et 2015-2016 que celui des comparables qu'il a choisis : 1,7 % à 2,7 %.

⁴ Source Exane BNP Paribas.

⁵ $76,6 \text{ M€} \times 20 \% / 3 \text{ M} = 5,1 \text{ €}$

⁶ $(- 6,1 \text{ M€} \times 5,7) \times (1 - 20 \%) / 3 \text{ M} / 2 = 4,6 \text{ €}$

Mais il n'en tire pas les conséquences qui s'imposent ni ne donne d'explications. Du fait de la lourdeur de ses investissements due à la taille de ses nouveaux magasins⁷, Orchestra se rapproche nettement de H&M et de Inditex qui, justement, ont un ratio d'investissements sur ventes de 6% et 8% respectivement⁸, beaucoup plus que des comparables choisis par le présentateur.

H&M et Inditex sont des comparables au moins aussi pertinents pour Orchestra que le sont Damartex, Vet Affaires, etc. retenus dans la note d'OPAS RO : ils sont dans le même métier, avec des taux de croissance comparables, mais d'une taille beaucoup plus grosse. Damartex, Vet Affaires, etc. sont, quant à eux, dans le même métier, d'une taille comparable mais sans croissance significative de leur activité. Or le multiple dépend beaucoup des taux de croissance des résultats.

En appliquant des multiples de sociétés qui ne croissent plus ou plus guère à l'EBE de Orchestra dont l'EBE est attendu en croissance de 15 % par an sur les 5 prochaines années, le présentateur réussit à minorer significativement la valeur de l'action Orchestra. En effet, les multiples des sociétés en faible croissance sont plus petits que ceux des sociétés en forte croissance.

Evidemment prendre le multiple de Inditex ou de H&M n'aurait aucun sens puisque Orchestra est une société beaucoup plus petite et donc plus risquée. Mais entre le 5,7 fois pour 2014 retenu par le présentateur (page 39) et le 14,4 fois pour Inditex et le 15,5 fois pour H&M⁹, il y a une marge substantielle.

B - Les zones d'ombre qui mériteraient éclaircissements sont les suivantes.

1. Contrairement à la note d'OPRA de 2013 (page 33), il n'est pas fait mention dans le projet de note d'OPAS RO d'immobilisations financières qui, en 2013, avaient été valorisées pour 7,2 M€, soit 2,4 € par action. Peut-être ont-elles été cédées depuis et il est logique qu'elles n'apparaissent plus. Mais peut-être ont-elles été omises ?
2. Contrairement à la note d'OPRA de 2013 (page 33), il n'est pas fait mention dans le projet de note d'OPAS RO du report fiscal déficitaire qui, en 2013, avait été valorisé pour 4,3 M€, soit 1,4 € par action. Le peu d'informations données dans le communiqué des résultats 2013-2014 ne permet pas de s'assurer qu'il a été intégralement utilisé sur cet exercice. L'a-t-il été ou pas ?
3. Contrairement à la note d'OPRA de 2013 (page 33), il n'est pas fait mention dans le projet de note d'OPAS RO de la créance Mestre qui, en 2013, avait été valorisée pour 2,7 M€, soit 0,9 € par action. Peut-être a-t-elle été cédée ou remboursée depuis ? Mais peut-être ne l'a-t-elle pas été ?
4. Des provisions au bilan pour un montant de 5,3 M€ (page 35) sont retirées de la valeur de l'actif économique pour aboutir à la valeur des capitaux propres. Ce qui est parfaitement correct dès lors que les charges futures correspondant à ces provisions n'apparaissent pas

⁷ Les Echos du 21 mai rappellent le projet d'Orchestra de construire un « centre commercial géant autour de l'enfant » avec 40 000 m² d'entrepôts logistiques dans le Nord de la France pour 35 M€, à l'instar de Saint-Aunès, près de Montpellier avec 32 000 m² qui aurait coûté 30 M€. D'où la ligne de crédit de 177 M€ mise en place en 2013 par un pool de 14 banques.

⁸ Source : Exane BNP Paribas

⁹ Source : Exane BNP Paribas

dans le plan d'affaires. Car alors elles seraient comptées deux fois. L'impact par action pourrait être de 1,8 €.

5. On apprend page 6 de la note d'OPAS RO qu'un autre expert s'est prononcé en mars 2014 sur une valeur de 30,18 € par DCF. Y-a-t-il eu un autre plan d'affaires produit à cette occasion permettant de trouver une valeur nettement plus faible que celle présentée par le présentateur de l'OPAS RO ?

II - Commentaires sur le travail de l'expert indépendant

Son travail est contenu dans le projet de note en réponse à la note d'information de l'OPAS RO, daté du 26 mai 2014, pages 20 à 63, disponible sur le site de l'AMF et d'Orchestra.

La valeur de l'action Orchestra est approchée dans le rapport de l'expert indépendant selon une méthode principale d'évaluation intrinsèque par actualisation des flux de trésorerie disponibles et selon une méthode retenue à titre secondaire d'évaluation par analogie avec des comparables boursiers. Toutes les deux aboutissent à une valeur de l'ordre de 40 €.

Analyse de l'évaluation intrinsèque par actualisation des flux de trésorerie disponibles.

Contrairement aux travaux du présentateur, l'expert indépendant retient un coût du capital qui correspond aux caractéristiques actuelles du marché financier et de la société à évaluer : 8,90 % contre 11,6% pour le présentateur.

Dès lors on ne peut qu'être intrigué par le fait que tous les deux trouvent une même valeur par cette méthode : 39,49 € pour l'expert indépendant et 38,70 € pour le présentateur. On est d'autant plus étonné que tous deux montrent des sensibilités de la valeur de l'action au taux d'actualisation importantes et similaires : 4,6 € pour l'expert indépendant et 4,3 € pour le présentateur pour un changement de 0,5 point du taux. Avec un écart de 2,7 points dans le taux d'actualisation on devrait avoir un écart considérable dans les valeurs. Or il n'en est rien.

L'explication tient aux hypothèses que l'expert indépendant a prises quant à la croissance et aux résultats d'Orchestra après le dernier exercice du plan d'affaires fourni par l'émetteur.

La croissance de l'activité s'effondre en effet brutalement d'une moyenne de **14,1 % par an** (page 18) entre 2014 et 2018 à **1,5 %** au-delà (page 19).

Le résultat d'exploitation, de son côté, est retenu (page 19 du rapport) pour **2,4 %** des ventes¹⁰ à partir de 2019 contre de l'ordre de **5 %** les années précédentes. Rappelons qu'Orchestra a dégagé pour son dernier exercice clos 2013-2014 un résultat d'exploitation courant de **4,2 % et de 4,0 %** des ventes sur l'exercice 2012-2013.

Penser qu'une entreprise qui a doublé quasiment ses ventes en 5 ans entre 2013 et 2018 est, non seulement pas capable d'améliorer significativement ses marges sur la période, mais qu'en plus celles-ci vont être divisées par **deux** dès la fin du plan d'affaires, est très surprenant surtout dans

¹⁰ EBITDA de 6,5% des ventes moins amortissements de 4,1 % des ventes

le secteur de la distribution où les effets volume ne sont pas des mythes. La mécanique relevée à ce titre par Orchestra dans son communiqué des résultats du 21 mai 2014 est tout autre. « *Cette amélioration est due pour l'essentiel à :*

- *Une augmentation du volume de marge brute générée par l'accroissement de l'activité*
- *Une baisse de 1,5 point du poids des charges d'exploitation (hors achats consommés) rapporté au chiffre d'affaires, grâce à l'augmentation de l'activité et à la maîtrise des coûts de structure*

Si les marges courantes ne montent pas au ciel, l'augmentation de l'activité de Orchestra va bien sûr les orienter à la hausse tout comme, depuis 2010, l'augmentation de l'activité les a orientées à la hausse (0,1 % en 2010-2011, 1,1 % en 2011-2012, 3,2 % en 2012-2013, 4,2 % en 2013-2014). Rappelons que les marges d'exploitation courantes de Inditex (Zara) et H&M, dont Orchestra se rapproche plus que des comparables choisis par l'expert indépendant comme nous le montreront plus loin, sont de 18,4 % et de 17,3 %¹¹ respectivement pour l'exercice clos. Orchestra a donc encore un potentiel réel d'amélioration de ses marges que le plan d'affaires de l'émetteur occulte soigneusement, sans la moindre critique de l'expert indépendant. Pourtant Orchestra affirme dans son communiqué de résultats du 21 mai 2014 : « *Les objectifs du Groupe sont la poursuite de l'accroissement de la rentabilité* ».

L'expert indépendant justifie (page 19 de son rapport) cette baisse massive, brutale et définitive du taux de croissance et du taux de marge d'exploitation dans ses projections personnelles au-delà du plan d'affaires de l'émetteur par 3 arguments principaux :

1. *« un accroissement prévisible de l'intensité concurrentielle dans un environnement économique en baisse ;*
2. *la baisse attendue du taux de change €/€ qui n'est pas pris en compte dans le plan d'affaires du management et dont l'impact est significatif sur les marges de la société ;*
3. *la théorie du cash-flow fade ou érosion progressive de la rente de l'entreprise au vu de l'absorption de nouveaux paliers de charges fixes à l'infini. »*

Sur le point 1, on ne pourra qu'être surpris par le pessimisme de l'expert indépendant sur le climat économique dans 5 ans, surtout pour un groupe dont la croissance devrait se situer principalement hors de France (les ventes 2013-2014 ont progressé de 14 % en France mais de 44 % à l'international) et qui est actif « *dans plus de 50 pays* » (page 8). On note que l'on retrouve le même trait de caractère chez le présentateur qui parlait d'« un environnement de la consommation dégradé » en 2019 (page 33 du projet de note d'OPAS RO). En tout état de cause, il s'agit d'une affirmation non étayée par des études appropriées.

Sur le point 2, l'affirmation d'une « *baisse attendue* » de l'euro contre le dollar laisse pantois, comme si cela était une évidence communément partagée, alors que le rapport de l'expert indépendant ne mentionne qu'une seule étude de HSBC (*HSBC Global Research Currency Outlook – Currency Strategy March 2014*) à l'appui de cette affirmation. Pour une étude de HSBC qui irait dans ce sens, il n'est pas à douter que l'on pourrait en trouver d'autres de banques de même qualité qui iraient dans le sens inverse. En effet, sur le couple de devises le plus négocié au monde, la probabilité d'une hausse est aussi forte que celle d'une baisse, et bien malin est celui qui peut prédire avec certitude l'évolution du dollar au-delà de 2019.

Si l'impact du dollar sur le compte de résultat de Orchestra n'est pas à nier, il aurait été plus pertinent, si on voulait en simuler l'impact, de prendre le taux de change à terme. Et celui-ci ne

¹¹ Source Exane BNP Paribas.

montre pas la tendance prophétisée par l'expert indépendant : la page 39 de l'étude HSBC¹² montre un taux à terme **identique** au taux spot. Dans ce domaine, le présentateur a été plus prudent en parlant « *d'incertitudes* » sur l'évolution de la parité \$/€ (page 33 de la note d'OPAS RO).

La lecture de la note de HSBC montre que la prévision de parité \$/€ de 1,25 ne vaut que sur l'année 2015 (page 42 de cette étude), aucune prévision n'est donnée au-delà, et en particulier par à partir de 2019.

La lecture de la note de HSBC montre aussi un consensus de marché mi 2014 à 1,343 et mi 2015 à 1,3 soit le taux de change qui a servi à construire le plan d'affaires (page 15 du rapport de l'expert indépendant)

L'expert indépendant est donc totalement infondé à appliquer les prévisions de parités pour 2015 (uniquement) à des parités pour 2019 et au-delà, surtout venant d'une banque qui indique que ses prévisions à court terme diffèrent de celles du consensus.

On notera que si le plan d'affaires d'Orchestra a été construit sur une hypothèse de taux de change \$/€ de 1,3 (page 15 du rapport), l'expert indépendant ne relève pas que le taux de change actuel est de 1,36. Les marges dégagées effectivement par Orchestra en ce moment doivent donc être supérieures à celles prévues au plan d'affaires.

Sur le point 3, la théorie du cash flow fade, comme son nom l'indique, implique une diminution **progressive** de la rentabilité économique de l'entreprise, en général sur des durées de 5 à 20 ans, vers son coût du capital ou vers son coût du capital plus un ou deux points afin de tenir compte d'avantages durables (marques, emplacements, etc.). Elle ne prévoit pas un effondrement **brutal, massif et définitif** des taux de croissance et des marges à la fin d'un plan d'affaires (ici en 2019).

Il est clair que ces 3 points participent du même objectif : réduire la croissance et les marges au delà du plan d'affaires de l'émetteur pour diminuer la valeur de l'action. En effet, il y a peu de doutes que l'expert indépendant, s'étant rendu compte que le taux d'actualisation utilisé par le présentateur n'était pas un taux de marché et qu'il ne pouvait pas le retenir, a dû « travailler » les projections au-delà du plan d'affaires qui sont de son ressort, afin de retrouver une valeur correspondant aux souhaits de l'initiateur de cette OPAS RO.

D'où le caractère non progressif de son cash flow fade, contraire à la théorie et à la pratique professionnelle, qui le conduit probablement à un taux de rentabilité économique d'Orchestra à partir de 2019 en-dessous du coût moyen pondéré du capital de 8,9 %. En reconstituant à peu près son modèle de valorisation, à partir des indications données dans son rapport, j'aboutis avec ces hypothèses à une rentabilité économique de 8 %, laissant supposer qu'Orchestra détruirait de la valeur à ce moment-là. Le point vaudrait la peine d'être vérifié.

Notons pour terminer deux points qui mériteraient éclaircissements.

1. Le taux d'impôt effectif sur les sociétés retenu est de 33,3 % (page 19) contre 30 % dans les comptes 2013-2014 publiés et 30% dans le rapport de l'expert indépendant de l'OPRA de 2013 (page 69 de la note d'OPRA). La valeur de l'action Orchestra est ainsi réduite de 4 € environ.

¹² disponible sur Internet page http://www.business.hsbc.co.uk/1/PA_esf-ca-app-content/content/pdfs/en/currency_outlook.pdf dans son numéro d'avril 2014.

2. Le besoin en fonds de roulement est retenu à 24 jours de chiffre d'affaires (page 19) dans le plan d'affaires d'Orchestra alors que le présentateur indique (page 32 de la note d'OPARO) qu'il « *représente un peu plus d'une quinzaine de jours de CA sur la durée du plan.* » Il serait bon que cette lecture différente soit matériellement unifiée. Un besoin en fonds de roulement plus élevé conduit à une moindre valeur de l'action.

Analyse de l'évaluation par analogie avec des comparables boursiers

La qualité des résultats de cette méthode dépend beaucoup de la qualité des entreprises comparables retenues.

Et sur ce sujet, l'expert indépendant semble mal à l'aise. En effet, il qualifie l'évaluation par les multiples de sociétés comparables de méthode retenue à « *titre secondaire* » (page 25) et il n'en donne une justification qu'à l'extrême fin de son rapport « *au vu du manque global de comparabilité de l'échantillon retenu.* » (page 34). C'est à lui en tant qu'expert de confectionner un échantillon qui permette d'obtenir un bon niveau de comparabilité et l'on verra dans les paragraphes qui suivent que l'on est malheureusement loin de cet objectif.

Ainsi page 26, l'expert indépendant explique qu'il n'a pas retenu le multiple du résultat d'exploitation « *dans la mesure où un certain nombre des comparables de notre échantillon présentent des EBIT négatifs pour les exercices 2013 et 2014* ». Si des comparables retenus par l'expert indépendant présentent des résultats d'exploitation négatifs alors que Orchestra en présente des positifs historiquement et dans les prévisions utilisées, sont-ils vraiment des comparables pertinents ? Un expert qui évaluerait Volkswagen, société en excellente santé comme Orchestra, n'irait pas lui appliquer les multiples de Peugeot dont on connaît la situation. Une société en croissance ne s'évalue pas, quelle que soit sa taille, avec les mêmes multiples que ceux d'une société en crise ou en retournement. A titre illustratif, le multiple des ventes 2014 de Volkswagen est de 0,42 fois et celui de Peugeot de 0,19 fois¹³. Utiliser le multiple de Peugeot pour valoriser l'action Volkswagen aboutirait à sous-évaluer celle-ci de 54 % (89 € contre 195 €) par rapport au cours de bourse actuel.

Page 29, l'expert explique qu'il a dû éliminer de son échantillon un certain nombre de sociétés dont certaines en « *raison liée aux résultats des sociétés : Adolfo Dominguez (dont les marges d'EBITDA et d'EBIT attendues pour les exercices 2013 et 2014 sont très faibles voire négatives), French Connection (EBITDA et EBIT 2013 négatifs)* ». Mais la consultation de la page 36 de son rapport montre que Charles Voegele aurait dû, à cette aune, être aussi éliminé puisque ses marges de résultat d'exploitation de 2011 à 2014 sont négatives ou nulles et que ses marges d'EBE ne redeviennent positives qu'en 2013 et faiblement en 2014 (de l'ordre du tiers de celles d'Orchestra).

Compte tenu de son statut de société en difficulté (ses résultats nets de 2011 à 2015 sont chaque année négatifs), l'inclusion de Charles Voegele dans l'échantillon a pour effet de faire tomber la médiane de **0,55** à **0,5** pour le multiple 2014 du chiffre d'affaires et de **7,35** à **5,63** pour le multiple de l'EBE 2014, les deux seuls multiples utilisés par l'expert (page 29). En effet et sans surprise vu sa situation économique et financière, Charles Voegele présente les multiples de loin les plus bas. L'impact de cette inclusion sur la valeur de l'action est de minorer la valeur de l'action de 12,6 €, toutes choses étant égales par ailleurs.

¹³ Source Exane BNP Paribas

Indépendamment de ceci, il est abusif et erroné d'appliquer les multiples des sociétés d'un échantillon dont les membres ont un taux de croissance moyen de l'EBE entre 2013 et 2015 de 4,5%¹⁴, à une société dont le taux de croissance de l'EBE a été de 61 % par an de 2010 à 2013 et est anticipé par Orchestra sur les 5 prochaines années à 14 % par an, soit la croissance de ses ventes (page 32 de la note d'OPAS RO : « *Les prévisions de marge d'Ebitda évoluent peu. Elles sont comprises entre 9,6% et 10,1% du chiffre d'affaires* »).

Aucun évaluateur rigoureux n'irait, par exemple, appliquer les multiples d'EBE d'Orange à ceux de Iliad-Free. Le premier a une croissance de son EBE entre 2013 et 2015 attendue à - 3,2 % par an contre + 13 % par an pour le second. Orange est valorisé sur la base de 4,1 fois son EBE 2013, Free de 10,1¹⁵. Le fait que Orange et Iliad soient de taille bien plus importante que Orchestra ne change rien à ce fait universellement connu qui veut que les sociétés de croissance soient valorisées sur la base de multiples plus élevés que des sociétés qui ne sont pas en croissance.

C'est parce qu'il s'était affranchi de ce principe que l'expert indépendant de l'OPRA de 2013¹⁶ a pu attester équitable un prix de **12 €**, alors qu'un mois après la fin de l'OPRA, et sans nouvelle information, le cours d'Orchestra était de **24 €** et que l'émetteur publiait les caractéristiques un programme de rachat d'actions avec un prix maximum de l'action de **60 €**, qu'il mit immédiatement en œuvre à des prix d'achat s'échelonnant entre **15 et 41 €** dans les 6 mois qui suivirent.

Il est regrettable que l'expert indépendant nommé, cette fois pour une offre (OPAS suivie d'un RO) conduisant inéluctablement à une expropriation, fasse la même erreur.

Grâce aux données de la page 29, il est possible d'établir le taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires et de l'EBE des sociétés retenues par l'expert indépendant dans son échantillon :

Charles Voegele Holding AG :	- 1,1 % et 41 % ;
KappAhl AB :	- 0,9 % et 7,8 % ;
Pumpkin Patch Ltd :	- 8,3 % et -7,2 %
Children's Place Retail Stores Inc :	- 0,7 % et 0,6 %
Mothercare Plc :	1,9 % et 16,5 %.

Soit un taux de croissance médian 2013 - 2015 pour le chiffre d'affaires de - 0,9 % et de 7,8 % pour l'EBE, Charles Voegele **inclus** ; et - 0,8 % et 4,2 % Charles Voegele **exclus**. Ces taux de croissance sont **très significativement inférieurs** à ceux de Orchestra, dont la croissance des ventes et de l'EBE sur les 5 prochaines années est attendue à 14,1 % par an¹⁷.

L'introduction par l'expert dans son échantillon de sociétés du même secteur, comparables par leur taux de croissance comme Inditex et H&M, qui disposent de points de vente de grande taille comme Orchestra en développe depuis quelques temps, lui aurait permis de lever ses doutes quant à la comparabilité de son échantillon réduit.

Certes Inditex (marque Zara) et H&M sont d'une taille bien supérieure à celle de Orchestra, mais

¹⁴ Calcul effectué à partir des données du premier tableau de la page 29 du rapport de l'expert indépendant.

¹⁵ Source Exane BNP Paribas.

¹⁶ Voir page 63 de la note d'OPRA.

¹⁷ Voir page 18 du rapport de l'expert indépendant et page 32 de la note d'OPAS RO.

les taux de croissance de leur activité et de leur EBE sont proches de celui de Orchestra : respectivement 9,0 % par an et 10,8 % par an pour les ventes des 3 prochaines années et 9,3 % par an et 7,0 % par an pour les EBE des 3 prochaines années¹⁸. Le problème de taille aurait très bien pu être traité par des décotes de taille, domaine dans lequel l'expert indépendant excelle comme nous allons le voir maintenant.

Page 30 de son rapport, l'expert indépendant souhaitant utiliser une décote de taille, utilise à cet effet les données de la société Genesta, dont il conviendrait de s'assurer qu'elles sont largement utilisées par les professionnels, ce qui n'est pas notre sentiment. Une première décote de 7 % est ainsi calculée, due à la faible capitalisation boursière de Orchestra.

Puis, page 31, il calcule une seconde décote, de liquidité liée cette fois à la taille du flottant en montant absolu, pour un montant forfaitaire (10 %) non expliqué. Dans la mesure où une entreprise de faible taille en montant absolu a de bonnes chances d'avoir aussi un flottant en montant absolu de faible taille (on ne voit pas comment elle pourrait avoir un flottant en montant absolu de bonne taille . . .), cette seconde prime est redondante avec la première. Cette seconde prime permet de faire baisser la valeur de l'action Orchestra de 8 €¹⁹.

Rappelons qu'opposer aux actionnaires minoritaires une prime d'illiquidité dans le cadre d'une OPAS RO est un contre-sens et un abus manifestes puisque leurs actions vont leur être, qu'ils le veuillent ou non, rachetées en numéraire. Où est l'illiquidité qui justifierait une décote ? C'est comme si pour évaluer un terrain qui doit être exproprié pour la construction d'une ligne TGV, on lui appliquait une décote sous prétexte que plus personne ne veut l'acheter maintenant que le projet de construction d'une ligne TGV est connu.

Page 31, l'expert indépendant calcule une troisième décote, tout aussi forfaitaire que la précédente et cette fois de 5 %. Il l'explique ainsi : « *liée à l'acquisition du réseau Home Market, afin de tenir compte de l'aléa relatif lié à l'intégration de ce réseau au groupe Orchestra-Prémaman sur les comptes prévisionnels 2014.* ». Cette troisième décote minore la valeur d'Orchestra de 12 M€²⁰ (correspondant à 4,0 €²¹ par action), soit plus que le montant de l'acquisition de Home Market (8 M€, page 26 du projet de note d'OPAS RO). Ceci pour une société dont l'émetteur prévoit le redressement dès 2015 (son EBE passant de - 6,1 M€ en 2014 à + 1,9 M€ en 2015²²). Ayant brillamment réussi l'intégration des 237 magasins de Prémaman, celle des 40 magasins de Home Market ne devrait pas présenter une difficulté telle qu'il faille décoter de 4 € la valeur de l'action Orchestra.

On notera que de son côté, l'initiateur de l'offre a relevé son prix initial de 37,75 € à 40 € du seul fait de cette acquisition (page 6 du projet de note en réponse). Qu'est-ce qui autorise dans ces conditions l'expert indépendant à abaisser la valeur de l'action Orchestra de 4 € du fait de cette acquisition créatrice de valeur selon l'émetteur et l'initiateur et qu'il juge implicitement destructrice de valeur sans en donner la moindre explication ? Si celle-ci n'avait pas eu lieu, aurait-il conclu au caractère non équitable de cette offre initialement à 37,75 € sachant que sa valorisation de l'action Orchestra aurait alors été de 40,99 € (page 31) + 4 € = 45 € ? Ou aurait-il trouvé un autre artifice pour la ramener en dessous de 37,75 € ?

¹⁸ Les chiffres de Inditex et H&M sont de source Exane BNP Paribas.

¹⁹ $((0,5 \times 10 \% \times 477,759) + (5,63 \times 10 \% \times 44,263)) / 2 / 3 = 8,1 \text{ €}$.

²⁰ $((0,5 \times 5 \% \times 477,759) + (5,63 \times 5 \% \times 44,263)) / 2 = 12 \text{ M€}$.

²¹ $12 \text{ M€} / 3 = 4 \text{ €}$.

²² Voir la page 39 du projet de note d'OPAS RO.

Ces trois décotes successives de 7 %, 10 % et 7 % aboutissent à une décote totale de 22 % que l'expert indépendant applique non, à la valeur des actions, mais à celle des actifs. Comme Orchestra est endettée, la valeur des actifs est plus importante que celle des capitaux propres et l'impact de ces 3 décotes sur la valeur de l'action en est ainsi maximisée. L'expert indépendant abaisse ainsi la valeur de 5,0 €²³ supplémentaires.

Or ce mode de calcul est en contradiction avec l'approche méthodologique retenue par l'expert indépendant pour établir ses décotes. En effet, pour la première décote, celle de taille, il compare la capitalisation boursière d'Orchestra à la capitalisation boursière de ses comparables. Il ne compare pas la valeur des actifs d'Orchestra à la valeur des actifs des sociétés comparables. Dès lors il ne peut pas en toute rigueur appliquer la décote qu'il a ainsi calculée à autre chose que la valeur des capitaux propres d'Orchestra et certainement pas à la valeur de ses actifs.

La même remarque peut être faite concernant la décote de liquidité, dont nous contestons par ailleurs le fondement même dans le cadre d'une OPAS RO. En effet, l'expert indépendant compare le flottant en bourse d'Orchestra au flottant en bourse des sociétés comparables. Dès lors, il ne peut pas en toute rigueur appliquer la décote qu'il a ainsi calculée à autre chose que la valeur des capitaux propres d'Orchestra et certainement pas à la valeur de ses actifs.

Page 31, on remarquera que le multiple des ventes donne une valeur de l'action plus petite (39,74 €) que celle obtenue par le multiple de l'EBE (42,23 €). La raison en est l'inclusion de deux entreprises dont les marges d'EBE sont significativement inférieures à celle d'Orchestra : Charles Voegele et Mothercare. Or l'utilisation des multiples de chiffre d'affaires n'est pertinente que si les niveaux de marges sont comparables entre les sociétés, ce qui n'est pas le cas ici.

En se contentant de corriger le travail de l'expert indépendant des seuls défauts les plus flagrants :

- l'inclusion dans l'échantillon d'une société en difficultés (Charles Voegele) pour valoriser une société en croissance ;
- la prise en compte d'une décote de liquidité dans le cadre d'une expropriation qui donne naturellement une liquidité ;
- la prise en compte d'une décote liée à l'acquisition de Home Market ;

on aboutit à une valeur de l'action Orchestra de **69,9 €**²⁴.

Méthodes écartées par l'expert indépendant

Il écarte « l'acquisition de la société « Du Pareil Au Même » par H Partners Capital en mars 2008 qui a extériorisé un multiple d'EBITDA de 7,2. » Il utilise comme prétexte « Cette transaction s'avère trop ancienne et les conditions d'acquisition sont trop différentes d'une offre publique pour que cette transaction puisse être retenue dans notre échantillon. ». Cette OPA suivie d'un RO sur un montant peu différent de la valeur d'Orchestra au prix d'offre de 40 € (98 M€ contre 120 M€) est intervenue dans un contexte financier déjà dégradé : la crise des *subprimes* avait éclaté 9 mois auparavant, Bear Stearns venait de faire faillite ; et qui n'avait rien à voir avec celui dans lequel nous nous trouvons. Malgré cela, le multiple utilisé était de **7,2 contre 4,3** dans l'offre envisagée²⁵, soit 71 % de plus. On peut dire, en négligeant la différence de contexte boursier, qu'une partie de cet écart de 71 % est due à

²³ 68,6 M€ x 22 % / 3M = 5,0 €

²⁴ (((0,55 x 477,759 + 7,35 x 44,263) / 2) – 68,556) / 3) x (1 – 7%) = 69,9 €

²⁵ (3 M x 40 € + 68,6 M€) / 44,3 M€ = 4,3

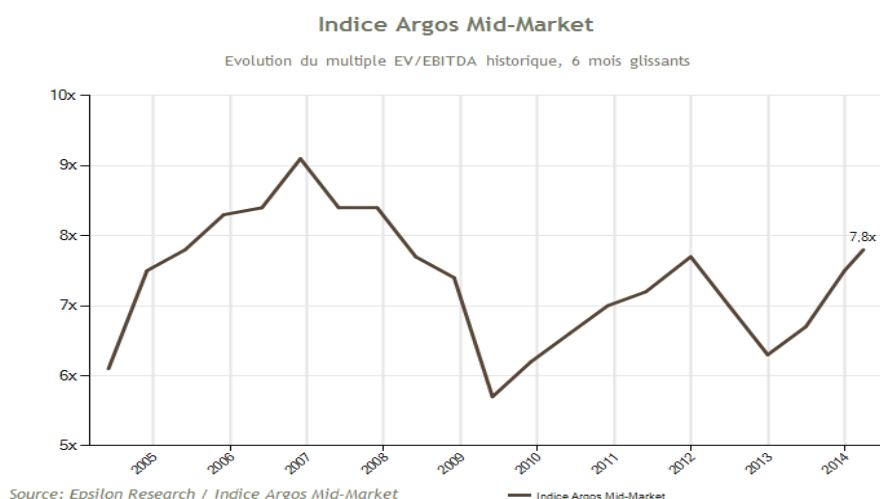
la prime de contrôle et l'autre à la sous-évaluation de l'action Orchestra.

L'expert indépendant ne s'est pas penché sur les conditions dans lesquelles l'entreprise de distribution textile Camaieu a été retirée de la cote boursière il y a moins de 3 ans, en juin 2011. Le prix d'offre de 214,46 € fait apparaître un multiple de l'EBE 2011 de **6,9²⁶ contre 4,3** dans l'offre envisagée, soit 60% de plus.

On pourrait arguer pour disqualifier cette nouvelle référence qu'il s'agit de distribution textile féminine et non pour enfants. Cela dit la convergence de ces deux multiples de RO, 7,2 et 6,9, interpelle. Leur médiane appliquée à Orchestra donnerait une valeur de l'action de **81 €²⁷** à comparer au prix proposé de l'OPAS RO de 40 €.

L'examen des 10 OPR ou OPAS suivies d'un RO intervenues depuis janvier 2013, visant comme pour Orchestra un flottant de moins de 10 M€, montre que le multiple d'EBE appliqué a été compris entre **6,4 et 15,2²⁸**.

A titre de comparaison, le multiple d'EBE historique observé sur les cessions d'ETI européennes cotant entre 15 et 150 M€, correspondant parfaitement au cas de Orchestra, publié par Argos Soditic, est de **7,8** au premier trimestre 2014.



Ces différents chiffres montrent qu'une expropriation à 4,3 l'EBE 2013 constituerait un record bas sur la place de Paris et ce alors que Orchestra est l'une des entreprises cotées connaissant une croissance de son activité et de ses résultats parmi les plus élevées. Cela ne saurait en aucun cas constituer une opération équitable.

²⁶ 214,46 € x 6,042 M d'actions – 61 M € de liquidités nettes, divisé par un EBE 2011 estimé à 178 M€, fait apparaître un multiple de 6,9.

²⁷ $((7,2 + 6,9) / 2 \times 44,3 \text{ M€ d'EBE} - 68,6 \text{ M€ de dettes nettes}) / 3 \text{ M d'actions} = 81 \text{ €}$

²⁸ Voir annexe pour les détails des calculs.

Annexe : Multiple d'EBE dans les OPR RO pourtant sur moins de 10 M€ de flottant depuis janvier 2013

Emetteur	% du capital visé	Montant visé en M€	Date	Multiple de l'EBE sur prix d'offre	Commentaire
Cottin frères	8,26 %	0,5	juin 2014	-	Holding valorisée par ANC
Néotion	2,85 %	0,7	février 2014	9,4	
Lacie	4,98 %	8,1	décembre 2013	8,3	
Fala	2,70 %	3,6	décembre 2013	7,9	
Hologram	4,35 %	8,3	décembre 2013	11,2	
Aedian	41%	9,1	août 2013	6,4	
Biscuit Gardeil	2,58 %	0,3	mai 2013	-	EBE négatif
Autoescape	3,57 %	0,8	avril 2013	15,2	
Rue du commerce	3,51 %	3,6	février 2013	-	pas de multiple d'EBE extériorisé
Supra	4,47 %	0,5	février 2013	-	EBE négatif
Moyenne				9,7	
Médiane				8,6	

Source : notes d'opération disponibles sur le site de l'AMF.