

## PROJET DE NOTE D'INFORMATION

PRESENTEE PAR



**EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE HUIS CLOS INITIEE PAR LA SOCIETE BG2P**



Le présent projet de note d'information en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'"AMF") en date du 18 mai 2009 et conformément aux articles 231-19 et 231-26 de son Règlement général.

**Le projet d'offre publique d'achat simplifiée et le présent projet de note d'information en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.**

Le présent projet de note d'information en réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de Huis Clos ([www.huisclos.com](http://www.huisclos.com)), et mis gratuitement à la disposition du public au siège de Huis Clos (35, square Raymond Aron 76130 Mont Saint Aignan).

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Huis Clos requises par l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF seront mises à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique selon les mêmes modalités.

Un avis financier sera publié, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, dans un quotidien financier de diffusion nationale pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

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

# SOMMAIRE

Pages

<b>1</b>	<b>CONTEXTE DE L'OFFRE</b> .....	<b>3</b>
1.1.1	<i>Rappel des conditions de l'Offre</i> .....	3
1.1.2	<i>Apports d'actions Huis Clos par GRB, René Bertin et SFPP à BG2P</i> .....	3
1.1.3	<i>Distribution de dividende</i> .....	3
<b>2</b>	<b>ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE</b> .....	<b>4</b>
<b>3</b>	<b>INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE</b> .....	<b>5</b>
3.1.1	<i>Répartition du capital de la Société préalablement à la réalisation des Apports</i> .....	5
3.1.2	<i>Répartition du capital de la Société à la suite de la réalisation des Apports et à la date de l'ouverture de l'Offre</i> 5	
3.1.3	<i>Restriction à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions de la Société, clauses portées à la connaissance de la Société</i> .....	6
3.1.4	<i>Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L.233-7 et L.233-12 du Code de commerce</i> .....	6
3.1.5	<i>Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux</i> .....	6
3.1.6	<i>Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier</i> .....	6
3.1.7	<i>Accords entre actionnaires dont la société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote</i> .....	6
3.1.8	<i>Composition des organes sociaux et de direction de Huis Clos</i> .....	6
3.1.9	<i>Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration</i> .....	7
3.1.10	<i>Règles applicables à la modification des statuts de la Société</i> .....	7
3.1.11	<i>Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions</i> .....	7
3.1.12	<i>Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société</i> 8	
3.1.13	<i>Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique</i> 8	
<b>4</b>	<b>RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT</b> .....	<b>9</b>
<b>5</b>	<b>AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE HUIS CLOS</b> .....	<b>35</b>
<b>6</b>	<b>INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE HUIS CLOS</b> .....	<b>37</b>
<b>7</b>	<b>INFORMATIONS CONCERNANT HUIS CLOS</b> .....	<b>38</b>
<b>8</b>	<b>PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN REPONSE</b> .....	<b>39</b>

### 1.1.1 Rappel des conditions de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-13, 233-1 2° et 234-5 du Règlement Général de l'AMF, la société BG2P, société par actions simplifiée au capital de 10 000 euros, dont le siège social est 35, square Raymond Aron, 76130 Mont Saint Aignan, immatriculée sous le numéro unique d'identification 512 331 273 RCS Rouen (ci-après "**BG2P**" ou l'"**Initiateur**"), s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à proposer aux actionnaires de la société Huis Clos société anonyme au capital de 1 568 000 euros, dont le siège social est 35, square Raymond Aron, 76130 Mont Saint Aignan (ci-après "**Huis Clos**" ou la "**Société**") et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext sous le code FR0000072357, d'acquiescer la totalité de leurs actions Huis Clos au prix de 36 euros par action (coupon détaché) dans les conditions décrites ci-après (ci-après l'"**Offre**").

L'Offre vise la totalité des 625 656 actions émises par Huis Clos dont l'Initiateur n'est pas propriétaire à la date de l'ouverture de l'Offre.

En application de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, BANQUE PALATINE, en sa qualité d'établissement présentateur de l'Offre a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 18 mai 2009 et garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

A la date d'ouverture de l'Offre, BG2P détiendra plus de 50% du capital et des droits de vote de Huis Clos (voir paragraphe 1.1.2. du présent document) et l'Offre sera par conséquent réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

### 1.1.2 Apports d'actions Huis Clos par GRB, René Bertin et SFPP à BG2P

A la date d'ouverture de l'Offre, toutes les actions Huis Clos que détenaient Monsieur et Madame René Bertin, GRB et SFPP auront été transférées à l'Initiateur, essentiellement par apports en nature, une partie des actions de GRB (143 334 actions) étant simultanément cédée à BG2P en contrepartie du paiement d'une dette bancaire de GRB à due concurrence du prix de cession (ci-après ensemble les "**Apports**").

Dans le cadre des Apports, les actions Huis Clos auront été valorisées au prix de l'Offre, soit 36 euros par action Huis Clos (coupon détaché).

La réalisation des Apports est soumise à la condition suspensive de la déclaration de conformité de l'Offre par l'Autorité des marchés financiers.

A la date d'ouverture de l'Offre, l'Initiateur détiendra donc directement 60,10 % du capital et, sur la base de l'état des droits de vote au 30 avril 2009, 59,66 % des droits de vote théoriques de la Société.

### 1.1.3 Distribution de dividende

L'assemblée générale des actionnaires de Huis Clos convoquée le 2 juin 2009 se prononcera sur la distribution d'un dividende de 1,30 € par action.

Dans la mesure où l'ouverture de l'Offre aura lieu postérieurement à la date de détachement du dividende, le prix proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre est libellé coupon détaché.

## 2 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

La Société n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

Deux ans après les décisions prises par le conseil d'administration de Huis Clos sur autorisation de l'assemblée générale des actionnaires du 20 décembre 2005, il a été procédé aux attributions gratuites d'actions suivantes au terme de la période d'acquisition :

- 43 500 actions le 14 février 2008,
- 9 500 actions le 18 juin 2008,
- 15 000 actions le 19 février 2009.

Ces actions sont définitivement acquises à leurs bénéficiaires, mais restent soumises à une période de conservation de deux ans à compter de leur date d'attribution, conformément à l'article L.225-197-1 du Code de commerce.

Cependant, dans l'hypothèse où ces 68.000 actions deviendraient cessibles par anticipation pour cause de décès ou d'incapacité du bénéficiaire, elles pourraient naturellement être apportées à l'Offre.

Monsieur Jean-Marc Plutau et Monsieur Eric Petit se sont engagés à ne pas céder pendant l'Offre ni apporter à l'Offre les actions Huis Clos qu'ils détiennent, soit respectivement 44 622 actions (dont 30 000 actions gratuites visées ci-dessus) et 22 201 actions (dont 22 000 actions gratuites visées ci-dessus).

Par ailleurs, Huis Clos détenait, au 30 avril 2009, 143 480 actions Huis Clos acquises dans le cadre de son programme de rachat, notamment en application du contrat de liquidité conclu avec la société Arkéon Finance.

Le conseil d'administration de Huis Clos a indiqué qu'en l'état, au regard du caractère strictement limitatif de leur affectation aux différents objectifs du programme de rachat, ces actions ne pouvaient pas être apportées à l'Offre.

La Société n'a connaissance d'aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

### 3 INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

#### 3.1.1 Répartition du capital de la Société préalablement à la réalisation des Apports

A la connaissance de la Société, le capital de la Société est réparti de la manière suivante :

Actionnaire	actions	%	droits de vote théoriques <sup>1</sup>	%
Groupe René Bertin	662 321	42,24%	1 001 557	46,61%
René Bertin	17 407	1,11%	17 707	0,82%
Claudine Bertin	2 616	0,17%	4 190	0,19%
<i>Groupe familial Bertin</i>	<i>682 344</i>	<i>43,52%</i>	<i>1 023 454</i>	<i>47,63%</i>
SFPP	260 000	16,58%	488 219	22,72%
Nem Invest	100 000	6,38%	100 000	4,65%
JM Plutau	44 622	2,85%	46 474	2,16%
E Petit	22 201	1,42%	22 201	1,03%
Autocontrôle	143 480	9,15%	143 480	6,68%
Public	315 353	20,11%	325 068	15,13%
<b>Total</b>	<b>1 568 000</b>	<b>100,00%</b>	<b>2 148 896</b>	<b>100,00%</b>

<sup>1</sup> Les droits de vote théoriques comprennent les droits de vote attachés aux actions d'autocontrôle

GRB est une holding contrôlée par Monsieur René Bertin et sa famille.

SFPP est une holding contrôlée par Monsieur Jean-Charles Galli et sa famille.

#### 3.1.2 Répartition du capital de la Société à la suite de la réalisation des Apports et à la date de l'ouverture de l'Offre

A la connaissance de la Société, à la suite de la réalisation des Apports, le capital de la Société sera réparti de la manière suivante :

Actionnaire	actions	%	droits de vote théoriques <sup>1</sup>	%
BG2P	942 344	60,10%	942 344	59,66%
Nem Invest	100 000	6,38%	100 000	6,33%
JM Plutau	44 622	2,85%	46 474	2,94%
E Petit	22 201	1,42%	22 201	1,41%
Autocontrôle	143 480	9,15%	143 480	9,08%
Public	315 353	20,11%	325 068	20,58%
<b>Total</b>	<b>1 568 000</b>	<b>100,00%</b>	<b>1 579 567</b>	<b>100,00%</b>

<sup>1</sup> Les droits de vote théoriques comprennent les droits de vote attachés aux actions d'autocontrôle

BG2P est une holding contrôlée par Monsieur René Bertin et sa famille.

### **3.1.3 Restriction à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions de la Société, clauses portées à la connaissance de la Société**

Aucune clause des statuts ne prévoit de restriction à l'exercice du droit de vote.

Aucune clause statutaire ne limite la libre cession des actions.

Aucun accord entre les actionnaires n'a été porté à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce.

### **3.1.4 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L.233-7 et L.233-12 du Code de commerce**

A la connaissance de la Société, à la date du projet de note d'information en réponse, le capital de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué au point 3.1.1 ci-dessus. Aucun autre actionnaire détenant plus de 5% du capital ou des droits de vote ne s'est fait connaître auprès de la Société.

### **3.1.5 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux**

Les titres émis par la Société sont tous assortis des mêmes droits. Les actions de la Société donnent droit au vote et à la représentation dans les assemblées générales dans les conditions fixées par la loi.

### **3.1.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier**

Néant.

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

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

### **3.1.8 Composition des organes sociaux et de direction de Huis Clos**

Le conseil d'administration de Huis clos est composé comme suit :

Monsieur René Bertin, Président,

Madame Claudine Bertin,

SFPP, représentée par Monsieur Jean-Charles Galli.

### **3.1.9 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration**

La Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres. Conformément à la loi, ce nombre, égal au minimum de trois membres, ne peut dépasser dix-huit membres sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

Les membres du conseil d'administration sont nommés dans les conditions prévues par la loi.

### **3.1.10 Règles applicables à la modification des statuts de la Société**

L'assemblée générale extraordinaire de la Société est compétente pour modifier les statuts, dans le respect des dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

### **3.1.11 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions**

Le conseil d'administration dispose, en vertu de la loi et de ses statuts de pouvoirs généraux pour déterminer les orientations de l'activité de la Société et veiller à leur mise en œuvre.

Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du conseil d'administration qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou qu'il ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances, étant exclu que la seule publication des statuts suffise à constituer cette preuve.

Le conseil d'administration procède aux contrôles et vérification qu'il juge opportuns.

Chaque administrateur doit recevoir les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission et peut obtenir auprès de la direction générale tous les documents qu'il estime utiles.

En ce qui concerne l'émission et le rachat d'actions, l'assemblée générale des actionnaires de la Société convoquée le 2 juin 2009 sera amenée à se prononcer sur les autorisations suivantes à conférer au conseil d'administration.

- Autorisation de rachat par la Société de ses propres actions dans les conditions suivantes :
  - Le nombre total d'actions acquises ne dépassera pas 10 % du capital social étant rappelé que (i) cette limite s'applique à un montant du capital de la Société qui sera, le cas échéant, ajusté pour prendre en compte des opérations affectant le capital social postérieurement à l'Assemblée Générale et que (ii) en tout état de cause, la Société ne pourra posséder plus de 10% du total de ses propres actions ;
  - Le prix maximum d'achat est fixé à 60 euros par action (hors frais) et le prix minimum de vente est fixé à 20 euros par action (hors frais) ;
  - L'autorisation est donnée pour une durée qui prendra fin lors de la prochaine assemblée générale annuelle d'approbation des comptes sans toutefois excéder une durée maximale de dix huit mois.

- Autorisation d'attribution d'actions gratuites d'actions existantes ou à émettre dans les conditions suivantes :
  - Le nombre total d'actions pouvant être attribuées gratuitement ne pourra excéder 10% du capital social ;
  - Les actions peuvent être attribuées gratuitement aux mandataires sociaux et/ou aux membres du personnel salarié de la Société et de ses filiales détenues à hauteur d'au moins 10% du capital ;
  - La durée de l'autorisation conférée au conseil d'administration est de trente-huit mois à compter de la date de l'assemblée générale.

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

Néant.

**3.1.13 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique**

La Société n'a conclu aucun accord avec les membres du conseil d'administration ou les salariés prévoyant des indemnités s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

## **4 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT**

Conformément à la réglementation applicable, HUIS CLOS a décidé de préserver la confidentialité de certaines informations figurant dans le rapport de l'expert (deux tableaux chiffrés relatifs au plan d'affaires prévisionnel 2009-2013).

### ATTESTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE HUIS CLOS

<b>1.</b>	<b>CONTEXTE DE L'OPERATION</b>	<b>10</b>
<b>2.</b>	<b>PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT</b>	<b>11</b>
2.1	PRESENTATION DU CABINET BELLOT MULLENBACH & ASSOCIES	11
2.2	MISSIONS D'EXPERTISE INDEPENDANTE REALISEES AU COURS DES 24 DERNIERS MOIS	11
2.3	DECLARATION D'INDEPENDANCE	11
2.4	REMUNERATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	12
2.5	DILIGENCES EFFECTUEES PAR L'EXPERT	12
<b>3.</b>	<b>PRESENTATION DU GROUPE HUIS CLOS</b>	<b>14</b>
3.1	ACTIVITE ET COMPTES HISTORIQUES	15
3.2	ANALYSE SOMMAIRE DU MARCHE ET DE LA CONCURRENCE	17
3.3	PLAN D'AFFAIRES PREVISIONNEL 2009-2013	19
<b>4.</b>	<b>TRAVAUX D'EVALUATION</b>	<b>21</b>
4.1	CRITERES ET METHODES ECARTES	21
4.2	CRITERES ET METHODES RETENUS	23
<b>5.</b>	<b>ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'EVALUATEUR</b>	<b>30</b>
<b>6.</b>	<b>CONCLUSION</b>	<b>33</b>

## 1. CONTEXTE DE L'OPERATION

---

Monsieur René Bertin, actionnaire fondateur de Huis Clos dont il est également Président Directeur Général, a souhaité renforcer le contrôle qu'exerce son groupe familial sur la Société. Il a donc demandé à Société Française de Placements et de Participations (SFPP), autre actionnaire historique de Huis Clos, d'apporter sa participation à la société holding BG2P (ci-après l'« Initiateur »), à laquelle il apportera lui-même la majeure partie des actions Huis Clos qu'il détient directement ou par l'intermédiaire de la société Groupe René Bertin (GRB). Au total, 799 010 actions Huis Clos, soit 50,96% du capital seront ainsi apportées à la société BG2P sur la base d'une valeur de 36 € par action.

Simultanément, GRB aura cédé le solde de sa participation dans Huis Clos, représentant 143 334 actions, soit 9,14%, à la société BG2P en contrepartie du paiement par BG2P d'une dette bancaire de GRB et du paiement à GRB d'une soulte non matérielle, sur la base d'un prix de cession de 36 € par action.

A l'issue de ces opérations, la société BG2P détiendra directement 60,1% du capital et 59,66% des droits de vote de la Société. Monsieur René Bertin et GRB auront ainsi augmenté de plus de 2% en moins de 12 mois consécutifs le nombre de titres et de droits de vote qu'ils détiennent entre le tiers et la moitié du capital et des droits de vote de Huis Clos, ce qui les oblige à déposer une OPA.

Monsieur René Bertin et GRB ne détenant alors plus de titres de Huis Clos, BG2P déposera, conformément à la réglementation boursière, un projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après l'« Offre ») visant les titres Huis Clos dont elle n'est pas encore propriétaire, étant précisé que sont visées mais ne seront pas apportées à l'Offre, les actions détenues par deux dirigeants, Monsieur Jean-Marc Plutau (2,85%) et Monsieur Eric Petit (1,42%) ainsi que les autres actions attribuées gratuitement aux salariés (représentant 0,07% du capital) et les actions autodétenues (9,15%).

Selon le projet d'Offre qui nous a été communiqué, la société BG2P s'est engagée irrévocablement à proposer aux actionnaires de Huis Clos d'acquérir leurs actions au prix de 36 € par action, dividende 2008 détaché. A l'issue de cette Offre, l'Initiateur n'envisage pas de mettre en œuvre un retrait obligatoire.

Dans la mesure où Monsieur René Bertin et GRB contrôlent l'Initiateur de l'Offre, et conformément aux articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« AMF »), le cabinet Bellot Mullenbach & Associés a été mandaté le 23 avril 2009 par le conseil d'administration de Huis Clos en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable, d'un point de vue financier, du prix proposé par action.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de souscrire ou non à l'Offre présentée aux actionnaires de Huis Clos.

## 2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

### 2.1 Présentation du cabinet Bellot Mullenbach & Associés

Le cabinet Bellot Mullenbach & Associés (ci-après « BM&A ») est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre de Paris Ile-de-France et membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris. BM&A compte environ 80 collaborateurs, dont 10 associés personnes physiques détenant, directement ou indirectement, l'intégralité du capital.

Le cabinet est constitué sous forme de société anonyme au capital d'un million d'euros ; son siège est situé 11, rue de Laborde à Paris 8<sup>ème</sup>.

BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et traitement des difficultés des entreprises, « transaction services » et conseil en management comptable et financier et en systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le cabinet jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). BM&A est doté d'une charte déontologique, propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet [www.bma-paris.com](http://www.bma-paris.com).

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

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

Date	Opération	Cible	Initiateur	Banque présentatrice
juin-07	Offre Publique d'Achat	Evalialis	Financière Evalialis	Rothschild & Cie
août-07	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Floréane	Covidien (ex Tyco)	BNP Paribas
août-07	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Petit Forestier	Sylve Invest	BNP Paribas
sept-07	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Meilleurtaux.com	CNCE	Banque Palatine
mars-08	Offre Publique d'Achat Simplifiée	SAIRP Composites	Ampère Développement	Banque Palatine
En cours	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Intercall	Financière LR	Oddo Corporate Finance

### 2.3 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, les signataires de la présente et le responsable de la revue indépendante sont indépendants à l'égard de la société Huis Clos, de la société BG2P, initiatrice de l'Offre, ainsi que de leurs conseils et actionnaires respectifs.

Concernant Huis-Clos, BM&A est intervenu en 2002, 2003 et 2005 dans le cadre de missions en relation avec le groupe Bertin : à deux reprises pour des due diligences comptables, l'une en 2002 portant sur la société Huis Clos pour le compte d'un investisseur, l'autre en 2003 relative à l'acquisition envisagée, mais non réalisée, d'une

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

société pour le compte de Huis Clos, et enfin en 2005 pour l'évaluation d'une société du groupe Bertin située hors du périmètre de Huis Clos. Compte tenu de la nature des missions effectuées, du délai qui s'est écoulé depuis leur réalisation, de la modestie des honoraires perçus et de l'absence d'implication des signataires de la présente dans ces missions, nous estimons que le cabinet BM&A ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'article 1 de l'instruction n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

S'agissant de la Banque présentatrice, BM&A est intervenu en qualité d'expert indépendant à l'occasion de quatre offres publiques présentées par Banque Palatine, en septembre 2005, juin 2006, septembre 2007 et mars 2008. Nous estimons que ces missions d'expertise indépendante ne constituent pas des interventions répétées au sens de l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF et ne sont, dans ces conditions, pas susceptibles d'affecter notre indépendance.

## 2.4 Rémunération de l'expert indépendant

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 35 000 €, hors taxes et débours.

## 2.5 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal et Thierry Bellot, associés signataires, assistés de Vincent Courtois, directeur de mission spécialisé en évaluation financière. La revue indépendante a été effectuée par Pascal de Rocquigny, associé.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006.

Notre intervention s'est déroulée du 16 avril au 15 mai 2009.

Au cours de nos travaux et s'agissant de Huis Clos, nous nous sommes principalement entretenus avec Monsieur Eric Petit, Directeur Général Adjoint, Administration et Finances.

Nous nous sommes également entretenus avec les représentants de Banque Palatine, Banque Présentatrice : Madame Véronique Rondet-Bresard, Monsieur Pierre-Antoine Jacquesson et Monsieur Tony Taillandier.

Nos entretiens se sont déroulés le 16 et le 23 avril 2009 au siège social de Huis Clos et le 28 avril 2009 sur les sites de production de Harfleur et de Rogerville (région havraise) ; ils ont été complétés par des conférences téléphoniques. Ils ont notamment porté sur les points suivants :

- description de l'activité du Groupe et de son marché ;
- analyse du plan d'affaires 2009-2013 et identification des facteurs pouvant remettre en cause les hypothèses structurantes de ce plan ;

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

- perspectives d'évolution de l'activité du Groupe.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- prendre connaissance de l'activité de Huis Clos ;
- analyser le contexte général de l'Offre ;
- analyser la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques du Groupe et étudier l'évolution de sa situation financière ;
- analyser les données financières prévisionnelles de Huis Clos ;
- mettre en œuvre les méthodes d'évaluation jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- déterminer la valeur par action du Groupe par référence à l'ensemble de ces travaux ;
- prendre connaissance des travaux d'évaluation mis en œuvre par Banque Palatine et réaliser un examen critique de ses travaux.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par Banque Palatine, la direction de Huis Clos et l'Initiateur, en particulier :

- le plan de développement 2009-2013 du Groupe élaboré par la direction ;
- les comptes annuels consolidés de Huis Clos pour les trois dernières années ;
- le rapport d'appréciation de prix établi par Banque Palatine ;
- le projet de note d'information ;
- le projet de traité d'apport des titres Huis Clos à la société BG2P et le projet de rapport du commissaire aux apports désigné par le président du Tribunal de commerce de Rouen ;
- le projet de convention de cession des actions Huis Clos à la société BG2P ;
- d'une manière générale, l'ensemble des informations et documents, notamment historiques.

Nous avons par ailleurs utilisé les bases de données financières Thomson Finance et eMAT et les études de marché émanant de l'Institut Xerfi et Batim Etudes. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente. En particulier, nous avons examiné les comptes et les notes d'analyse disponibles relatives aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche d'un échantillon de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes comptables d'exercice professionnelles de la CNCC et des normes internationales de l'IFAC, qui nous ont été présentés. S'agissant des prévisions financières, que nous avons pu examiner avec les dirigeants du Groupe et les représentants de l'Initiateur, il nous a été affirmé qu'elles avaient été établies au mieux de leur connaissance et, qu'à la date d'émission de notre rapport, la direction de Huis Clos n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

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

### 3. PRESENTATION DU GROUPE HUIS CLOS

---

Constituée en 1990, la société Huis Clos était spécialisée dans la commercialisation et l'installation de fermetures pour le marché de l'habitat individuel. En 1997, la Société, souhaitant accélérer son développement, crée une école de formation interne pour la formation de ses commerciaux VRP et intègre à son activité, la fabrication de fenêtres et de volets roulants en PVC à travers l'acquisition de la société Isoplas. En 1999, Huis Clos s'introduit au Marché Libre de la bourse de Paris et organise, deux ans plus tard, son transfert au second marché d'Euronext. A cette même date, il développe son réseau commercial au rythme de 20 ouvertures d'agences en moyenne par an. En 2003, le Groupe souhaite se doter d'une direction à la mesure de son réseau commercial composé de plus de 100 magasins succursalistes en France et engage de nouveaux cadres de direction. Cependant, les choix stratégiques de cette nouvelle équipe, qui privilégie la réduction des coûts et la mise en sommeil des agences commerciales les moins efficaces au détriment du développement des volumes d'affaires, se soldent par trois exercices successifs de pertes opérationnelles et conduisent le président de Huis Clos, Monsieur René Bertin, à reprendre lui-même la direction du groupe. Depuis 2006, le groupe Huis Clos a opéré un redressement de ses marges par le développement de son réseau d'agences et de sa force commerciale ainsi que par l'enrichissement de son offre produits sur le marché porteur des énergies renouvelables et de la rénovation du chauffage électrique et des climatisations.

Aujourd'hui, le Groupe se positionne comme l'un des principaux acteurs français de la fabrication, de la commercialisation et de l'installation de fermetures sur mesure (portes, fenêtres, volets, clôtures et portes de garages en PVC, aluminium et bois) et de systèmes de chauffage destinés à la rénovation de l'habitat des particuliers. Fin 2008, il compte 2 177 salariés, dont 82% de VRP, répartis sur 3 sites de production et 150 agences commerciales « Huis Clos » implantées en France. Parallèlement, il a développé un réseau de 30 magasins en concession sous la marque « Plein Jour » qui ne fait, à ce jour, l'objet d'aucun développement stratégique. Le Groupe ambitionne d'accroître son réseau de distribution « Huis Clos » à environ 200 agences à fin 2011, soit environ 17 ouvertures annuelles en moyenne, principalement dans le nord-est de la France.

Huis Clos SA est le holding du Groupe et gère, à ce titre, onze filiales, toutes détenues à 100%.

Le siège social de Huis Clos SA est situé à Mont-Saint-Aignan (76), square Raymond Aron. Au 31 décembre 2008, son capital social, qui s'élève à 1,55 M€, est composé de 1 553 000 actions de même catégorie d'une valeur nominale de 1 €. Les actions Huis Clos sont cotées au compartiment C du marché Euronext Paris (Code Isin : FR0000072357). Sa capitalisation boursière atteint 46,7 M€ sur la base d'un cours de 29,80 € au 13 mai 2009, date précédant l'annonce de l'Offre de rachat par BG2P et la suspension de la cotation.

### 3.1 Performances financières du Groupe

En 2008, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 181,5 M€, en hausse de près de 38% par rapport à la même période de 2007, soit une croissance en ligne avec celle affichée depuis 3 ans par le Groupe (TCMA de 35,7%). Cette performance est influencée tant par une croissance interne élevée (+30% liés à l'ouverture de 10 nouvelles agences en 2007 et de 20 autres en 2008) que par un rythme d'acquisition soutenu (la société Chaud Froid National et les deux sites industriels Logi Industrie et Logi Aluminium). Le chiffre d'affaires est réalisé pour l'essentiel par les ventes du réseau commercial (91,5% du chiffre d'affaires consolidé) et, dans une moindre mesure, par les ventes réalisées par les sites de production au réseau de concessionnaires « Plein Jour ».

Les deux pôles d'activités ont contribué à cette croissance importante, et notamment l'activité de chauffage et énergies renouvelables à hauteur de plus de 60%.

S'agissant de la fabrication et de la distribution des produits de menuiserie sur mesure (environ 69% du chiffre d'affaires du réseau de distribution), l'activité s'inscrit en hausse de 17 % en 2008 et repose sur la vente des fenêtres (49% du chiffre d'affaires du pôle en 2007), des volets roulants (21%), des portes d'entrée (10%) et de divers autres produits (20%). Les produits fabriqués et vendus par Huis-Clos sont à plus de 60% réalisés en PVC et à près de 37% en aluminium. Leur pose auprès des clients est assurée par des sous-traitants.

Concernant le négoce de chauffage et des Energies Renouvelables (31% du chiffre d'affaires du réseau de distribution), intégré au groupe en 2006, les ventes progressent de près de 80% en 2008 par rapport à 2007 à la suite de l'entrée de CFN dans le périmètre du groupe. Huis Clos propose des solutions « énergie renouvelable » au sein d'une gamme de produits composée de radiateurs à inertie (8% du chiffre d'affaires du pôle), de pompes à chaleur (24% du chiffre d'affaires) et de chauffages réversibles (68% du chiffre d'affaires). Contrairement à la menuiserie, l'installation des systèmes de chauffage est assurée par des salariés de Huis Clos. La majorité des produits est acquise auprès de deux importateurs italiens.

Sur cette même période, le taux de marge s'inscrit en légère baisse de 0,6 point à 79,1%. L'intégration de CFN présente des niveaux de marges inférieurs aux autres activités du Groupe et masque la hausse du taux de marge de l'activité « fermetures », résultant de la hausse tarifaire appliquée sur ces produits en novembre 2007.

Le ratio EBE/chiffre d'affaires augmente de 1,6 point, passant de 5,4% à 7,0% sous l'effet d'une hausse des charges de personnel à un rythme plus modéré que le chiffre d'affaires, les autres postes du compte de résultat demeurant stables, en données relatives, par rapport à l'exercice 2007. Ce ratio se situe à un niveau jamais atteint par le Groupe. Le résultat d'exploitation courant rapporté au chiffre d'affaires passe ainsi de 4,2% en 2007 à 5,9% en 2008.

Le résultat net de l'exercice 2008, à 6,77 M€, soit le double de celui de 2007, traduit l'amélioration de la performance opérationnelle.

L'ensemble des éléments précédemment développés est synthétisé dans le tableau ci-après, présentant l'évolution du compte de résultat entre 2005 et 2008 :

en K€- au 31/12	2005	2006	2007	2008	TCMA 05/08
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>86 071</b>	<b>98 628</b>	<b>131 868</b>	<b>181 495</b>	
<b>% croissance</b>		<b>14,6%</b>	<b>33,7%</b>	<b>37,6%</b>	28,2%
Autres produits d'exploitation	2 488	2 553	3 714	4 641	
Variation de stock de produits / En cours de production	280	(119)	(16)	73	
<b>Produits d'exploitation</b>	<b>88 839</b>	<b>101 062</b>	<b>135 566</b>	<b>186 209</b>	
Achats consommés	(21 699)	(23 538)	(30 432)	(42 640)	
<b>Marge brute</b>	<b>67 140</b>	<b>77 524</b>	<b>105 134</b>	<b>143 569</b>	
<b>% du CA</b>	<b>78,0%</b>	<b>78,6%</b>	<b>79,7%</b>	<b>79,1%</b>	
Autres achats et charges externes	(26 512)	(27 031)	(33 516)	(45 886)	
Impôts taxes et versements assimilés	(1 999)	(2 352)	(3 025)	(3 958)	
Frais de personnel y compris participation	(44 265)	(47 004)	(60 691)	(79 594)	
Dotations aux provisions nettes des reprises	0	0	(157)	(870)	
Autres charges et autres produits d'exploitation	(1 556)	(372)	(582)	(545)	
<b>EBE</b>	<b>(7 192)</b>	<b>765</b>	<b>7 163</b>	<b>12 716</b>	
<b>% du CA</b>	<b>-8,4%</b>	<b>0,8%</b>	<b>5,4%</b>	<b>7,0%</b>	
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>(9 284)</b>	<b>(959)</b>	<b>5 603</b>	<b>10 796</b>	
<b>% du CA</b>	<b>-10,8%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>4,2%</b>	<b>5,9%</b>	
Autres	0	513	0	0	
Résultat financier	(439)	(402)	(368)	(237)	
Impôt Société	3 186	115	(2 016)	(3 789)	
<b>Résultat net consolidé</b>	<b>(6 537)</b>	<b>(733)</b>	<b>3 219</b>	<b>6 770</b>	
<b>% du CA</b>	<b>-7,6%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>2,4%</b>	<b>3,7%</b>	

Le bilan fonctionnel est présenté pour sa part ci-après :

en K€- au 31/12	2005	2006	2007	2008
Immobilisations incorporelles nettes	958	1 323	1 069	9 641
Immobilisations corporelles nettes	7 010	6 519	7 055	10 323
Immobilisations financières	523	617	675	810
Actifs d'impôts exigibles	1 423	1 421	2 229	1 616
Actifs d'impôts différés	4 785	5 394	2 563	210
<b>= Actifs Immobilisés (1)</b>	<b>14 699</b>	<b>15 273</b>	<b>13 591</b>	<b>22 600</b>
Stocks	4 673	4 704	4 527	8 046
+ Encours clients	3 925	3 111	3 596	8 714
+ Autres créances	3 912	6 181	8 277	10 898
- Encours fournisseurs	(8 786)	(9 603)	(11 972)	(17 464)
- Dettes sociales et fiscales	(8 299)	(7 012)	(9 780)	(15 952)
- Autres dettes	(151)	(160)	(218)	(392)
<b>= Besoin en fonds de roulement (2)</b>	<b>(4 726)</b>	<b>(2 779)</b>	<b>(5 570)</b>	<b>(6 150)</b>
<b>Actif économique = (1) + (2)</b>	<b>9 973</b>	<b>12 494</b>	<b>8 021</b>	<b>16 450</b>
Capitaux propres (part du groupe)	844	784	3 367	8 372
Position financière nette	5 612	8 263	1 448	4 087
Provisions pour risques & charges	3 080	3 051	2 738	3 435
Avantages au personnel	437	396	468	556
<b>Capitaux investis dans l'exploitation = Actif économique</b>	<b>9 973</b>	<b>12 494</b>	<b>8 021</b>	<b>16 450</b>

L'actif économique double entre 2007 et 2008 reflétant, d'une part, la dynamique de croissance externe de 2008 à travers la comptabilisation d'un goodwill additionnel de 8,5 M€, et d'autre part, la croissance interne réalisée à

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

travers les investissements de l'exercice, relatifs à l'ouverture de 20 nouvelles agences en 2008 et au développement de la nouvelle identité visuelle de l'enseigne sur une partie du parc d'agences Huis Clos.

Le BFR, négatif à 6,1 M€, représente 3,38% du chiffre d'affaires TTC (contre 3,5% en 2007) : le paiement rapide des clients (20 j de CATT) et un crédit fournisseur supérieur au rythme de rotation des stocks (respectivement 29 et 14 jours de CATT) constituent une source de financement permanente pour le Groupe.

La croissance de l'actif économique est financée en 2008, d'une part, grâce à la capacité d'autofinancement générée par l'activité en 2008 (CAF de 13,8 M€, soit 7,6% du chiffre d'affaires) et, d'autre part, par recours à un crédit vendeur de 5,5 M€ pour l'acquisition de CFN. Le gearing passe ainsi de 43% en 2007 à 49% en 2008.

Les autres passifs sont constitués des provisions pour indemnités de départ en retraite (0,55 M€) et de provisions pour risques et charges (3,4 M€) intégrant à hauteur de 63% des provisions pour garantie de service après vente, le solde se partageant entre des provisions pour litiges commerciaux et prud'homaux.

### 3.2 Analyse sommaire du marché et de la concurrence

#### Huis Clos, parmi les principaux acteurs intégrés du marché de la menuiserie PVC

Selon une étude de Batim Etudes, le marché de la fenêtre en France est estimé en 2006 à environ 12,5 millions d'unités, dont 70% destinés au marché de la rénovation de l'habitat. Ce marché affiche une progression annuelle moyenne de 4,7% depuis 2000 et de 7% depuis 2004.

Dans le domaine de la menuiserie destinée à l'habitat individuel (58% des débouchés du marché de la fenêtre), la croissance annuelle du marché de la fenêtre a largement bénéficié aux fenêtres en PVC (64,7% des ventes de fenêtres en 2006 contre 61,6% en 2000) et aux fenêtres en aluminium (environ 18,9% en 2006 contre 16,9% en 2000), au détriment de celles en bois (14,5% en 2006 contre 19,9% en 2000). La croissance du marché français de la menuiserie PVC s'explique notamment par les éléments suivants :

- les qualités intrinsèques du PVC (isolation thermique, phonique et robustesse) par rapport au bois ;
- une fabrication et une pose simplifiées ;
- la croissance du marché de la rénovation, premier débouché des ventes de fenêtres, soutenu par des incitations fiscales et notamment un crédit d'impôt ainsi qu'un taux de TVA réduit ;
- l'apparition du Diagnostic de Performance Energétique (DPE).

Huis Clos est un des principaux acteurs du marché français de la menuiserie destiné au segment de la rénovation et doit faire face à une concurrence atomisée et diversifiée composée :

- des fabricants-assembleurs ;
- des menuisiers indépendants ;
- des sociétés de négoce de matériaux ;
- des grandes surfaces de bricolage ;

- et des réseaux intégrés à enseigne parmi lesquels Lapeyre - K par K, Tryba, Arts et Fenêtres, Deceuninck...

La concurrence sur le secteur se révèle intense en raison d'une offre produits sensiblement identique. Néanmoins, certaines sociétés, à l'instar de Huis Clos, ont adopté un positionnement stratégique constituant un avantage concurrentiel fort, au travers notamment :

- de la proposition d'une offre globale : produits sur mesure, solutions de financement, pose assurée et SAV garanti sur 10 ans ;
- de la maîtrise de la commercialisation des produits qui constitue à ce titre une barrière à l'entrée sur le secteur en raison du coût de mise en place d'un réseau nécessitant des ressources humaines importantes.

La croissance du marché devrait globalement se poursuivre dans les années à venir mais devrait toutefois connaître un rythme moins élevé, notamment en 2009 consécutivement à la baisse du moral des ménages. L'étude Xerfi table sur une croissance du marché de la menuiserie PVC de 4% en 2009, après un exercice 2008 en progression de 6%, soutenu par les premières mesures du Grenelle de l'environnement (« prêts à taux 0 »). A plus long terme, les professionnels se montrent prudents, considérant le marché de la fenêtre à maturité, et tablent sur un marché français de la fenêtre stable, à 13,5 millions d'unités par an.

Il convient de noter qu'au cours de la période récente, certains des concurrents de Huis Clos ont rencontré d'importantes difficultés financières à l'image d'AB Fenêtres, Compobaie, Groupe Vial ou Fermoba.

#### Chauffages et énergies renouvelables

Le marché du chauffage, en tant que composant du marché global de la rénovation, a bénéficié ces dernières années de conditions de marché favorables, à l'image du marché de la menuiserie PVC : outre le crédit d'impôt accordé lors de l'achat de certains systèmes et la facilité d'installation, les ventes de pompes à chaleur sont dopées par leur capacité à réaliser des économies d'énergie dans un environnement marqué par les préoccupations écologiques et par la hausse des coûts énergétiques. Les pompes à chaleur « air-air » et les pompes à chaleur « air-eau » constituent en effet des solutions alternatives au chauffage électrique et gaz traditionnel, gros consommateurs d'énergie, en captant la chaleur de l'environnement extérieur (terre, eau et air) pour la restituer à l'intérieur d'un habitat pour le chauffer.

En France, le marché des pompes à chaleur a doublé en 2008, représentant environ 150 000 unités vendues. Le marché de la pompe à chaleur devrait poursuivre sa croissance à l'exception des pompes « air-air » qui devraient être pénalisées par la perte récente du crédit d'impôt.

Enfin, un maintien des coûts des matières premières énergétiques à un niveau bas constitue une menace sur la croissance du marché.

### 3.3 Plan d'affaires prévisionnel 2009-2013

Le plan d'affaires qui nous a été transmis a été établi par la direction de Huis Clos. Il s'étend sur la période 2009-2013 et doit être interprété sur une base stand-alone, hors intégration d'Isosud acquis en 2009, sa contribution étant considérée par la direction comme non significative.

Il repose essentiellement sur la capacité de Huis Clos à développer le nombre d'agences en propre, en particulier dans le nord-est de la France, ainsi que sur la croissance de l'activité chauffage et énergies renouvelables sur les premières années du plan. Le nombre de magasins à la marque « Plein Jour » demeure, quant à lui, stable.

S'agissant de l'activité, le plan d'affaires cible 200 agences implantées sur le territoire national en 2013, au lieu de 2011 comme annoncé dans les communiqués du Groupe. La croissance du chiffre d'affaires se révèle pourtant robuste et s'élève à 9,7 % en moyenne par an. Elle repose sur une hypothèse d'ouverture de 12 agences en moyenne par an. Notre analyse des données historiques nous a permis de conforter les hypothèses centrales et notamment le nombre des ouvertures projetées : le rythme historique annuel observé depuis 2006 ressort en moyenne à 17 ouvertures, et ne compte aucune fermeture définitive. La réduction du nombre d'ouvertures est cohérente avec un marché parvenu à maturité ainsi qu'avec la couverture géographique actuelle de l'enseigne.

La construction du plan d'affaires est réalisée sur la base d'un parc de 150 agences au 31 décembre 2008. Il distingue une croissance différente en fonction de la nature des produits, et tient compte de la montée en puissance progressive des agences nouvellement ouvertes. Il prévoit notamment :

- pour les magasins ouverts avant 2008, un TCAM de 2,8% sur les fermetures et de 20% sur les produits de chauffages et énergies renouvelables sur la période 2009-2013, intégrant une baisse de 20% des réversibles en 2009 liée à la perte de l'avantage fiscal ;
- pour les ouvertures de magasins entre 2008 et 2013, un chiffre d'affaires moyen par magasin, de 50 K€ lors de la première année d'ouverture, basé sur les données historiques des ouvertures d'agences. Il est fait l'hypothèse que le chiffre d'affaires d'une agence double 4 ans après son ouverture.

Concernant la rentabilité prévisionnelle, le plan d'affaires prévoit une légère augmentation du taux de marge de 0,5 point, liée à l'évolution du mix / produit entre 2009 et 2013. Cette amélioration est en partie compensée par une hausse des charges salariales. Sur la durée du plan d'affaires, ces hypothèses conduisent globalement à retenir des niveaux des ratios d'Ebitda et d'Ebit légèrement supérieurs à leur niveau de 2008, lequel constitue un plus haut historique.

L'excédent en fonds de roulement, traditionnellement à un niveau moyen de 11 jours de CATTTC depuis 2006, est anticipé s'élève en 2009 à 13 jours du chiffre d'affaires dans le plan. Cette amélioration de l'EFR sur 2009 reflète le remboursement anticipé d'un carry back comptabilisé pour 1,6 M€ dans les comptes de Huis Clos. Au-delà de 2009, la direction prévoit une dégradation de l'EFR, imputable à la loi LME, qui induit une réduction progressive des délais de paiement au fournisseur jusqu'en 2012.

Le niveau des investissements industriels s'élève à 1,6% en moyenne du chiffre d'affaires, excepté en 2010, (2%), en raison de l'aménagement d'une plate-forme logistique commune entre les deux sites de production d'Harfleur.

En synthèse, le plan d'affaires présenté se révèle globalement volontariste dans la mesure où les hypothèses retenues anticipent une croissance soutenue et une rentabilité en progression, dans un marché, s'agissant de la fenêtre, tendant vers son asymptote, et dans un contexte économique incertain marqué par les défaillances de certains concurrents de Huis Clos (voir supra).

## 4. TRAVAUX D'ÉVALUATION

---

Conformément au Règlement Général en matière d'expertise indépendante et aux recommandations de l'AMF, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères. Notre expertise a notamment été réalisée sur la base du plan d'affaires prévisionnel 2009-2013 établi par la direction du Groupe.

### 4.1 Critères et méthodes écartés

#### **Actif net comptable**

L'actif net comptable (ANC) est la différence entre le montant des actifs, comprenant en particulier les éléments incorporels, tels que les écarts d'acquisition, les marques ou les fonds de commerce, acquis par le Groupe et éventuellement dépréciés, et l'endettement total.

Nous écartons ce critère d'évaluation dans la mesure où il ne rend pas compte de la capacité du Groupe à créer de la valeur.

A titre d'information, l'actif net comptable consolidé, déduction faite du dividende de 1,30 € versé le 9 juin 2009 et sur la base d'un nombre de titres dilués et autodétenus au jour de notre rapport, ressort à 4,47 € par action au 31 décembre 2008. Le prix d'Offre représente donc plus de 8 fois l'actif net comptable.

#### **Actif net réévalué**

Cette méthode consiste à établir la valeur de marché de tous les postes comptables d'actif et de passif du bilan du Groupe. L'application de cette méthode de valorisation consisterait donc, pour l'essentiel, à réestimer la totalité des actifs corporels et incorporels, figurant ou non à l'actif du bilan, approche indirectement mise en œuvre par ailleurs avec l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles. Cette méthode a été écartée dans la mesure où elle n'apportait pas d'élément supplémentaire pertinent à la formation de notre opinion.

#### **Capitalisation des dividendes**

Cette méthode d'évaluation consiste à actualiser les dividendes prévisionnels. Elle est pertinente dans le cas de sociétés qui poursuivent une politique de distribution régulière et qui disposent d'une bonne visibilité sur leurs résultats. A titre d'information, le Groupe n'a distribué qu'un seul dividende depuis 2003 (1,0 € par action au titre de l'exercice 2003) et versera, le 9 juin 2009, un dividende de 1,30 € par action au titre de l'exercice 2008. Sa

politique de distribution est ainsi difficilement prévisible puisqu'indépendante des résultats et de sa trésorerie disponible.

En tout état de cause, il n'existe pas, à notre connaissance, d'estimation fiable de l'exigence de rendement des titres cotés par l'actionnaire minoritaire qui serait établie à partir des dividendes escomptés. Dès lors, le mode d'évaluation le plus usuel pour déterminer la valeur d'une participation minoritaire se fonde moins sur les dividendes que sur la totalité de la capacité distributive de la société, ce qu'appréhende la méthode des flux futurs de trésorerie.

### **Transactions récentes**

Cette approche consiste à déterminer la valeur des fonds propres d'une société en appliquant à ses agrégats financiers les plus pertinents des multiples de valorisation observés sur un échantillon de transactions réalisées sur des sociétés comparables.

La pertinence de la méthode nécessite de disposer d'informations fiables relatives à des transactions portant sur le capital de sociétés comparables. Outre le fait que les sociétés faisant l'objet de la transaction doivent être comparables en termes d'activités et de rentabilité, la pertinence de la méthode est également liée au caractère comparable du contexte de la transaction.

Nos travaux nous ont permis d'identifier de nombreuses transactions dans le domaine de la menuiserie intervenues au cours des exercices 2008 et 2009, notamment :

- la reprise des actifs de Compobaie, leader français des encadrements monoblocs, par le fonds d'investissement luxembourgeois Platina Participations ;
- la reprise le 5 mars 2009 par Atlantem, filiale de VM Matériaux, d'une partie des actifs de la société Vendome, spécialisé dans la fabrication de menuiseries et de fermetures.
- la reprise en octobre 2008 par Lorillard, de la société Xylobat, dans la petite menuiserie ;
- l'acquisition en juillet 2008, par les dirigeants, de la société Zelles, ancienne filiale de Lapeyre SA et spécialisée dans la fourniture de fenêtres aux opérateurs publics et privés ;
- la reprise en mai 2008, par le fonds d'investissement Orium, de la société Oxxo, également ancienne filiale de Lapeyre SA et spécialisée dans la menuiserie PVC dédiée aux chantiers de construction et de rénovation de logements collectifs ;
- la reprise en mars 2008, par Atrya (marques Tryba, Soprofen et Norba), de la société MPP, spécialisée dans la fabrication de menuiserie PVC à destination des revendeurs-installateurs, des particuliers et des responsables de petits chantiers.

Le prix et les conditions de ces transactions n'étant pas publics ou correspondant à des sociétés en grandes difficultés financières, la méthode des transactions comparables n'a pu être mise en œuvre.

Enfin, les acquisitions par Huis Clos de Logi Industrie et Logi Aluminium ne peuvent être exploitées puisqu'elles concernent uniquement des unités de production.

Compte tenu de ces éléments, nous ne retenons pas cette méthode dans nos analyses.

## **Opération et transaction intervenues sur le capital de Huis Clos**

Le 15 mai 2009, une partie des actionnaires du Groupe, constitués de Groupe René Bertin, de SFPP et de certains membres de la famille Bertin, ont singé un traité d'apport portant sur de 799 010 actions Huis Clos, représentant 50,96% du capital de Huis Clos, à la SAS BG2P. Cet apport d'actions est valorisé 28 764 360 € soit 36 € par action après détachement du coupon.

Simultanément, Groupe René Bertin a conclu un contrat de cession portant sur le solde de sa participation dans Huis Clos, soit 143 334 actions représentant 9,14% du capital, à BG2P en contrepartie d'une reprise d'une dette de 5 160 K€ et du paiement d'une soulte en espèce de 24 €, calculée sur le rompu. Le prix de cession unitaire extériorisé s'élève à 36 €.

La réalisation des apports et de la cession est soumise à la condition suspensive de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF au plus tard le 31 juillet 2009.

Par ailleurs, le traité d'apport signé qui nous a été communiqué, ainsi que le contrat de cession, ne stipulent pas de clause conférant un avantage particulier aux apporteurs et cédants.

La valeur d'apport et le prix de cession ont été fixés par référence au prix de projet d'Offre.

Il y a lieu de faire observer que ces opérations impliquent l'Initiateur de l'Offre, et n'ont pas donné lieu à une mise aux enchères des blocs de titres.

Elles ne peuvent donc constituer, en soit, une référence de valorisation.

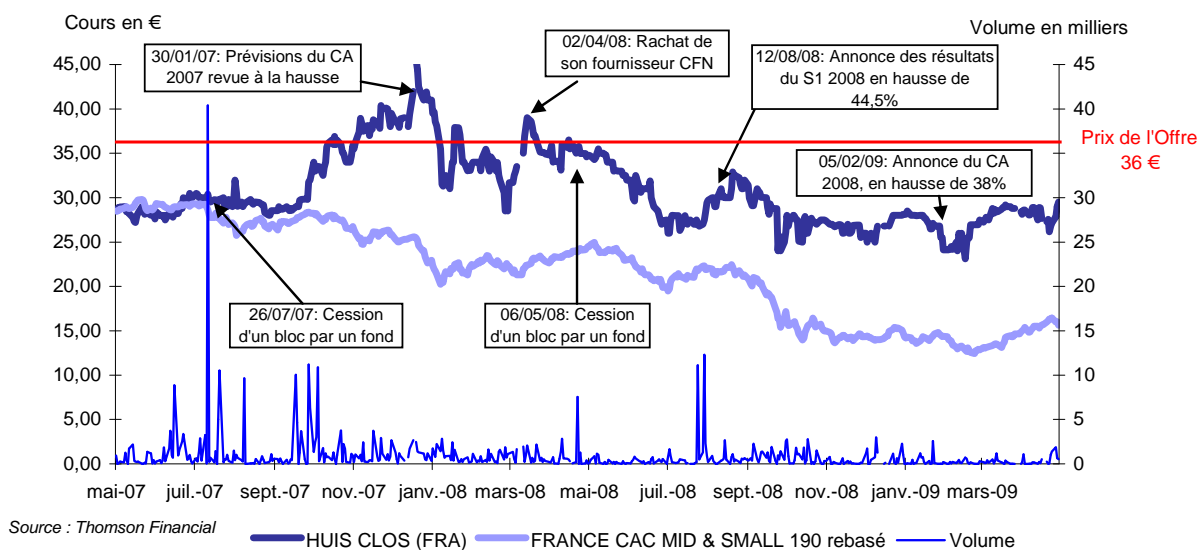
## **4.2 Critères et méthodes retenus**

### **Cours de bourse et objectifs de cours des analystes**

Les actions du Groupe étant admises aux négociations sur un marché réglementé, leur cours de bourse constitue a priori un critère d'appréciation du prix proposé.

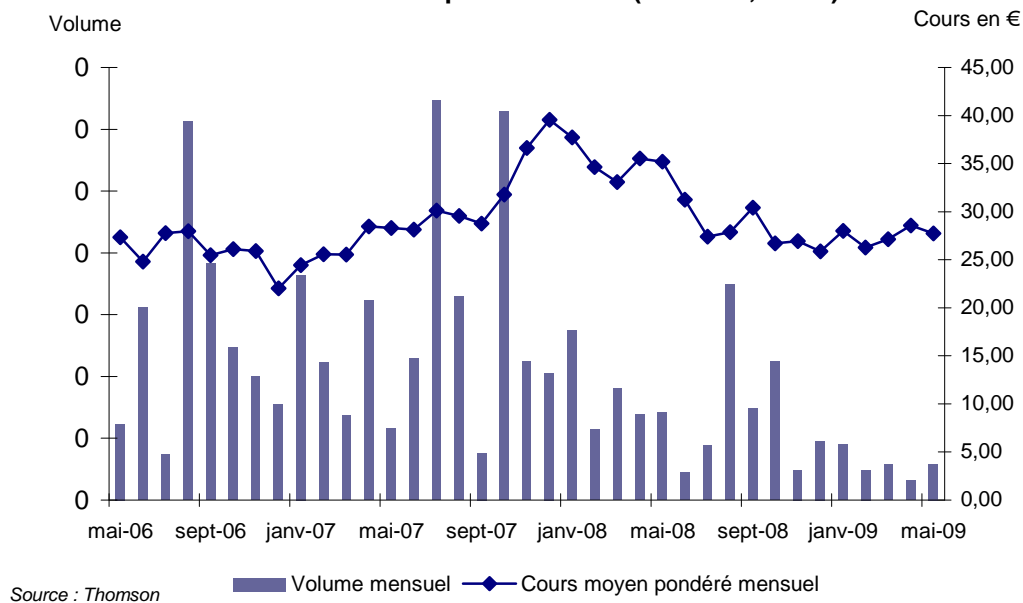
Comme l'illustre le graphique ci-dessous, depuis 2 ans le titre a évolué dans un intervalle restreint, comparé à l'indice France CAC Mid & Small 190. Sur cette période, le cours du titre est demeuré relativement stable (+2 %), pour un recul de l'indice de l'ordre de 45%. Sur un an, le titre affiche un recul d'environ 15 % contre 36 % pour l'indice de référence.

### Evolution prix et volume (2 ans)



L'analyse des cours de clôture moyens mensuels pondérés par les volumes 12 mois au 13 mai 2009 montre une fourchette de cours comprise entre 25,88 € (décembre 2008) et 35,20 € (mai 2008), avec des cours extrêmes compris entre 21,47 € (octobre 2008) et 36 € (mai 2008).

### Evolution prix et volume (mensuel, 3 ans)



L'analyse des cours moyens de clôture pondérés par les volumes sur des durées de 20 jours à 3 ans de bourse est détaillée dans le tableau ci-dessous :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Cours moyen pondéré	Volume échangé	Moyenne quotidienne	% capital échangé	% capital échangé (flottant)	Jours de cotation
36 mois	46,00	20,02	29,15	773 968	990	49,4%	246,8%	99,7%
24 mois	46,00	21,47	31,25	455 714	871	29,1%	145,3%	99,6%
12 mois	35,50	21,47	28,02	132 906	509	8,5%	42,4%	99,2%
6 mois	33,20	23,00	27,10	40 365	313	2,6%	12,9%	99,2%
3 mois	29,65	23,00	27,42	16 197	257	1,0%	5,2%	100,0%
20 jours de bourse	29,65	25,52	27,93	8 203	432	0,5%	2,6%	100,0%
Spot	29,65	28,51	29,50	518	518	0,0%	0,2%	

Le flottant est relativement faible, représentant 20% du capital total soit 313 793 actions. Cependant, la liquidité du titre est correcte, avec une rotation du capital sur 12 mois de 42,4% sur le flottant, et l'action fait l'objet d'une cotation régulière. Le titre fait l'objet d'un suivi limité de la part d'un seul bureau d'analyste Arkéon Finance dont la dernière recommandation connue à l'achat remonte au 19 décembre 2007 réitérée en 2009. à l'achat avec un objectif de cours de 50 €

Ainsi, nous retenons un cours de référence compris dans une fourchette de 27,10 € à 29,50 €, qui correspond au cours moyen pondéré sur une durée inférieure ou égale à 6 mois, intégrant les effets de la crise financière. Par rapport à cette fourchette, que nous corrigeons du détachement du coupon de 1,30 €, le prix d'Offre proposé extériorise une prime de 27,7% à 39,5%.

#### Actualisation des flux futurs de trésorerie

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la valeur présente des flux futurs de trésorerie disponibles, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux investis, diminuée de la dette financière nette ou augmentée de la trésorerie nette à la date de l'évaluation, corrigée des éléments hors exploitation et des intérêts minoritaires. Cette méthode est pertinente dès lors qu'elle permet d'appréhender à la fois l'évolution attendue de la rentabilité de la société et les risques spécifiques de chacune de ses activités.

Cette approche d'évaluation a été mise en œuvre à partir du plan d'affaires élaboré par la direction. L'horizon des prévisions du plan d'affaires s'étend de 2009 à 2013 et repose sur les hypothèses principales suivantes :

- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 9,7%, soutenue par l'ouverture de nouvelles agences ainsi que par le développement des produits « énergie renouvelable » ;
- un ratio d'Ebit sur chiffre d'affaires relativement stable par rapport à 2008 sur l'horizon explicite du plan d'affaires en raison de la maturité du secteur.

La mise en œuvre de cette méthode nous a conduit à extrapoler le plan d'affaires sur 4 ans (2014-2017) afin de faire converger le montant des dotations aux amortissements et celui des investissements. Cette extrapolation repose sur les hypothèses suivantes :

- le rapport EBE/chiffre d'affaires retenu correspond à la moyenne des taux observés et prévisionnels de la période 2008-2013 ;
- un ratio d'investissement sur chiffre d'affaires en 2014 de 1,6%, identique à celui extériorisé les précédentes années, puis une attrition progressive de ce taux, jusqu'au flux normatif, à un niveau de 1,4%.

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

Ce dernier niveau est équivalent à celui extériorisé en 2005, exercice correspondant à l'arrêt temporaire de la politique d'ouverture d'agences.

Au-delà de l'horizon de prévision, la valeur résiduelle correspond à une valeur de rente à l'infini calculée en retenant le ratio d'EBE de 2017 et en faisant l'hypothèse d'une croissance annuelle du chiffre d'affaires de 1,5%, représentatif de la croissance à long terme des marchés matures.

Les paramètres d'évaluation retenus pour la mise en œuvre de la méthode des flux d'actualisation sont les suivants :

- une actualisation des flux à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2009, date de la dernière position financière nette connue et ayant fait l'objet d'une revue de la part des commissaires aux comptes ;
- un taux d'actualisation de 16,41%. Celui-ci a été établi en collaboration avec Associés en Finance, à partir de son modèle d'évaluation prospectif Trival, en fonction de la moyenne des primes observées au cours des trois derniers mois affichant un taux de rentabilité attendu par le marché actions de la zone Euro de 13,29%, décomposée en une prime de risque de marché de 9,243%, une prime d'illiquidité de 2,22% et une ordonnée à l'origine de 1,829%. S'agissant de Huis Clos, la prime de risque est affectée d'un risque anticipé de 1,15 tenant compte du bêta sectoriel du secteur de la construction de 1,13, d'un risque financier de 3 (sur une échelle de 1 à 5) lié à la taille moyenne de la Société et d'un risque de prévision de 6 (sur une échelle de 1 à 9) lié à un plan de développement qui se révèle, selon Associés en Finance, « plutôt volontariste dans un contexte économique et financier dégradé ». Par ailleurs, la prime d'illiquidité est affectée d'un coefficient d'illiquidité de 1,86. Ceci revient à intégrer une prime d'illiquidité liée à la taille et une prime de risque spécifique de réalisation du plan d'affaires de 3,12%.

Il y a en outre lieu d'observer que, selon le plan du groupe, l'endettement net de la société Huis Clos devrait être ramené à zéro fin 2009.

Sur la base de ces hypothèses, la valeur d'entreprise de Huis Clos s'établit à 59,8 M€, d'où il ressort une valeur des fonds propres de 51,4 M€, après prise en compte des éléments suivants, au 31 décembre 2008 :

- une dette financière de 9,9 M€, incluant à hauteur de 5,5 M€, le crédit vendeur lié à l'acquisition en 2008 de CFN ;
- des disponibilités de 5,8 M€ ;
- des provisions pour indemnités de départ en retraite de 0,56 M€ ;
- des provisions pour risques et charges de 2,3 M€ ;
- des reports déficitaires de 0,2 M€, consommés dès la première année du plan d'affaires ;
- des dividendes d'un montant de 1,85 M€, mis en paiement le 9 juin 2009 au titre de l'exercice 2008.

L'acquisition de CFN en 2006 était assortie d'un complément de prix fixé par référence aux résultats des exercices 2008 et 2009, pris en compte à hauteur de 340 K€ dans la dette au 31 décembre 2008. Selon la direction, les performances opérationnelles de CFN ne devraient pas conduire à un décaissement complémentaire en 2009.

Au 30 avril 2009, le capital social de Huis Clos est constitué de 1 568 000 actions. Après prise en compte des actions détenues en autocontrôle (143 480 titres) et de titres restant à attribuer gratuitement à la date du 15 février 2010 (34 500 actions), le nombre d'actions s'établit à 1 459 020 titres. La valeur centrale de l'action Huis Clos, résultant de la mise en œuvre du DCF, s'établit sur cette base à 35,74 €.

Le prix d'Offre présente une prime de 0,7 % par rapport à la valeur obtenue par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie.

La sensibilité de la valeur par application de cette méthode aux variations du taux d'actualisation, du taux de croissance à l'infini, du taux d'EBE et du ratio d'investissement / CA est présentée dans les deux tableaux ci-dessous :

		Taux d'actualisation				
		15,4%	15,9%	16,4%	16,9%	17,4%
Taux de croissance à l'infini	0,5%	36,74 €	35,24 €	33,85 €	32,54 €	31,31 €
	1,0%	37,89 €	36,30 €	34,82 €	33,44 €	32,15 €
	1,5%	38,98 €	37,30 €	35,74 €	34,29 €	32,93 €
	2,0%	40,08 €	38,31 €	36,67 €	35,14 €	33,71 €
	2,5%	41,23 €	39,35 €	37,62 €	36,01 €	34,51 €

		Ratio EBE/CA				
		4,9%	5,4%	5,9%	6,4%	6,9%
Taux d'investissement / CA	-2,4%	27,69 €	29,94 €	32,20 €	34,46 €	36,72 €
	-1,9%	29,42 €	31,68 €	33,94 €	36,20 €	38,46 €
	-1,4%	31,22 €	33,48 €	35,74 €	38,00 €	40,26 €
	-0,9%	33,11 €	35,37 €	37,63 €	39,89 €	42,15 €
	-0,4%	35,20 €	37,46 €	39,72 €	41,97 €	44,23 €

Il ressort de ces analyses, une sensibilité moyenne de la valeur au taux d'actualisation de 8,5 % en moyenne par point d'actualisation et de 5,2% par point de taux de croissance à l'infini. La valeur se révèle plus sensible au ratio d'EBE/chiffre d'affaires (12,6% en moyenne par point) et au taux d'investissement/CA (10,5% par point en moyenne)

En synthèse, la valeur par action Huis Clos ressortant de la mise en œuvre du DCF s'inscrit dans une fourchette de valorisation comprise entre 33,48 € et 38 €, soit un prix d'Offre extériorisant des décotes/primés de -5,3 à 7,5%.

### Comparables boursiers

Cette approche consiste à déterminer la valeur des fonds propres d'une société en appliquant à ses agrégats financiers jugés les plus pertinents des multiples d'évaluation observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables en termes d'activité, de profil de croissance, de rentabilité et de structure financière.

Huis Clos est présent sur deux secteurs distincts : la menuiserie sur mesure et le chauffage et les énergies renouvelables. Il ne nous a pas été possible d'identifier d'entreprises exploitant ces deux mêmes activités. Dès

lors, nous avons orienté nos recherches vers des sociétés de dimension nationale ou internationale exerçant au moins l'une ou l'autre activité.

Au terme de notre recherche, nous avons identifié cinq sociétés réalisant tout ou partie de leurs activités sur des produits comparables à ceux de Huis Clos :

- Groupe Vial est un distributeur et fabricant de produits de menuiserie : portes, fenêtres, portails, escaliers, volets, baies, etc. Il possède par ailleurs un réseau de distribution sur le territoire français constitué de 64 magasins et dans une moindre mesure en Espagne avec 6 magasins. Groupe Vial détient 5 sites de production (implantés en France, en Espagne et en Roumanie) et emploie 400 salariés. Ce groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 105,8 M€ pour l'année 2008.
- VM Matériaux est un groupe employant 2 800 salariés qui a réalisé en 2008 un chiffre d'affaires de 656,1 M€, dont 71% dans le négoce de matériaux de construction pour le bâtiment et les travaux publics, et 15% dans la menuiserie industrielle dont la gamme est comparable à celle de Huis clos (fenêtres en PVC, aluminium ou bois, volets roulants, portes d'entrée) et les charpentes industrielles. Le solde de son chiffre d'affaires est réalisé sur le segment de l'industrie du béton préfabriqué et prêt à l'emploi.
- SAMSE, 3<sup>ème</sup> acteur français du négoce de matériaux de construction, réalise 81% de son chiffre d'affaires dans ce segment uniquement à destination des professionnels. La seconde activité du groupe à l'attention des particuliers est la distribution de matériel de bricolage grâce à ses 27 magasins. SAMSE emploie près de 4 000 salariés et son chiffre d'affaires s'élève à 947,6 M€ en 2008 dont 94,3% sont réalisés sur le territoire national.
- AFG Arbonia-Forster a enregistré, avec près de 6 150 collaborateurs en 2008, un chiffre d'affaires de 1 570,6 MCHF. Il fait partie des grands équipementiers européen intégrés du bâtiment, se montrant présent sur cinq segments : technique de chauffage et sanitaires, cuisines et réfrigération, fenêtres et portes, technique du traitement de l'acier et technologie de surfaces.
- Walter Meier, groupe suisse d'envergure internationale, est présent dans 70 pays, réalisant en 2008 un chiffre d'affaires de 782,7 MCHF. Spécialisé dans les domaines du génie climatique et de l'usinage, il propose aux particuliers et aux professionnels des solutions et outils de chauffage, de climatisation, d'humidification et de déshumidification. Walter Meier emploie 1 400 salariés.

Le Groupe Vial, parmi les sociétés comparables les plus pertinentes en termes d'activités, n'a cependant pu être retenue dans notre échantillon faute de prévisions fiables.

Les multiples de résultat net ne sont pas retenus en raison, notamment, des différences observées entre les structures financières des sociétés.

En conséquence, nous privilégions la moyenne des multiples de chiffre d'affaires, d'Ebit et d'Ebitda des exercices 2009 et 2010, calculés sur la base des cours moyens pondérés 6 mois.

Sociétés	VE / CA			VE / Ebitda			VE / Ebit		
	2008	2009 e	2010 e	2008	2009 e	2010 e	2008	2009 e	2010 e
VM MATERIAUX	0,29x	0,32x	0,32x		6,09x	5,81x	5,50x	8,99x	8,46x
SAMSE SA	0,35x	0,39x	0,38x	4,53x	5,87x	5,40x	6,57x	9,20x	8,32x
WALTER MEIER AG	0,18x	0,22x	0,22x	5,81x	3,09x	3,09x	3,39x	3,92x	3,92x
AFG ARBONIA-FORSTER HLDG AG	0,33x	0,35x	0,35x	3,61x	3,77x	3,67x	7,57x	7,24x	6,97x
Moyenne	0,29x	0,32x	0,32x	4,65x	4,71x	4,49x	5,76x	7,34x	6,92x

Il convient de noter que ces sociétés sont toutes, parfois significativement, de tailles plus importantes que Huis Clos aussi bien en termes d'activité et de résultat que de capitalisation boursière et de valeur d'entreprise. Les valeurs exprimées dans le tableau ci-dessous intègrent par conséquent une décote de 15% ayant pour objet de prendre en compte cette différence de taille entre l'échantillon retenu et la société Huis Clos :

Valeur de Huis Clos	2009 e	2010 e	Moyenne
x CA	32,80 €	36,98 €	34,89 €
x Ebitda	26,01 €	30,02 €	28,02 €
x Ebit	42,21 €	49,02 €	45,61 €

Il convient de noter que les entreprises de l'échantillon opèrent essentiellement sur les marchés professionnels et du neuf qui présentent une sensibilité plus forte aux aléas conjoncturels. Pour cette raison, les prévisions portant sur les agrégats de ces sociétés s'inscrivent en baisse en 2009 ; ils sont stables ou en progression modérée en 2010, contrairement à celles de Huis Clos.

Sur ces bases, la valeur par action Huis Clos est comprise entre 28,02 et 45,61€, avec une valeur moyenne de 36,17 €. Par rapport au prix d'offre de 36 €, ces niveaux de valorisation extériorisent, respectivement, une prime de 28,5% et une décote de 21,1% et de 0,5%. Cependant, en raison de la différence de marché sur lesquels ces sociétés interviennent et de l'écart de croissance avec Huis Clos, nous ne retenons cette méthode qu'à titre secondaire.

## 5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'EVALUATEUR

---

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse du rapport d'évaluation réalisé par le ou les conseils de l'Initiateur.

Dans le cadre de la présente opération, les travaux d'évaluation ont été établis par Banque Palatine (ci-après la « Banque »).

Au cours de notre mission, nous nous sommes entretenus avec les professionnels en charge de l'évaluation au sein de Banque Palatine. L'analyse du rapport d'évaluation nous conduit à formuler les observations suivantes.

La méthodologie retenue par la Banque est identique à celle que nous avons mise en œuvre, au critère près de la transaction que nous excluons. Tout comme dans nos travaux, la référence à l'actif net comptable, les méthodes de l'ANR et du rendement ainsi que le critère des transactions comparables ont été écartées. L'actualisation des flux de trésorerie et le critère du cours boursier sont deux approches considérées à juste titre comme pertinentes. La Banque retient, par ailleurs, comme approche pertinente, le critère des comparables boursiers tandis que nos travaux le présentent à titre secondaire. Nos travaux et ceux de la Banque reposent sur les mêmes informations et sur les mêmes documents, remis par la direction du Groupe.

### a) Evaluation par actualisation des flux futurs de trésorerie

La mise en œuvre de l'évaluation par les flux futurs de trésorerie conduit la Banque à déterminer une valeur centrale de 34,65 € par action, inférieure de 1,09 € à la nôtre, soit un écart de 3,1%. Ce différentiel traduit une vision plus prudente du coût du capital et de la performance opérationnelle ainsi qu'une différence de traitement du pas d'actualisation et du passage de la valeur d'entreprise et à la valeur des capitaux propres :

- la Banque applique un taux d'actualisation plus élevé, soit 16,58% contre 16,41% dans nos travaux, le taux de croissance à l'infini étant identique, soit 1,5 % ; ces paramètres expliquent la majeure partie de la différence entre nos deux évaluations ;
- Le ratio d'Ebit normatif retenu par la Banque s'établit à 5,7%, soit un niveau inférieur de 0,2 point à notre hypothèse de marge normative ;
- dans nos travaux, les flux sont actualisés la première période sur un pas de 0,5, alors que la Banque actualise sur un pas de 1 ;
- Concernant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, trois écarts sont constatés :
  - o la Banque prend en compte les dépôts de garantie versés dans le cadre de l'occupation des sites industriels et des agences et inscrits en actifs financiers pour 810 K€; nous considérons que cette trésorerie ne peut être appréhendée par Huis Clos au mieux qu'au moment de la fermeture des

agences ; or, dans la perspective d'une continuité d'exploitation, ils ne nous paraissent pas devoir être ajoutés à la valeur d'entreprise ;

- o la Banque a traité deux avances réalisées par Cetelem et Sofinco au profit de Huis Clos, d'un montant total de 2M€, comme une composante de la dette. Pour notre part, nous les avons considérées comme des composantes du BFR permanent qui ne devraient donc pas faire l'objet d'un remboursement de la part de Huis Clos ;
- o enfin, nos travaux, réintègrent 75 % des provisions pour risques et charges, contre 50% pour la Banque ; les deux tiers représentant des dépréciations de créances clients et le solde, les SAV pour la partie ayant une forte probabilité de décaissement ; par conséquent, nous avons réintégré, en cohérence avec le retraitement des flux de provisions dans le plan, une partie des stocks de provisions du bilan dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, contrairement à la Banque qui ne les a pas prise en compte.

#### b) Comparables boursiers

Dans l'application de la méthode des comparables boursiers, la Banque retient un échantillon de sociétés plus large, qui dépasse le seul marché de la fenêtre et du chauffage. Ainsi, la Banque intègre également des sociétés spécialisées dans la distribution d'articles de bricolage, de décoration ou encore de piscines ainsi que des groupes distribuant essentiellement les grossistes et les grandes surfaces de bricolage et non les particuliers. Les multiples extériorisés dans les travaux de la Banque se révèlent supérieurs aux nôtres. Les divergences entre nos travaux proviennent de différences de prévisions sur les sociétés communes à nos travaux, de périodes de cotation différentes pour le calcul des capitalisations boursières, du retraitement de la dette nette des sociétés composant notre échantillon et de la sélection des multiples pertinents :

- nos prévisions, issues de la base financière Thomson Financial, se révèlent égales ou inférieures à celles de la Banque ;
- la dette nette prise en compte pour le calcul de la valeur d'entreprise des sociétés comparables intègre les provisions pour risques et charges et les intérêts minoritaires, contrairement à la Banque qui n'a effectué aucun retraitement à ce niveau ;
- les cours de bourse retenus par la Banque correspondent à la moyenne des cours 1 mois des sociétés sélectionnées ; pour notre part, nous avons calculé des moyennes de cours sur 6 mois de cotation afin d'atténuer l'incidence de la volatilité des marchés observés ces derniers mois ;
- à la différence de la Banque, nous avons exclu les multiples de résultats nets en raison de structures financières différentes entre les sociétés de l'échantillon et Huis Clos et avons conservé les ratios VE/CA compte tenu de l'homogénéité des marges dégagées par les sociétés de notre échantillon.

Enfin, nos travaux, à l'instar de ceux de la Banque, intègrent une prime de taille et d'illiquidité de 15%. La mise en œuvre de cette méthode par la Banque conduit à une valeur centrale de 33,41 €, tandis que nos travaux extériorisent une valeur centrale de 36,17 €.

c) Transaction récente sur le capital du Groupe

Nous n'avons pas retenu ce critère.

d) Cours de bourse

La Banque a retenu une fourchette de 25,80 € à 28,50 € sur une période 12 mois, coupon détaché, soit une fourchette proche de la nôtre, de 25,80 € à 28,20 €, retenue sur une période de cotation de 6 mois.

## 6. CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les évaluations de l'action Huis Clos auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 36 € par action proposé dans le cadre de l'Offre par rapport à ces valeurs :

BM&A						
Valeur par action			Prime / (Décote)			
min.	centrale	max.	min.	centrale	max.	
<b>Valeurs de marché</b>						
<b>Cours moyen pondéré après détachement du dividende</b>						
12 mois (pour mémoire)		26,72 €		34,7%		
6 mois		25,80 €		39,5%		
3 mois		26,12 €		37,8%		
20 jours		26,63 €		35,2%		
Cours de clôture au 13 mai 2009		28,20 €		27,7%		
<b>Approche intrinsèque</b>						
<b>Actualisation des flux futurs de trésorerie</b>						
Sur la base des comptes au 31 décembre 2008	33,48 €	35,74 €	38,00 €	7,5%	0,7%	(5,3)%
<b>Approche analogique</b>						
<b>Comparables boursiers</b>						
Multiples de CA		34,89 €		3,2%		
Multiples d'Ebitda		28,02 €		28,5%		
Multiples d'Ebit		45,61 €		(21,1)%		
<b>Transactions récentes sur le capital de la société</b>						
Apport et cession des titres Huis Clos à BG2P		36,00 €		0,0%		

Nos travaux conduisent à présenter une large fourchette d'évaluation, comprise entre 25,80 € et 45,61 € par action Huis Clos, extériorisant respectivement une prime de 39,5 % et une décote de 21,1 % par rapport au prix d'Offre de 36 €.

Le critère de valorisation reposant sur les opérations d'apport et de cession, fixé par référence au prix de l'Offre, n'est présenté qu'à titre d'information en raison de l'absence de tiers dans leur réalisation.

La méthode des comparables boursiers, retenue à titre secondaire notamment en raison d'un différentiel de croissance entre le marché de Huis Clos et celui des sociétés composant l'échantillon, présente une décote moyenne de 0,5% par rapport au prix de l'Offre.

Le critère du cours de bourse, fait ressortir des primes importantes comprises entre 27,7 % et 39,5 % par rapport au prix de l'Offre. Il convient de noter que le cours du titre, qui a marqué une baisse de 15% depuis mai 2008, a mieux résisté à la crise financière que son indice de référence, lequel s'est dégradé de 36% sur la même période.

Concernant la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie, le prix de l'Offre se trouve en adéquation avec la valeur centrale ressortant de nos travaux. Cette méthode intègre des hypothèses d'exploitation volontaristes, compte tenu du contexte économique et des données historiques, en partie compensées par un taux d'actualisation élevé, traduisant le risque d'exécution du plan d'affaires.

En conséquence, notre opinion est que le prix de 36 € par action Huis Clos proposé dans la présente Offre est équitable, d'un point de vue financier pour les actionnaires du Groupe s'agissant d'une offre dont l'acceptation est facultative et en l'absence de volonté de la part de l'Initiateur de procéder au retrait des actions de la cote. Par ailleurs, sans que cela ne constitue une recommandation aux actionnaires d'apporter ou non leurs titres à l'opération, elle présente l'intérêt d'offrir aux actionnaires une liquidité totale de leurs titres dans un environnement boursier incertain.

Fait à Paris, le 15 mai 2009

Bellot Mullenbach & Associés

Pierre Béal

Thierry Bellot

Associés

Le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 15 mai 2009 sous la présidence de Monsieur René Bertin à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF.

Outre Monsieur René Bertin, Madame Claudine Bertin, administrateur et SFPP, représentée par Monsieur Jean-Charles Galli, administrateur, étaient présents.

Monsieur le Président rappelle au Conseil d'Administration que la société BG2P, qu'il contrôle et préside, s'apprête à déposer un projet d'offre publique d'achat visant les actions de Huis Clos, aux termes de laquelle elle offrira aux actionnaires de Huis Clos d'acheter leurs actions pour un prix de 36 euros par action (« l'Offre »).

A ce titre, le Président rappelle que les membres du Conseil d'administration ont pris connaissance des documents suivants :

- le projet de note d'information rédigé par la société BG2P présentant les caractéristiques, termes et conditions du projet d'Offre ;
- l'attestation établie par le cabinet Bellot Mullenbach & Associés (Messieurs Pierre Béal et Thierry Bellot), en sa qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil d'administration lors de sa réunion du 23 avril 2009, qui leur a été communiquée ce jour ;
- le projet de note en réponse devant être déposée par Huis Clos, qui contiendra notamment l'avis motivé du présent Conseil d'administration sur l'Offre.

En l'absence de l'expert indépendant, empêché, Monsieur le président expose au Conseil les conclusions du rapport de ce dernier. Le Conseil d'administration relève notamment que :

- les différents critères de valorisation du prix de l'Offre tels qu'ils ressortent de la synthèse préparée par Banque Palatine, banque présentatrice de l'Offre, sont conformes à ceux retenus par l'expert indépendant ;
- l'expert indépendant a conclu au caractère équitable du prix de l'Offre et à l'égalité de traitement des actionnaires dans son rapport en date du 15 mai 2009.

Le Conseil d'administration prend acte que BG2P n'envisageait pas de procéder à un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.

Le Conseil d'administration entreprend un échange de vues sur l'ensemble de ces éléments.

Le Conseil d'administration discute des motifs du projet d'Offre et des intentions de BG2P, telles qu'ils apparaissent dans le projet de note d'information de BG2P.

Le Conseil d'administration note en particulier que BG2P, contrôlée et dirigée par les actionnaires fondateurs de Huis Clos, a l'intention de poursuivre les orientations stratégiques mises en œuvre par le conseil d'administration de Huis Clos, si bien que l'Offre n'aura aucune incidence sur la politique industrielle, commerciale et financière de Huis Clos.

En outre, l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de Huis Clos. De ce fait, l'Offre ne devrait pas avoir d'impact sur la politique de Huis Clos en matière d'emploi et ses salariés continueront à bénéficier du même statut collectif et individuel.

Le Conseil d'administration en déduit que la mise en œuvre de l'Offre est dans l'intérêt de Huis Clos et de ses salariés.

Le Conseil d'administration considère par ailleurs que le projet d'Offre de BG2P est dans l'intérêt des actionnaires de Huis Clos, en ce que cette Offre représente notamment pour ces derniers une opportunité de bénéficier d'une liquidité immédiate dans des conditions financières attrayantes.

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

En effet, le prix proposé aux actionnaires dans le cadre de l'Offre fait apparaître une prime importante (entre 0 % et 39,53 %, soit entre 0 et 10,20 euros par action) selon les méthodes employées (voir section 2 "Eléments d'appréciation du prix de l'Offre" du projet de note d'information de BG2P).

C'est pourquoi, il estime pouvoir recommander aux actionnaires de Huis Clos d'apporter leurs actions à l'Offre.

Huis Clos détient à la date du 30 avril 2009 143 480 actions Huis Clos acquises dans le cadre de son programme de rachat, notamment en application du contrat de liquidité conclu avec la société Arkéon Finance.

Au regard du caractère strictement limitatif de leur affectation aux différents objectifs du programme de rachat, ces actions ne pourront pas être apportées à l'Offre.

Monsieur René Bertin, Madame Claudine Bertin et SFPP ont indiqué qu'à la suite du transfert de leurs actions Huis Clos à BG2P, qui sera effectif à la date où l'AMF déclarera l'Offre conforme, ils ne détiendront plus aucune action de Huis Clos, si bien que la question de leur apport éventuel à l'Offre ne se pose pas.

Sur la base de l'ensemble des éléments qui précèdent, le Conseil d'administration, après en avoir délibéré, décide d'approuver le projet d'Offre et le projet de note en réponse y afférent.

En conséquence, le Conseil d'administration autorise le Président Directeur-Général à finaliser et à signer le projet de note d'information en réponse à l'Offre, ainsi que tout autre document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « Autres Informations » relatif à Huis Clos.

A la suite de la réalisation des Apports, les membres du conseil d'administration de Huis Clos ne détiendront plus aucune action de la Société.

## **7 INFORMATIONS CONCERNANT HUIS CLOS**

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Huis Clos requises par l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF seront composées du document de référence qui sera enregistré au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

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

HUIS CLOS

Représentée par René Bertin, Président-Directeur Général.