

Conformément aux dispositions de l'article 31 de la loi n° 26-03 relative aux offres publiques sur le marché boursier, le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM) a examiné le projet d'offre publique de retrait (OPR) visant les actions de Le Carton déposé, en application de l'article 20 de ladite loi, par Holmarcom en date du 10 août 2007.

En conséquence de ce dépôt, le CDVM a demandé, selon les dispositions de l'article 30 de la loi susmentionnée, à la Bourse de Casablanca de procéder à la suspension de la cotation des titres Le Carton à partir du 13 août 2007.

1- Objectifs et intentions de Holmarcom

En septembre 2004, après avoir pris connaissance des comptes annuels relatifs à l'exercice 2003, les actionnaires de la société Le Carton ont décidé, bien que les capitaux propres soient inférieurs au quart du capital social, la continuation de l'activité de la société.

Le 21 septembre 2005, la Bourse de Casablanca a décidé de procéder à la radiation de la valeur Le Carton de la cote de la bourse pour non respect des conditions de séjour à la cote, à savoir la diffusion dans le public d'un nombre minimum de 30 000 actions. Après que la société Le Carton ait porté à la connaissance de la Bourse de Casablanca son projet d'augmentation de capital, cette dernière a décidé de surseoir à la procédure de radiation.

En décembre 2006, Le Carton a procédé à une opération accordéon, afin d'absorber partiellement les pertes cumulées enregistrées par la société et de reconstituer ses fonds propres. A travers cette augmentation de capital, Le Carton envisageait, également de répondre aux critères de séjour à la cote de la Bourse de Casablanca.

A l'issue de cette opération, la composition du capital et des droits de vote de Le Carton est la suivante :

ACTIONNAIRE	Au 31/12/2006		
	Nombre d'actions détenues	Nombre de droits de vote détenus	% de droits de vote détenu
Holmarcom	245 225	245 225	97,53%
Autres entités apparentées au groupe Bensalah	4 218	4 218	1,68%
Flottant	1 984	1 984	0,79%
Total	251 427	251 427	100,00%

Le nombre d'actions composant le flottant en bourse est de 1 984 et le nombre de droits de vote détenus par Holmarcom dans Le Carton est porté à 97,53% et dépasse ainsi le seuil de 95% des droits de vote mentionné dans l'article 20 de la loi précitée.

En conséquence Holmarcom doit, conformément à l'article 20 de la loi précitée, lancer une OPR sur les actions Le Carton.

A cet effet, l'initiateur lance une OPR sur les 1 984 actions Le Carton, constituant le flottant en bourse, qu'il s'engage irrévocablement à acquérir, au prix unitaire de 177 DH.

L'autorité qui veille sur votre épargne

Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières

L'opération accordéon susmentionnée n'ayant pas permis à Le Carton de se conformer aux conditions de séjour à la cote de la Bourse de Casablanca, cette opération est préalable à la radiation de la valeur Le Carton.

2- Modalités de l'offre publique

Le projet d'offre publique de retrait (OPR) porte sur l'acquisition de toutes les actions Le Carton constituant le flottant en bourse, au prix unitaire de 177 DH.

Les actionnaires de Le Carton auront la possibilité d'apporter, intégralement ou partiellement, leurs actions à l'offre.

Holmarcom s'engage à acquérir de manière ferme et irrévocable la totalité des actions apportées à l'OPR par les actionnaires de Le Carton.

Aucun seuil de renonciation n'est envisagé par Holmarcom dans le cadre de cette opération.

3-Examen de la recevabilité

En référence aux dispositions des articles 13 et 32 de la loi susmentionnée, le CDVM a apprécié le projet d'offre publique au regard des éléments suivants :

▾ Les caractéristiques du projet d'offre

Le CDVM a examiné les caractéristiques du projet d'offre au regard des principes énoncés par l'article 13 précité et notamment les principes de transparence et d'égalité de traitement des actionnaires. A ce titre le CDVM a relevé que le critère d'égalité de traitement est respecté dans la mesure où l'offre vise l'ensemble des porteurs de titres Le Carton constituant le flottant en bourse.

Par ailleurs, l'analyse multicritère retenue pour la fixation du prix a été examinée par le CDVM, et appréciée comme suit :

- **Actualisation des flux futurs (DCF)** : l'évaluation est effectuée sur la base des cash flows nets générés par l'activité de la société Le Carton et issus du business plan établi par son management, actualisés à un coup moyen pondéré du capital de 10,15%.

La valeur de l'action Le Carton qui ressort de l'application de cette méthode est de 158 DH.

- **Moyenne des cours** : la valorisation est effectuée sur la base des cours boursiers de Le Carton observés sur une durée de 24 mois, allant du 16 septembre 2005 au 8 août 2007, date de la dernière cotation du titre le Carton. Ces cours ont été ajustés pour tenir compte de l'évolution du nombre total d'actions résultant de l'opération accordéon susmentionnée. A travers l'utilisation de cette méthode, l'action Le Carton est évaluée à 241 DH.
- **Comparables boursiers** : l'évaluation est effectuée sur la base des multiples moyens d'un échantillon de sociétés nationales comparables cotées à la Bourse de Casablanca (Cartier Saada, Branoma et Unimer). Compte tenu de la situation actuelle de Le Carton et notamment ses indicateurs financiers en 2006 et ceux estimés pour l'année 2007, les multiples retenus sont ceux du chiffre d'affaires et des fonds propres.

L'autorité qui veille sur votre épargne

Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières

INDICATEURS	MULTIPLES MOYENS	PRIX / ACTION LE CARTON
Chiffre d'affaires	2,20 x	442,13
Fonds propres	2,94 x	94,85

En tenant compte de la moyenne simple des valeurs obtenues par les deux multiples, la valorisation par la méthode des comparables boursiers est de 268 DH par action.

Le prix de l'action Le Carton, de 177 DH, retenu par l'initiateur pour la réalisation de la présente offre, correspond à une pondération des prix obtenus par les trois méthodes décrites ci-dessus en fonction de la pertinence de chacune.

- Le prix de l'action Le Carton obtenu par la méthode de l'actualisation des flux futurs a été pondérée à 80%. En effet, cette méthode, qui permet de tenir compte du potentiel de croissance de la société est la seule à réunir les conditions de pertinence et d'applicabilité ;
- Le nombre limité de titres composant le flottant du titre Le Carton, sa faible liquidité sur le marché et le nombre réduit d'actions sur lesquels ont porté les transactions boursières font que la moyenne des cours boursiers observés sur les 24 derniers mois de cotation de Le Carton ne reflètent pas la valeur réelle du titre. La valorisation obtenue par l'application de cette méthode a donc été pondérée à 10% ;
- La situation financière de Le Carton et son profil de rentabilité étant largement différent des comparables boursiers utilisés, la valorisation obtenue par la méthode des comparables, peu pertinente, a été pondérée à 10% dans le calcul du prix de l'action Le Carton.

Une synthèse de l'évaluation décrite ci-dessus est reprise dans le tableau suivant :

METHODE	PRIX / ACTION LE CARTON	PONDERATION
DCF	158	80%
Moyenne des cours	241	10%
Comparables boursiers	268	10%
Moyenne pondérée	177	

Compte tenu de ce qui précède, le CDVM considère que les méthodes utilisées relèvent de critères d'évaluation objectifs, significatifs et multiples. De même, ces critères sont pertinents et usuellement retenus, et correspondent aux caractéristiques de la société visée. Aussi, le CDVM estime que les caractéristiques de l'offre sont conformes aux principes énoncés par l'article 13 précité.

▼ **Avis de l'expert indépendant**

En référence à l'article 25 de la loi susmentionnée, le cabinet FINACS, représenté par M. Anas Abou El Mikias, a été mandaté par Holmarcom en qualité d'évaluateur indépendant afin de se prononcer sur le caractère équitable du prix proposé pour le rachat des titres Le Carton visés par l'OPR.

Le CDVM a donné son accord sur le choix de cet évaluateur indépendant.

Les travaux de FINACS ont consisté à :

- Analyser le contexte général de l'opération ;
- Examiner les méthodes d'évaluation retenues dans le rapport de l'évaluateur, contrôler leur pertinence, leur cohérence et leur correcte mise en œuvre ;
- Analyser les critères d'évaluation écartés par l'évaluateur,
- Etudier la sensibilité des valeurs obtenues à la variation des paramètres structurants.

Le rapport de l'évaluateur indépendant a conclu au caractère équitable du prix offert aux actionnaires minoritaires et confirme que celui-ci a été établi selon des méthodes d'évaluation pertinentes et usuellement retenues, utilisant des critères connus, exacts, objectifs, significatifs et multiples.

▼ **Intérêts stratégiques nationaux**

En application de l'article 29 de la loi 26-03 précitée, le CDVM a soumis le 24 août 2007, le projet d'offre au Ministre des Finances et de la Privatisation en vue de l'appréciation dudit projet au regard des intérêts stratégiques nationaux. Le Ministre n'a pas formulé d'objection au projet.

4- DECISIONS DU CDVM

▼ **Accord au projet d'offre**

Au vu de l'ensemble des éléments précités, le CDVM déclare recevable le projet d'offre publique d'achat de Holmarcom sur les actions Le Carton, au prix unitaire de 177 DH.

▼ **Calendrier**

Le calendrier définitif de l'opération sera fixé ultérieurement. Il doit être préalablement validé par la Bourse de Casablanca.

▼ **Reprise de la cotation de la valeur Le Carton**

Le CDVM demandera à la Bourse de Casablanca de reprendre la cotation de la valeur Le Carton le Mardi 20 novembre 2007.

Rabat, le 15 novembre 2007

CONTACT CDVM

Tél : 037 68 89 22

E-mail : operations_financieres@cdvm.gov.ma

DE/EM/002/2007

L'union fait la force

Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières