

NOTE D'INFORMATION DE



EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE INITIEE PAR ETOILE HOLDING 2, SAS VISANT LES ACTIONS DE LA CIAT - COMPAGNIE INTERNATIONALE ANDRE TRIGANO

En application des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, l'avis du Cabinet Bellot Mullenbach & Associés, agissant en qualité d'expert indépendant est inclus dans la présente note en réponse.

Avis important

Si les conditions de l'article L. 433-4 III du code monétaire et financier et des articles 237-14 à 237-16 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers sont réunies à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée, ETOILE HOLDING 2, SAS a l'intention de mettre en oeuvre une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions CIAT non apportées à l'offre publique d'achat simplifiée en contrepartie d'une indemnité de 48 euros par action CIAT, égale au prix offert dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée.



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

En application de l'article L 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (AMF) a apposé son visa n° 10-031 en date du 23 février 2010 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société ETOILE HOLDING 2, SAS et engage la responsabilité de son signataire.

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

La présente note en réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org), sur le site Internet de la CIAT (www.andre-trigano.com) et sans frais auprès de :

Compagnie Internationale André Trigano "CIAT"
111-113 rue de Reuilly 75012 Paris

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, comptables et financières de la CIAT seront mises à la disposition du public dans les mêmes conditions au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF.

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.

TABLE DES MATIERES

	<u>Page</u>
1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L’OFFRE PUBLIQUE D’ACHAT SIMPLIFIEE DE ETOILE HOLDING 2 SAS	3
2. CONTEXTE DE L’OFFRE PUBLIQUE D’ACHAT SIMPLIFIEE DEPOSEE PAR ETOILE HOLDING 2 SAS	4
3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	5
4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA CIAT	44
5. NOMBRE D'ACTIONS DETENUES DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT PAR LA CIAT ET NOMBRE D'ACTIONS QU'ELLE PEUT DETENIR A SA PROPRE INITIATIVE	45
6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE SUR L’APPRECIATION DE L’ OFFRE PUBLIQUE D’ACHAT SIMPLIFIEE OU SUR SON ISSUE	46
6.1 ACCORDS AUXQUELS LA SOCIETE EST PARTIE.....	46
6.2 ACCORDS DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE.....	46
7. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L’OFFRE PUBLIQUE D’ACHAT SIMPLIFIEE	46
7.1 STRUCTURE DU CAPITAL.....	46
7.2 RESTRICTIONS A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AU TRANSFERT D'ACTIONS – CLAUSES DE CONVENTIONS COMMUNIQUEES A LA SOCIETE	47
7.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions de la Société.....	47
7.2.2 Clauses de conventions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions communiquées à la Société	47
7.2.3 Accords particuliers entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.....	48
7.3 PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA CIAT AYANT FAIT L’OBJET D’UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL	48
7.4 LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX	48
7.5 MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D’ ACTIONNARIAT DU PERSONNEL.....	48
7.6 REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE ET DE LA DIRECTION GENERALE DE LA SOCIETE AINSI QU’A LA MODIFICATION DES STATUTS	49
7.7 POUVOIRS DU DIRECTOIRE EN PARTICULIER EN MATIERE D’EMISSION OU DE RACHAT D’ACTIONS	49
7.8 ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE	49
7.9 ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE OU DU DIRECTOIRE OU LES SALARIES, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE D’ACHAT	49
8. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D’INFORMATION EN REPONSE	50

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE DE ETOILE HOLDING 2 SAS

En application du titre III du livre II et plus particulièrement des articles 234-2 et 233-1 2° du Règlement général de l'AMF, ETOILE HOLDING 2 SAS, société par actions simplifiée au capital de 41.000.000€, dont le siège social est situé à Paris (75009) 13-15, rue Taitbout, et ayant pour numéro unique d'identification 519 146 005 RCS Paris (« **H2** » ou l'« **Initiateur** »), s'est engagée irrévocablement auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») à offrir aux actionnaires de CIAT - Compagnie Internationale André Trigano, Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 4.924.800 Euros divisé en 1.231.200 actions d'une valeur nominale de 4 euros chacune, entièrement libérées, toutes de même catégorie et admises aux négociations sur le marché Euronext Paris de NYSE Euronext, dont le siège social est situé à Paris (75012) 111-113 rue de Reuilly, et ayant pour numéro unique d'identification 732 067 954 (« **CIAT** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions CIAT au prix de 48 euros par action à régler exclusivement en numéraire, dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

L'Offre fait suite au franchissement indirect par H2 des seuils du tiers et de 50% du capital et des droits de vote de la CIAT.

BNP PARIBAS est l'établissement présentateur de l'Offre 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 H2 dans le cadre de l'Offre.

Le projet d'Offre a été déposé le 8 février 2010. Le projet de note d'information de l'Initiateur est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sans frais au siège social de l'Initiateur et auprès de BNP PARIBAS, 4, rue d'Antin - 75002 Paris.

H2 détient, directement et indirectement, 1.127.935 actions CIAT représentant environ 91,61% du capital et 93,99% des droits de vote de la Société. La CIAT détient 2.736 de ses propres actions achetées dans le cadre d'un contrat de liquidité conclu avec EXANE BNP PARIBAS. Ces actions seront apportées à l'offre ainsi qu'il résulte de la décision du conseil de surveillance de la CIAT du 4 février 2010.

L'Offre porte donc sur la totalité des actions CIAT non déjà détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, à savoir 103.265 actions CIAT existantes représentant à ce jour 8,39% du capital et 5,88% des droits de vote de la Société.

La durée de l'Offre sera de 10 jours de négociation.

L'Initiateur a précisé qu'à l'issue de l'Offre, il a l'intention de demander à l'AMF, dans les 3 mois suivant la clôture de l'Offre, conformément aux articles 237-14 et suivants, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire si les conditions légales et réglementaires étaient remplies, moyennant une indemnité.

2. CONTEXTE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE DEPOSEE PAR ETOILE HOLDING 2 SAS

Préalablement au changement de contrôle décrit ci-dessous, le capital et les droits de vote de la CIAT étaient répartis comme suit :

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote ⁽²⁾	% de droits de vote
Animation et Gestion Commerciale - « AGC »	463.893	37,7%	927.786	39,1%
M. André Trigano	185.079	15,0%	370.158	15,6%
Financière de la Coriandre SAS ⁽¹⁾	338.634	27,5%	677.162	28,5%
Groupe Proméo SA	134.197	10,9%	261.594	11,0%
Autres	106.661	8,7%	133.090	5,6%
Actions autodétenues	2.736	0,2%	-	0,0%
Total	1.231.200	100,0%	2.372.526	100%

(1) Financière de la Coriandre était une société holding intégralement détenue par le FCPR Acto, qui est géré par Finama Private Equity

(2) Nombre de droits de vote résultant de l'application de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

A l'issue d'un processus concurrentiel de cession, la Caisse centrale d'activités sociales du personnel des industries électrique et gazière (« CCAS ») a signé, le 10 décembre 2009, plusieurs accords sous conditions suspensives permettant à celle-ci de prendre le contrôle indirect de 93,1% du capital de la CIAT avec faculté de substitution.

En applications de ces accords, les opérations suivantes ont été réalisées (H2 s'étant substituée à la CCAS):

- Apport, le 22 décembre 2009, des 185.078 actions CIAT détenues par M. André Trigano au profit de la société AGC, sur la base d'un prix de 48 euros par action CIAT ;
- Acquisition par H2, le 30 décembre 2009, de la totalité du capital et des droits de vote de la société Financière de la Coriandre auprès du FCPR Acto, sur la base d'un prix de 48 euros par action CIAT ;
- Acquisition par H2, le 30 décembre 2009, de l'intégralité de la participation de QS Companies Europe Ltd (Quilvest) au capital de AGC, sur la base d'un prix de 48 euros par action CIAT ;
- Acquisition par H2, le 30 décembre 2009, de 134.197 actions CIAT détenues par la société Groupe Proméo SA et de 6.133 actions CIAT détenues par d'autres actionnaires minoritaires, au prix unitaire de 48 euros.

H2 détient donc, directement et indirectement, 1.127.935 actions CIAT représentant 91,61 % du capital et 93,99 % des droits de vote de la Société (sur la base d'un nombre total de 2.053.985 droits de vote résultant de l'application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF).

A l'issue des opérations décrites ci-dessus, le capital et les droits de vote de la CIAT sont répartis comme suit :

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote⁽¹⁾	% de droits de vote
Animation et Gestion Commerciale – « AGC »	648.971	52,7%	1.112.864	54,2%
Financière de la Coriandre SAS	338.634	27,5%	677.267	33,0%
Etoile Holding 2 SAS	140.330	11,4%	140.330	6,8%
Autres	100.529	8,2%	120.788	5,9%
Actions autodétenues	2.736	0,2%	2.736	0,0%
Total	1.231.200	100%	2.053.985	100%

(1) Nombre de droits de vote résultant de l'application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

L'Offre a ainsi été déposée pour satisfaire aux obligations réglementaires s'imposant à H2, cette dernière ayant franchi à la hausse les seuils du tiers et de 50% du capital et des droits de vote de la Société.

Dans ce cadre et conformément aux dispositions des articles 261-1 I 2° et 261-1 II du Règlement général de l'AMF, le conseil de surveillance de la Société, dans sa séance du 17 décembre 2009, a désigné en qualité d'expert indépendant le Cabinet Bellot Mullenbach & Associés aux fins d'établir un rapport d'expertise sur les conditions financières de l'Offre.

3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

« 1. Contexte de l'opération »

Fin 2008, les actionnaires de la société Compagnie Internationale André Trigano (ci-après la « Société », le « Groupe » ou « CIAT ») avaient mandaté la banque BNP Paribas (ci-après « BNP Paribas ») aux fins de rechercher des acquéreurs ou des partenaires financiers ou industriels, susceptibles d'assurer la poursuite du développement de la Société.

En application des termes du Protocole de Cession d'Actions signé le 10 décembre 2009, les actionnaires de CIAT et la Caisse Centrale des Activités Sociales des Industries Electrique et Gazière (ci-après la « CCAS ») ont finalisé, le 30 décembre 2009, les accords permettant la prise de contrôle de CIAT par la CCAS.

Avant la prise de contrôle de CIAT par la CCAS, la Société était contrôlée, indirectement par le Fonds Commun de Placements à Risques Acto (ci-après « Acto »), représenté par la société de gestion Groupama Private Equity, via la société Financière de la Coriandre, détenue intégralement par Acto, et qui détient elle-même :

- le contrôle d'Animation et Gestion Commerciale (ci-après « AGC ») à hauteur de 52,47%, actionnaire de CIAT à hauteur de 37,68 % du capital ;
- une participation directe dans CIAT à hauteur de 27,50 % de son capital.

Préalablement à la cession du contrôle à la CCAS, est intervenue la conversion des obligations convertibles en actions (OC) émises par AGC, et détenues par Financière de la Coriandre (2 910 OC) et Quilvest (1 247 OC), donnant droit à une action par OC convertie, faisant évoluer le capital d'AGC comme suit :

Actionnariat d'AGC SA	Avant conversion des OC		OC converties	Après conversion des OC	
	Nbre d'actions	% du capital		Nbre d'actions	% du capital
. Quilvest	15 835	22,50%	1 247	17 082	22,91%
. Financière de la Coriandre (1)	36 936	52,47%	2 910	39 846	53,45%
. André Trigano	17 620	25,03%		17 620	23,64%
Total	70 391	100,00%	4 157	74 548	100,00%

(1) Détenue à 100 % par le FCPR Acto

Puis, préalablement à la cession du contrôle à la CCAS, Monsieur André Trigano a fait apport à AGC des actions CIAT qu'il détenait, conduisant à modifier comme suit l'actionnariat d'AGC et de CIAT :

Actionnariat d'AGC SA	Avant apport de A. Trigano		Après apport de A. Trigano	
	Nbre d'actions	% du capital	Nbre d'actions	% du capital
. Quilvest	17 082	22,91%	17 082	16,18%
. Financière de la Coriandre (1)	39 846	53,45%	39 846	37,74%
. André Trigano	17 620	23,64%	48 646	46,08%
Total	74 548	100,00%	105 574	100,00%

(1) Détenue à 100 % par le FCPR Acto

Actionnariat de CIAT	Avant apport de A. Trigano		Après apport de A. Trigano	
	Nbre d'actions	% du capital	Nbre d'actions	% du capital
. AGC SA	463 893	37,68%	648 971	52,71%
. Financière de la Coriandre (1)	338 634	27,50%	338 634	27,50%
. André Trigano	185 078	15,03%		
. Autres personnes physiques	23 991	1,95%	23 991	1,95%
. Proméo	134 197	10,90%	134 197	10,90%
. Autodétention	2 736	0,22%	2 736	0,22%
. Public	82 671	6,71%	82 671	6,71%
Total	1 231 200	100,00%	1 231 200	100,00%

(1) Détenue à 100 % par le FCPR Acto

Par la suite, la CCAS, via les sociétés holding créées ad hoc, Etoile Holding 1 et Etoile Holding 2 (détenue à 100% par Etoile Holding 1), a acquis :

- auprès d'Acto, l'intégralité des titres représentant le capital de Financière de la Coriandre ;
- auprès de Quilvest, la totalité des titres AGC qu'elle détenait ;
- auprès de Proméo, les 10,90 % des actions CIAT qu'il détenait ;

- auprès de diverses personnes physiques, 0.50 % des actions CIAT qu'elles possédaient.

En conséquence, la situation actionnariale a évolué comme suit, s'agissant d'AGC et de CIAT :

Actionnariat d'AGC SA	Avant cession		Après cession	
	Nbre d'actions	% du capital	Nbre d'actions	% du capital
. Quilvest	17 082	16,18%		
. Financière de la Coriandre (1)	39 846	37,74%	39 846	37,74%
. André Trigano	48 646	46,08%	48 646	46,08%
. Etoile Holding 2 (2)			17 082	16,18%
Total	105 574	100,00%	105 574	100,00%

(1) Détenu à 100 % par Etoile Holding 2

(2) Acquis de Quilvest

Actionnariat de CIAT	Avant cession		Après cession	
	Nbre d'actions	% du capital	Nbre d'actions	% du capital
. AGC SA	648 971	52,71%	648 971	52,71%
. Financière de la Coriandre (1)	338 634	27,50%	338 634	27,50%
. Autres personnes physiques	23 991	1,95%	17 858	1,45%
. Proméo	134 197	10,90%		0,00%
. Autodétention	2 736	0,22%	2 736	0,22%
. Public	82 671	6,71%	82 671	6,71%
. Etoile Holding 2			140 330	11,40%
Total	1 231 200	100,00%	1 231 200	100,00%

(1) Détenu à 100 % par Etoile Holding 2

A l'issue de ces opérations, la CCAS, via Etoile Holding 2, détient le contrôle de CIAT à hauteur de 91,61 % de son capital :

- indirectement, pour 80,21 %, à travers le contrôle de d'AGC et de la Financière de la Coriandre ;
- directement, pour 11,40 %.

Ainsi, conformément à l'article 233-1 2° du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après l'« AMF »), la société Etoile Holding 2 (ou l'« Initiateur ») initie une Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après l'« OPAS » ou l'« Offre ») sur les actions CIAT qu'elle ne contrôle pas encore, au prix unitaire de 48 €. L'Offre porte donc sur 8,39 % du capital de la Société, soit 103 265 actions, étant précisé que plusieurs personnes physiques représentant environ 2 % du capital de CIAT se sont irrévocablement engagées à apporter les titres CIAT à l'Offre faite par Etoile Holding 2.

En application de l'article 237-14 du règlement général de l'AMF, dans l'hypothèse où il viendrait à l'issue de l'Offre à détenir au moins 95 % du capital ou des droits de vote de la Société, l'Initiateur a indiqué son intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire dans un délai de trois mois à compter de la clôture de l'Offre.

Dans ce contexte, et conformément à l'article 261-1 I 2° et 261-1 II du règlement général de l'AMF, le cabinet Bellot Mullenbach & Associés (ci-après « BM&A ») a été mandaté le 17 décembre 2009 par le Conseil de surveillance de CIAT 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 CIAT.

2. Présentation de l'expert indépendant

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^{ème}.

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, qui présente également le rapport de transparence au titre de l'exercice clos au 30 juin 2009, en application de l'article R. 823-21 du Code de commerce.

BM&A est membre indépendant du réseau Baker Tilly France, membre de Baker Tilly International.

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/Bénéficiaire	Banque présentatrice
mars-08	Garantie de cours	SAIRP Composites	Ampère Développement	Banque Palatine
mai-09	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Intercall	Financière LR	Oddo Corporate Finance
juin-09	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Cofidur	EMS Finance	Crédit du Nord
juin-09	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Huis Clos	BG2P	Banque Palatine
sept-09	Rachat des CCI (1)	CRCAM Aquitaine	CRCAM Aquitaine	Oddo Corporate Finance
sept-09	Rachat des CCI (1)	CRCAM Centre Loire	CRCAM Centre Loire	Oddo Corporate Finance
nov-09	Augmentation de capital avec suppression du DPS	Risc Group	STS Group	HSBC

(1) Opération non soumise aux dispositions du règlement général de l'AMF

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 CIAT, de la CCAS, de la société Etoile Holding 1, et de la société Etoile Holding 2, initiatrice de l'Offre, de leurs conseils respectifs et, s'agissant de CIAT, de ses actionnaires.

2.4 Rémunération de l'expert indépendant

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 70 000 €, hors taxes et débours.

2.5 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal et Jean-Louis Mullenbach, associés signataires, assistés de Laurent Pény, chef de mission spécialisé en évaluation financière. La revue indépendante a été effectuée par Roland Clère, directeur de mission.

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 23 décembre 2009 au 4 février 2010, date à laquelle nos travaux ont été présentés au Conseil de surveillance.

Au cours de nos travaux et s'agissant de CIAT, nous nous sommes principalement entretenus avec messieurs :

- André Trigano, Président du conseil de surveillance ;
- Alain Béral, Président du Directoire ;
- Olivier Ortin, membre du Directoire, Directeur administratif et financier ;
- Gilles Benoist, membre indépendant du Conseil de surveillance ;
- René Teulier, membre indépendant du Conseil de surveillance.

Nous nous sommes également entretenus avec le représentant de BNP Paribas Corporate Finance, en la personne de Monsieur Hervé Bodin, et le représentant de Natixis Finance, banque conseil de la CCAS, en la personne de Monsieur Dominique Benet.

Enfin, nous avons rencontré à sa demande Monsieur Xavier du Terrail, *managing director* au sein de la société de gestion de fonds Montpensier Finance, et dont le fonds commun de placement Quadrator détient 2,59 % de CIAT. Monsieur du Terrail nous a fait part de ses remarques concernant le prix de l'Offre qu'il estime insuffisant.

Nos entretiens avec les responsables de la Société se sont déroulés les 23, 24 et 30 décembre 2009 au siège social de CIAT et ont été complétés par des conférences téléphoniques et des échanges électroniques. Ils ont notamment porté sur les points suivants :

- présentation de l'opération envisagée ;
- description de l'activité du Groupe et de son marché ;
- analyse du plan d'affaires 2009-2010/2012-2013 et identification des facteurs susceptibles de remettre en cause les hypothèses structurantes de ce plan ;
- perspectives d'évolution de l'activité du Groupe.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- prendre connaissance de l'activité de CIAT ;
- 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 CIAT ;
- 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 conjointement par BNP Paribas et Natixis, 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 BNP Paribas, la direction de CIAT, en particulier :

- la Convention de cession entre Acto, Quilvest, André Trigano et autres, et la CCAS, du 10 décembre 2009 ;
- le Pacte d'associés entre Monsieur André Trigano et la CCAS, du 10 décembre 2009 ;
- la Lettre-avenant à la convention de cession du 10 décembre 2009, du 30 décembre 2009 ;
- l'Acte réitératif entre CIAT et Monsieur André Trigano, du 30 décembre 2009 ;
- le Contrat de cession d'actions entre Groupe Proméo SA et CCAS, du 10 décembre 2009 ;
- le projet de traité d'apport des titres Compagnie Internationale André Trigano (CIAT) par Monsieur André Trigano à AGC, du 10 décembre 2009 ;
- le rapport des commissaires aux apports sur la valeur de l'apport dans le cadre de l'opération d'apport de titres de la société Compagnie Internationale André Trigano (CIAT) à la société Animation et Gestion Commerciale (AGC), du 11 décembre 2009 ;
- les offres indicatives communiquées à BNP Paribas dans le cadre du mandat de vente qui lui avait été confié ;
- la liste des partenaires potentiels contactés par BNP Paribas ;
- le projet des comptes consolidés au 30 septembre 2009, audités mais non certifiés¹ ;
- le projet de rapport de *vendor due diligence* établi par Ernst & Young du 13 août 2009, portant sur les exercices 2006-2007 et 2007-2008 ;
- le plan de développement 2008-2009 / 2012-2013 du Groupe élaboré par la Direction ;
- le rapport d'évaluation réalisé conjointement par BNP Paribas et Natixis Finance ;
- le projet de note d'information de la présente opération ;
- la note d'information et note en réponse de l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de CIAT et initiée par la société Financière de la Coriandre en septembre 2007 ;
- 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 avons obtenu l'accès à la dataroom électronique, qui centralisait l'ensemble des informations historiques de nature comptable et juridique, mise en œuvre à l'occasion du processus de cession. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblée pertinente. En particulier, nous avons examiné les comptes et les notes d'analyse

¹ A la date du présent rapport. Cependant, les commissaires aux comptes nous ont indiqué que les comptes seraient certifiés sans observations ni réserves

disponibles relatifs 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 d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC. 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 CIAT 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. Présentation de CIAT

CIAT est une société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 4,9 M€, réparti en 1 231 200 actions de 4,00 € de nominal. Son siège social est situé à Paris, 111-113 rue de Reuilly dans le 12^{ème} arrondissement. La Société est cotée sur l'Eurolist C d'Euronext Paris. Sa capitalisation boursière atteint 75,7 M€ sur la base d'un cours de 61,45 € au 12 octobre 2009, date de suspension de la cotation de CIAT. Au 30 septembre 2009, le Groupe emploie 463 personnes via ses deux pôles d'activité, Habitats & Services (production et location) et Tourisme (exploitation de campings et agence de voyages) et sa holding de tête, répartis en 10 entités juridiques pour la plupart filiales à 100 % de la société holding CIAT.

3.1 Bref historique du Groupe

Créé en 1973 par Monsieur André Trigano, CIAT est devenu le leader de l'hôtellerie de plein air (ci-après « HPA ») en France.

A l'origine, CIAT est un fabricant de toiles de camping, principalement à destination des collectivités, et produites dans l'usine de Mazères (09) construite en 1976. La Société innove en 1983 en concevant le BTM, Bungalow de Toile Meublé, qu'elle propose à l'achat ou à la location aux gestionnaires de campings. En 1985, CIAT crée les « Etapes André Trigano », qui labellisent et commercialisent des séjours dans les campings équipés de BTM. Après son introduction au Marché Libre de la Bourse des valeurs de Lyon en 1987, le Groupe renforce son activité de fabricant de toile en achetant les marques Maréchal et Messenger (camping léger).

En 1996, CIAT franchit une nouvelle étape en devenant exploitant de sites de camping via l'acquisition à VVF de la chaîne Campéole. L'activité exploitation se diversifie dans le village vacances en 2002 avec l'acquisition d'Arepos Vacances. La croissance du Groupe nécessite alors le renforcement des fonds propres : Acto et Quilvest font leur entrée au capital à travers AGC. En 2005, le Groupe étend ses activités d'exploitant de campings à l'Italie et lance la chaîne de franchisés Flower Campings.

Cependant, les comptes de l'exercice 2005-2006 affichent une nette dégradation des résultats. Un programme de restructuration est alors engagé, prévoyant le recentrage sur deux métiers : l'exploitation des sites d'HPA et la fabrication de BTM. La production industrielle est filialisée au sein de CIAT DPS tandis que l'unité de production Maréchal et Messenger est fermée (juillet 2006). Le Groupe sort du marché des résidences de vacances en cédant Arépos en mars 2007 et de celui de la franchise en cédant Flower Campings entre avril et septembre 2007, la cession du reliquat (24,5 %) de cette participation ayant été réalisée en décembre 2009. Ces opérations de cession conduisent au redressement du résultat du Groupe, qui renoue avec les profits, et dégagent une trésorerie d'environ 10 M€, permettant le remboursement des dettes et le financement de la modernisation et du « durcissement » des campings exploités. L'année 2007 voit également le changement du contrôle de la Société, Acto ayant converti des obligations convertibles émises par AGC, et l'entrée au capital de Proméo².

Au cours de l'année 2008, le Groupe finalise sa restructuration et son développement (lancement de la marque « Vacances André Trigano » via la filiale EAT, exploitation d'un camping en Espagne, arrêt de la fabrication de mobil-homes à Mazères et lancement d'une nouvelle gamme de BTM, cession de la marque « Enfin les Vacances »). Toutefois, le résultat de l'exercice 2007-2008 redevient négatif à hauteur d'1 M€, dégradé en particulier par les mauvaises performances de l'offre Hiver, des conditions climatiques défavorables en août et un redressement fiscal.

3.2 Activités du Groupe

Pôle Habitats & Services

Le pôle Habitats & Services est organisé autour des sociétés :

- CIAT DPS, qui assure la conception, la production et la vente des habitats toilés et mixtes (bois et toile) ; la société approvisionne le pôle Tourisme (50 % du CA), CIAT Locations (10 %) ainsi que des tiers (40%), dont la CCAS.

² Voir infra : Cours de bourse et objectifs de cours des analystes

- CIAT Locations, qui gère l'activité de location des produits réalisés par CIAT DPS, à destination de collectivités ou de campings hors groupe. La société a également une activité de vente de matériel d'occasion.

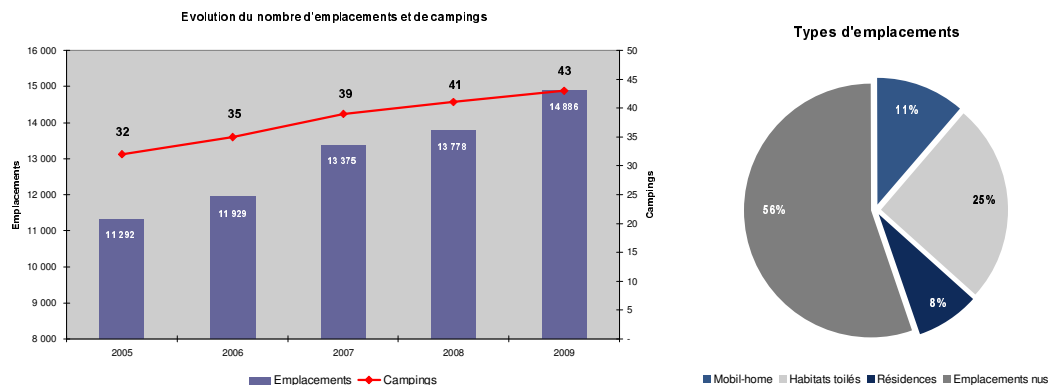
Le chiffre d'affaires du pôle (avant éliminations intercos) ressort à 16,1 M€ pour l'exercice clos le 30 septembre 2009 (contre 18,2 M€ pour l'exercice 2007-2008) avec un résultat opérationnel de -0,3 M€ (contre 0,4 M€ pour l'exercice 2007-2008). Le pôle emploie moins d'une centaine de salariés (ETP).

Pôle Tourisme

Le pôle tourisme regroupe les activités d'exploitation de campings (sociétés Campéole, IAS & AT (Italie), CEHPA, LAT, Lac & Rivières, Campasun) et d'agence de voyages (société EAT). Le pôle réalise un chiffre d'affaires d'environ 39,9 M€ en 2008-2009 (contre 36 M€ l'exercice précédent) pour un résultat opérationnel de 7,1 M€ (contre 2,5 M€ pour l'exercice 2007-2008). Le pôle emploie 340 personnes (ETP).

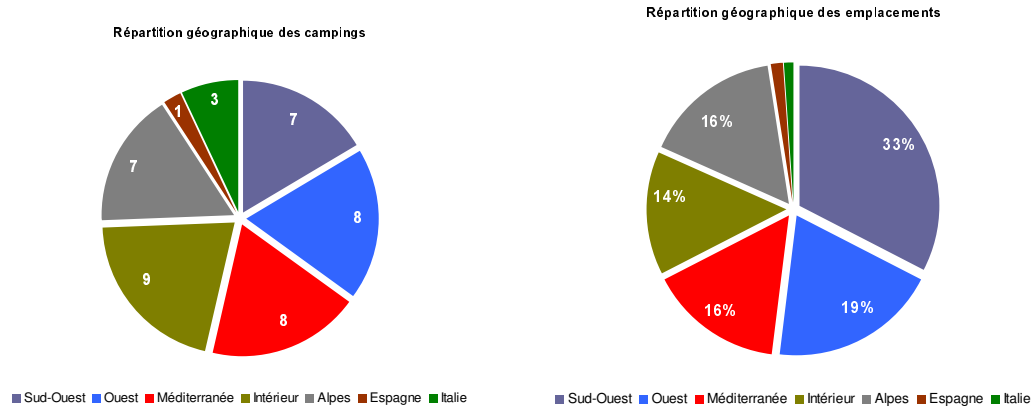
L'agence de voyages EAT commercialise, via la marque Vacances André Trigano.com, des séjours à l'adresse d'une large clientèle (comités d'entreprise, collectivités et grand public), aussi bien à destination des campings du Groupe que de ceux d'autres acteurs indépendants ou de résidences de vacances. L'agence est basée à Mazères et traite environ 30 000 dossiers par an pour un volume d'affaires d'environ 25 M€.

En 2008-2009, l'activité camping est exercée sur 43 sites (dont 3 en Italie et 1 en Espagne) pour un total de près de 15 000 emplacements. L'évolution de la capacité d'accueil du Groupe a évolué comme suit, entre 2005 et 2009 :



Les types d’emplacements répondent à un large choix de besoins (emplacements nus pour les clients équipés de leur propre habitat, habitat toilé décliné en une dizaine de modèles, ou mobil-homes), adaptés aux moyens de chacun (de 300 € à 1 000 € par semaine) et se répartissant comme présenté ci-dessus.

Les terrains de camping couvrent la plupart des grandes zones touristiques en France, et sont majoritairement situés en bord de mer (64%).



Le Groupe s’est adapté à la demande croissante de confort (montée en gamme de l’habitat et commodités), d’équipements (piscine, terrains de sport) de services (restauration, épicerie) et d’animation ; plus de la moitié des sites sont classés 3* (classement moyen 2,7*).

Le Groupe n’est jamais propriétaire des terrains, ils sont généralement exploités à travers des contrats de délégations de service public (affermage et concession, avec les collectivités locales) ou des baux commerciaux (avec l’Etat ou des bailleurs privés). La qualité de la relation avec les collectivités locales a permis au Groupe de développer un savoir-faire spécifique lié à ce type d’exploitation et a pour conséquence un taux de reconduction élevé des contrats. L’éventualité d’une résiliation unilatérale serait liée à la nécessité de démontrer une mauvaise gestion après une mise en demeure, ce qui n’a jamais été le cas pour le Groupe.

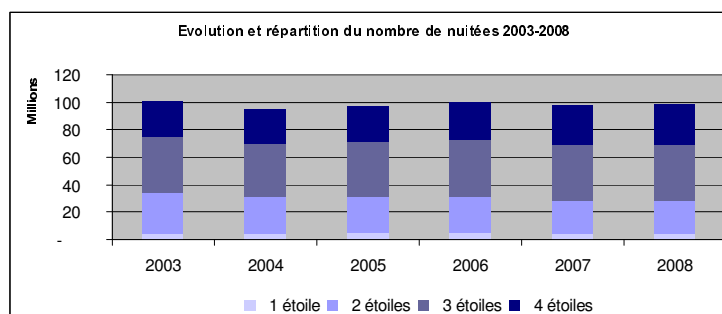
En revanche, celui-ci a pu renoncer à des sites en raison de leur absence de rentabilité ; dans ce cas la Société est indemnisée à la hauteur de la valeur nette comptable (VNC) des immobilisations ne pouvant être reprises (bâtiments ou équipements en dur). La durée résiduelle moyenne des contrats est actuellement de 7,4 années (en juillet 2009).

Une des caractéristiques principales de l'activité est la saisonnalité. Les campings sont ouverts en moyenne 25 semaines par an (de 11 semaines pour la durée la plus courte, à 42 semaines pour la plus longue). Cependant, 75 % du chiffre d'affaires est réalisé en juillet et août, 90 % de juin à septembre, les sites du bord de mer étant les plus sensibles à la saisonnalité. Il en ressort une occupation moyenne d'environ 9 semaines par an, avec des taux d'occupation sensiblement plus élevés des emplacements équipés que des emplacements nus.

Enfin, il convient de noter que l'activité de camping, si elle fait preuve d'une certaine capacité de résilience face à la crise économique, reste tributaire des conditions climatiques.

3.3 Analyse sommaire du marché et de la concurrence

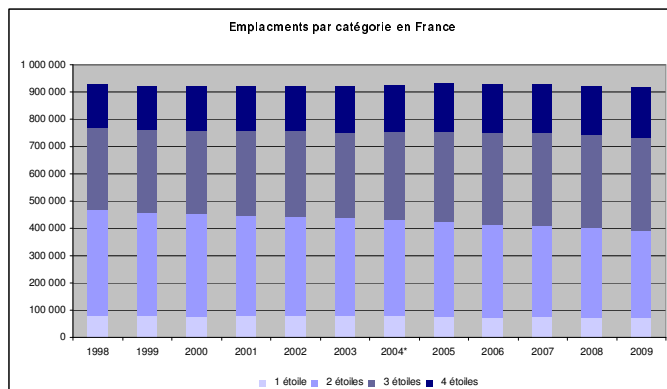
Avec 102,9 millions de nuitées en 2009, en croissance de 4,2 % par rapport à 2008³, l'HPA est devenue le premier mode d'hébergement touristique marchand en France. De 2003 à 2008, l'évolution du nombre de nuitées est globalement peu marquée. Néanmoins, la fréquentation des campings de catégories 3* et 4* progresse au détriment des deux autres catégories.



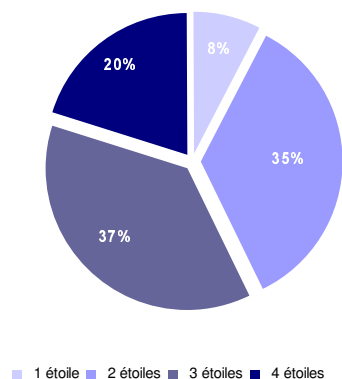
La durée moyenne du séjour est stable sur la période 2003-2008, à 5,6 nuits, en précisant que la durée du séjour augmente avec le classement du camping, de 4,6 jours pour la catégorie 1* à 6,6 jours pour celle des 4*.

En 2009, le marché compte 7 923 terrains offrant 918 000 emplacements. Ces chiffres sont stables depuis une dizaine d'années avec une érosion annuelle moyenne de -0.1 %, comme le montre le graphique ci-après. Cependant, la montée en gamme est avérée avec une croissance des campings 3* et 4*, qui représentent, en 2009, 57 % du total des emplacements contre (49,5 % en 2008), au détriment des catégories 1*, et surtout 2*.

³ Source : Insee, *Tourisme été 2009 : l'engouement pour le camping se confirme*, André Melquiond, Conjoncture – décembre 2009



Répartition des emplacements par catégorie en 2009



S'agissant de la localisation, la majorité des emplacements se situent dans les régions ayant accès à la mer ; l'ensemble du littoral métropolitain est couvert. Les emplacements qui y sont situés représentent plus de 70 % des emplacements. Les régions les plus équipées sont le Languedoc-Roussillon (116 957 emplacements), l'Aquitaine (107 243 emplacements) et la région PACA (97 354 emplacements).

Avec environ 40 % des terrains et près de 25 % des emplacements, la France est le premier acteur européen. Au niveau mondial la France pointe à la deuxième place derrière les Etats-Unis. Le marché de l'HPA représente un chiffre d'affaires global estimé à 1,7 Md€ (2007).

A l'heure actuelle, le marché français reste très atomisé. Il compte près de 4 800 entreprises pour un chiffre d'affaires de 1,7Md€ (2007). Seules trois sociétés dépassent 10 M€ de chiffre d'affaires⁴ ; seules 6 emploient plus de 49 salariés. CIAT est le leader du marché avec près de 15 000 emplacements, le suivant Proméo n'en exploitant qu'environ 9 000. Ces dernières années ont vu l'émergence de chaînes associatives, telles que Kawan (79 campings) ou Yelloh ! Village, qui ont fédéré les acteurs indépendants, notamment dans le secteur haut de gamme, et dont le poids économique est en progression.

3.4 Comptes clos au 30 septembre 2009 et évolution des performances financières

La direction financière du Groupe nous a communiqué les comptes consolidés audités mais non certifiés au 30 septembre 2009.

⁴ Source : Insee, *Enquête annuelle d'Entreprise dans les services – Résultats allégés de l'année 2007 en NAF Rév. 2*

Compte de résultat

Au cours de l'exercice 2008-2009, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 45,1 M€, en augmentation de 3,2 % par rapport à l'exercice précédent. La croissance de l'exercice 2008-2009 s'inscrit en retrait de la croissance annuelle moyenne sur la période 2005-2009, laquelle ressort à 8,6 %, en raison du ralentissement observé au cours des deux derniers exercices par rapport aux deux précédents.

En 2008-2009, cette progression résulte de la bonne performance du pôle Tourisme, dont l'activité a crû de près de 11 % à 39,9 M€ (avant élimination de produits et charges intersociétés). Elle s'explique notamment par deux phénomènes :

- d'une part, grâce à la croissance externe résultant de l'ouverture de deux nouveaux campings (Clairefontaine, 300 emplacements, et Narbonne, 808 emplacements) et qui contribue pour moitié à la performance ;
- d'autre part, en raison des conditions climatiques favorables qui ont contribué à l'amélioration du taux d'occupation des emplacements nus.

A périmètre constant en 2009, la croissance de l'activité Tourisme de la Société est supérieure à celle du marché français, 6,7 % contre 4,2 %.

A l'inverse, l'activité du pôle Habitats & Services est en recul de 11,4 % à 16,1 M€ (avant élimination de produits et charges intersociétés). En premier lieu, elle a été pénalisée par les commandes issues des campings hors groupe qui, du fait de deux saisons en baisse ou en croissance faible, ont repoussé leurs décisions d'investissement. L'activité a été soutenue par les commandes de Campéole en raison du remplacement des habitats endommagés lors de la tempête Klaus de janvier 2009. Cependant, les marges de ces ventes sont neutralisées en consolidation. Par ailleurs, poursuivant ses efforts de restructuration, le Groupe a mis un terme à ses activités de location événementielle de courte durée, grevant le chiffre d'affaires du pôle.

CIAT - Compte de résultat en K€	30-sept.-05	en % du CA	30-sept.-06	en % du CA	30-sept.-07	en % du CA	30-sept.-08	en % du CA	30-sept.-09	en % du CA
Chiffre d'affaires	32 381		37 294		41 651		43 683		45 096	
Autres produits	9 895		5 834		7 722		12 376		8 489	
Production	42 276	100,0%	43 128	100,0%	49 373	100,0%	56 059	100,0%	53 585	100,0%
<i>Evolution</i>			2,0%		14,5%		13,5%		-4,4%	
Achats de marchandises et variation de stocks	(7 920)	18,7%	(6 445)	14,9%	(6 069)	12,3%	(11 913)	21,3%	(5 466)	10,2%
Marge brute	34 356	81,3%	36 683	85,1%	43 304	87,7%	44 146	78,7%	48 119	89,8%
Excédent brut d'exploitation	8 535	20,2%	7 347	17,0%	8 899	17,4%	7 347	13,1%	8 910	16,6%
Dot.nettes aux amort. et prov.	(5 303)	12,5%	(6 375)	14,8%	(6 225)	12,6%	(6 147)	11,0%	(7 172)	13,4%
Résultat d'exploitation	3 232	7,6%	972	2,3%	2 374	4,8%	1 200	2,1%	1 738	3,2%
Résultat financier	(865)	2,0%	(1 151)	2,7%	(1 564)	3,2%	(1 869)	3,3%	(2 376)	4,4%
Résultat courant avant impôt	2 367	5,6%	(179)	0,4%	810	1,6%	(669)	1,2%	(638)	1,2%
Impôt sur les bénéfices	(931)	2,2%	67	0,2%	(381)	0,8%	148	0,3%	(168)	0,3%
Résultat des SME	-	-	(5)	0,0%	85	0,2%	156	0,3%	53	0,1%
RN des activités cédées ou en cours de cession	(1 054)	2,5%	(2 042)	4,7%	962	1,9%	(399)	0,7%	-	-
Résultat net	382	0,9%	(2 159)	5,0%	1 476	3,0%	(764)	1,4%	(753)	1,4%
Intérêts minoritaires	3		(48)		(25)		(20)		(16)	
Résultat net part du groupe	379	0,9%	(2 111)	4,9%	1 501	3,0%	(744)	1,3%	(737)	1,4%

A ce stade, il convient de préciser que l'excédent brut d'exploitation (ci-après EBE assimilé à l'Ebitda) tel que publié, intègre des éléments retraités dans la construction du plan d'affaires. En effet, la production comprend des autres produits constitués de transfert de charges liés à la production immobilisée d'habitats produits par CIAT DPS au profit de Campéole (6 M€ au cours de l'exercice 2008-2009, 8,6 M€ en 2007-2008). En 2008-2009, ce poste comprend également un remboursement d'assurance pour 1,5 M€. D'autre part, le plan d'affaires est construit en retraitant les locations de longue durée à l'instar des redevances de crédit-bail. Il en résulte un effet positif sur l'Ebitda retraité de 1,7 M€ en 2009 vs. l'Ebitda publié dans les comptes. La dette financière et les immobilisations corporelles sont ajustées parallèlement (+6,6 M€ en 2009).

Après retraitement, le résultat d'exploitation se présente comme suit :

CIAT - Compte de résultat en K€	30-sept.-08	30-sept.-09
CA Tourisme	35 048	39 902
CA Habitats & Services	17 935	16 102
Neutralisation intercos	(10 961)	(10 908)
Chiffres d'affaires	42 022	45 096
<i>évolution %</i>		<i>7,3%</i>
Ebitda Tourisme	10 022	14 023
<i>en % CA</i>	<i>28,6%</i>	<i>35,1%</i>
Ebitda Habitats & Services	1 900	360
<i>en % CA</i>	<i>10,6%</i>	<i>2,2%</i>
Ebitda Siège & intercos	(2 737)	(3 746)
Ebitda total	9 184	10 637
<i>en % CA</i>	<i>21,9%</i>	<i>23,6%</i>
Dotations aux amortissements	(6 781)	(8 052)
<i>en % CA</i>	<i>-16,1%</i>	<i>-17,9%</i>
Ebit	2 403	2 585
<i>en % CA</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,7%</i>

Le taux d'Ebitda croît de 1,7 point d'un exercice à l'autre, l'amélioration sensible de la rentabilité du pôle Tourisme étant en partie effacée par le recul de celle du pôle Habitats & Services. Le poids des dotations aux amortissements contribue à la dégradation de la marge d'exploitation. Leur accroissement est la conséquence directe de la politique d'investissement offensive menée par le Groupe depuis 2005. Il convient de noter que les investissements de l'exercice s'inscrivent en net recul par rapport à ceux de l'année précédente. La dégradation du résultat courant avant impôt découle quant à elle de l'alourdissement des frais financiers consécutif à l'accroissement de la dette financière nette (cf infra).

Bilan

Au 30 septembre 2009, le bilan consolidé de la Société se présente comme suit (avant retraitement de la location longue durée) :

CIAT - bilan actif en K€	30-sept.-05	30-sept.-06	30-sept.-07	30-sept.-08	30-sept.-09
Goodwills	3 002	2 256	2 216	2 216	2 289
Autres immobilisations incorporelles	807	586	973	869	745
Immobilisations corporelles	40 909	42 275	43 974	51 376	55 047
Dépôts & cautionnement	1 002	1 223	1 149	2 360	2 176
Autres immobilisations financières	-	79	241	318	382
Immobilisations	45 720	46 419	48 553	57 139	60 639
Stocks	5 891	5 392	5 319	5 710	5 977
Créances clients et comptes rattachés	4 498	5 036	6 711	5 318	4 825
Autres créances	4 520	7 913	9 715	6 945	7 510
Actif net des activités cédés	-	3 412	-	-	-
Actif circulant	14 909	21 753	21 745	17 973	18 312
Trésorerie	1 549	1 390	844	1 043	1 102
ACTIF	62 178	69 562	71 142	76 155	80 053

CIAT - bilan passif en K€	30-sept.-05	30-sept.-06	30-sept.-07	30-sept.-08	30-sept.-09
Capital	4 924	4 924	4 924	4 924	4 924
Primes et réserves	19 271	19 157	17 046	18 398	17 645
Actions propres	(69)	(48)	(53)	(52)	(117)
Résultat net part du groupe	379	(2 111)	1 501	(744)	(737)
Capitaux propres part du groupe	24 505	21 922	23 418	22 526	21 715
Interêts minoritaires	11	(37)	(62)	(68)	(35)
Capitaux propres	24 516	21 885	23 356	22 458	21 680
Provisions	802	702	681	580	898
Emprunts & dettes financières	23 791	28 947	29 820	36 126	41 204
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	6 270	9 367	8 933	10 317	8 582
Dettes fiscales et sociales	5 793	6 262	5 843	5 500	6 377
Autres dettes	1 006	2 399	2 509	1 174	1 312
Dettes	36 860	46 975	47 105	53 117	57 475
PASSIF	62 178	69 562	71 142	76 155	80 053

En 2008-2009, les principales évolutions des postes du bilan sont les suivantes :

- (i) L'augmentation du poste « Goodwills » (ou écarts d'acquisition) en 2008-2009 résulte du rachat de la part des minoritaires d'IAS (campings en Italie) dont CIAT est à présent l'unique actionnaire. Les tests de dépréciation n'ont pas donné lieu à la comptabilisation de perte de valeur. Il est à noter que les tests ont été réalisés sur la base d'un taux d'actualisation de 9,7 % contre 8 % lors de l'exercice précédent.
- (ii) S'agissant des immobilisations corporelles, le Groupe a poursuivi sa politique de modernisation et d'équipement de ses sites, sur un rythme toutefois moins soutenu que lors des exercices précédents : alors que l'effort d'investissement avait atteint plus de 14 M€ en 2007-2008 (hors locations longue durée), il ressort à environ 12 M€ pour l'exercice 2008-2009 et comprend les réparations de dégâts provoqués par la tempête de janvier 2009.
- (iii) Le besoin en fonds de roulement se détaille comme suit :

en K€	2007-2008	2008-2009
Stocks	5 710	5 977
Clients	5 318	4 825
Autres créances	6 566	7 454
Carry-back	323	
Impôts différés actifs	56	56
Dettes fournisseurs	(10 317)	(8 582)
Autres dettes	(6 050)	(6 897)
Impôts différés passifs	(624)	(792)
BFR global	982	2 041
Créances hors exploitation	(350)	(430)
Produits à recevoir (assurance)		(1 500)
Carry-back	(323)	
Impôts différés	568	736
BFR d'exploitation	877	847
<u>en jours de CAHT</u>	<u>7,5 j</u>	<u>6,8 j</u>

Les stocks et les créances clients sont principalement rattachés à l'activité industrielle. L'activité Tourisme génère un excédent de trésorerie au cours de l'exercice, naturellement réduit au 30 septembre, la saison étant achevée. Outre les créances hors exploitation et le produit à recevoir d'assurance, le poste « Autres créances » comprend principalement des créances de TVA et des charges constatées d'avance. Le poste 'Autres dettes' inclut les dettes fiscales et sociales (6,4 M€) et les sommes perçues pour le compte des hébergeurs, à leur reverser.

- (iv) Les provisions sont principalement composées des indemnités de départ en retraite, à hauteur de 449 K€, de provisions pour litiges portant sur des habitats (200 K€) et une provision pour redressement fiscal non contesté par le Groupe (247 K€).
- (v) La dette financière se décompose comme suit :

K€	2007-2008	2008-2009
Emprunts et dette financières	18 709	19 944
Financements crédit-bail	9 460	12 298
Dettes diverses	35	-
Concours bancaires	7 922	8 962
Disponibilités	(1 043)	(1 102)
Dette financière nette	35 083	40 102
Obligations contrats longue durée	8 379	6 647
Dette financière nette ajustée	43 462	46 749

La maturité maximale des dettes financières ne dépassent pas 5 ans. La dette financière auprès des établissements de crédit (19,9 M€) est constituée d'une trentaine d'emprunts, dont une majorité a été souscrite à taux fixe. A la clôture de l'exercice 2008-2009, les *covenants* relatifs au ratio d'endettement de deux emprunts n'étaient plus respectés, sans qu'à ce jour un remboursement anticipé n'ait été demandé par les établissements financiers concernés.

Par ailleurs, il convient de noter que la position financière nette présente, compte tenu de la date d'arrêté des comptes, une situation favorable par rapport au reste de l'exercice compte tenu de la saisonnalité importante de l'activité.

3.5 Plan d'affaires prévisionnel 2009-2010 / 2012-2013

Le plan d'affaires qui nous a été transmis a été établi par la Direction de CIAT. Il s'étend sur 4 exercices, d'octobre 2009 à septembre 2013 et doit être interprété sur une base *stand-alone*⁵ en l'absence de croissance externe liée à l'intégration de nouveaux contrats d'exploitation ou de fermeture de sites.

Il repose essentiellement sur le développement du pôle Tourisme, via une amélioration du taux d'occupation, une augmentation des prix des emplacements et le déploiement de nouveaux hébergements dans les campings récemment acquis.

⁵ A périmètre constant et sans fermetures.

Au premier niveau, la construction du plan d'affaires est confiée aux sociétés exploitantes selon une approche *bottom up*. Les données sont consolidées au sein des deux pôles d'activité : Tourisme (Campéole, Campasun, Lac & Rivières, EAT, IAS) et Habitats & Services (CIAT DPS et CIAT Location).

Au sein du pôle Tourisme, les prévisions d'activités des sociétés exploitantes de camping en France (Campéole Campasun, Lac & Rivières) ont été réalisées par camping selon une approche microéconomique, i.e. camping par camping, et au sein de chacun d'eux, type d'habitat par type d'habitat. Les prévisions du management reposent sur une hausse annuelle des prix de l'ordre de 3% à 4%, accompagnée d'une progression des taux d'occupation plus ou moins marquée selon le type d'habitat. S'agissant de l'exercice 2009-2010, l'activité camping en France est soutenue par la montée en puissance des campings dont l'exploitation a été récemment acquise, Clairefontaine (Royan) et Narbonne d'une capacité respective de 300 et 808 emplacements. Il en résulte un taux de croissance moyen de 6,6% de l'activité des Camping France sur la période 2009-2010 / 2012-2013.

Les prévisions d'activités des deux branches auxiliaires du pôle Tourisme (EAT et IAS) ont été réalisées sur la base des comptes sociaux historiques. Sur cette base, le management anticipe une croissance de 1,4 % par an du chiffre d'affaires des 3 sites italiens (IAS) sur la durée du plan d'affaires. Enfin, les produits de l'activité d'agence de voyages (EAT), principalement inter-compagnies, sont en croissance moyenne de 9 % sur la durée du plan d'affaires. La stratégie du management consiste à développer la marque Vacances André Trigagno.com, en redéployant les frais de communication actuelle.

Concernant le pôle Habitats & Services, il convient de distinguer l'activité de production et de vente des habitats toilés (CIAT DPS), de l'activité de location (CIAT Location).

Au cours des deux derniers exercices, CIAT DPS a essentiellement produit des habitats toilés à destination de Campéole dont les investissements de renouvellement des habitats arrivent à terme. Ainsi, le management anticipe un changement de mix client et de mix produit, orienté hors Groupe et qui extérioriserait à un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires (avant élimination des produits inter-compagnies) sur la période de 2,6 %, anticipant deux exercices de baisse du chiffre d'affaires en 2009-2010 et 2010-11, puis une croissance importante les deux années suivantes, portant le chiffre d'affaires 2012-2013 à 15,6 M€.

Les ressources de l'activité location devraient croître de manière identique à celles de DPS sur la durée du plan d'affaires, mais en intégrant un produit récurrent tous les deux ans de 300 K€ lié au rassemblement CCAS de Soulac.

Concernant la rentabilité prévisionnelle, le plan d'affaires prévoit une augmentation du taux de marge, notamment en 2009-2010. Cette progression résulte à la fois de la progression de la rentabilité du Pôle Tourisme (après neutralisation des produits et charges intersociétés) liée à la hausse des taux d'occupation, et à l'amélioration du mix client-produit de CIAT DPS dont la marge d'Ebitda double sur la durée du plan d'affaires. Ces hypothèses conduisent globalement à retenir des niveaux de ratios d'Ebitda et d'Ebit significativement supérieurs aux plus hauts historiques avec un taux de marge du résultat d'exploitation retraité qui s'élève à 12,6% en 2012-2013, contre 5,7% en 2007-2008 et en 2008-2009.

Les hypothèses de besoin en fonds de roulement retenues reproduisent la situation des besoins en fonds de roulement de chacune des activités de la Société, telle qu'elle se présente au 30 septembre 2009. Ainsi, le besoin diminue progressivement en 2009-2010 et 2010-2011, en raison de la croissance de l'activité camping, laquelle génère un excédent de fonds de roulement. Ponctuellement en 2011-2012, le besoin s'accroît avec l'augmentation du chiffre d'affaires de l'activité de DPS.

Le niveau des investissements industriels décroît sur la durée du plan pour s'établir à 11,3% du chiffre d'affaires en 2013. Il s'agit quasi exclusivement d'investissements liés à l'exploitation des campings. A l'image des prévisions de résultats, les anticipations d'investissements ont été réalisées camping par camping et habitats par habitats. Le plan d'affaires étant réalisé *stand-alone* et l'optimisation des habitats sur l'ensemble des sites arrivant à terme, le management anticipe uniquement des investissements de renouvellement à partir de 2012.

[Note : Les éléments du plan d'affaires étant des informations confidentielles que la CIAT ne souhaite pas rendre public, la Société a décidé de ne pas inclure dans la note en réponse ces éléments figurant dans le rapport de l'expert, en application des dispositions de l'article 3 de l'instruction N° 2006-07 du 25 juillet 2006 de l'Autorité des marchés financiers.]

En synthèse, les hypothèses retenues dans le plan d'affaires présenté se révèlent globalement volontaristes dans la mesure où elles anticipent une croissance soutenue et une profitabilité en progression significative. En particulier, concernant les campings, il n'est pas anticipé d'« accident climatique », susceptible d'entraîner une baisse de la fréquentation des emplacements de passage et dont la probabilité d'occurrence est loin d'être nulle comme l'a démontré l'expérience des dernières années. D'autre part, s'il n'est pas retenu d'ouverture de nouveaux campings, ce que ne permettrait probablement pas la situation financière compte tenu de l'endettement du Groupe, il n'est pas non plus prévu de fermeture de sites, quelle qu'en soit la raison. Si, par le passé, le Groupe a démontré sa capacité à préserver ses contrats notamment avec les municipalités, la possibilité de résiliation n'est pas totalement exclue. La période critique s'étend de 2010-2011 à 2013-2014 au cours de laquelle 17 contrats doivent être renouvelés (40 % des sites).

Enfin, le plan d'affaires présenté n'intègre ni synergies ni économies résultant de la prise de contrôle de la Société par la CCAS.

Il ne nous a été fait part d'aucune information structurée relative à d'éventuelles synergies découlant de l'Opération. La CCAS s'est contentée d'indiquer, sans plus de précisions, qu'elle envisageait une augmentation de capital de l'ordre de 20 M€ « *lui permettant d'investir dans l'équipement des villages existants et d'accroître le réseau du tourisme social*⁶ ». Si la volonté de développement de la Société est affirmée, il n'existe pas à notre connaissance de cible identifiée et, a fortiori, d'élément susceptible de nous permettre de mesurer les conséquences financières de tels investissements, s'agissant notamment d'investissements dans le secteur du tourisme social dont on peut imaginer qu'il ne procure pas un niveau de rentabilité identique à celui observé actuellement. D'autre part, eu égard aux valeurs défendues par la CCAS, il est peu probable que l'Opération entraîne des mesures d'économie substantielles. En revanche, il n'est pas impossible que la culture et les valeurs de la CCAS puissent avoir des conséquences sur le renouvellement des contrats de délégation de service public dans certaines municipalités.

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 2009-2010 / 2012-2013 établi par la direction du Groupe. Compte tenu des titres auto détenus au 30 septembre 2009, le nombre d'actions retenu pour nos calculs est de 1 228 537.

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.

⁶ Communiqué de la Présidente de la CCAS, 14 décembre 2009.

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, les actifs incorporels précédemment évoqués ne sont comptabilisés que lors d'opérations de croissance externe, et pour leur valeur d'origine éventuellement dépréciée.

A titre d'information, l'actif net comptable consolidé, sur la base d'un nombre 1 228 537 actions, ressort à 17,68 € par action au 30 septembre 2009. Le prix d'Offre représente donc plus de 2,7 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 pourrait s'envisager 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, la Société a distribué un dividende de 0,12 € au titre de l'exercice clos le 30 septembre 2008, le précédent, d'un montant de 0,40 €, ayant été versé au titre de l'exercice clos le 30 septembre 2005. La politique de distribution de la Société 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.

Cours de bourse et objectifs de cours des analystes

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment C (Small caps) d'Euronext Paris (FR0000061202-IAT) et sont cotées au double fixing.

Les actions de la Société ont été introduites au marché hors-cote de la Bourse des Valeurs de Lyon en novembre 1987 et ont été transférées au Second Marché deux ans plus tard.

Au cours de ces dernières années, l'évolution du cours de l'action a été influencée par les mouvements sur le capital intervenus durant l'été 2007. La période précédente, 2005-2006, n'avait pas connu de mouvement majeur : le cours était resté compris dans une fourchette de 20,60 à 25,80 €, avec un cours moyen pondéré (sur 2 ans) de 22,85 €, et un volume moyen échangé quotidiennement de 76 titres⁷.

Le cours a entamé une hausse régulière dès février 2007, jusqu'à l'annonce, le 12 juillet 2007, de la conversion en actions AGC de la majeure partie des obligations convertibles détenues par Acto (via Financière de la Coriandre) et Quilvest,⁸ entraînant le lancement d'une OPAS de Financière de la Coriandre, agissant de concert avec AGC, sur CIAT, au prix de 45 €, du 7 au 21 septembre 2007⁹. Aucune action n'a été apportée à cette offre¹⁰.

Entretemps, la société Proméo a annoncé le 30 juillet 2007 avoir acquis 126 897 actions CIAT, soit 10,31 % du capital¹¹ au prix moyen de 42,30 € par action¹². Ainsi, entre début janvier 2007 et début juillet 2007, le cours de l'action est passé de 24,30 € à 45,00 €, soit une hausse de plus de 85 % ; puis de juillet 2007 à novembre 2007, le phénomène de hausse s'est poursuivi, le cours de l'action passant de 45 € à 65 € (le 7 novembre 2007), pour se stabiliser autour de 60 € fin 2007. Au total, au cours de l'année 2007, le cours du titre a été multiplié par près de 2,5.

De janvier 2008 au 12 octobre 2009, date à laquelle le cours de l'action a été suspendu, le cours de CIAT a évolué dans un intervalle de 56,00 € à 62,50 €. A la reprise de cotation, le 15 décembre 2009, le cours s'est logiquement ajusté sur le prix de l'Offre, soit 48,00€, à la suite de l'annonce du prix de l'Offre le 11 décembre 2009.

⁷ Source : Thomson Reuters

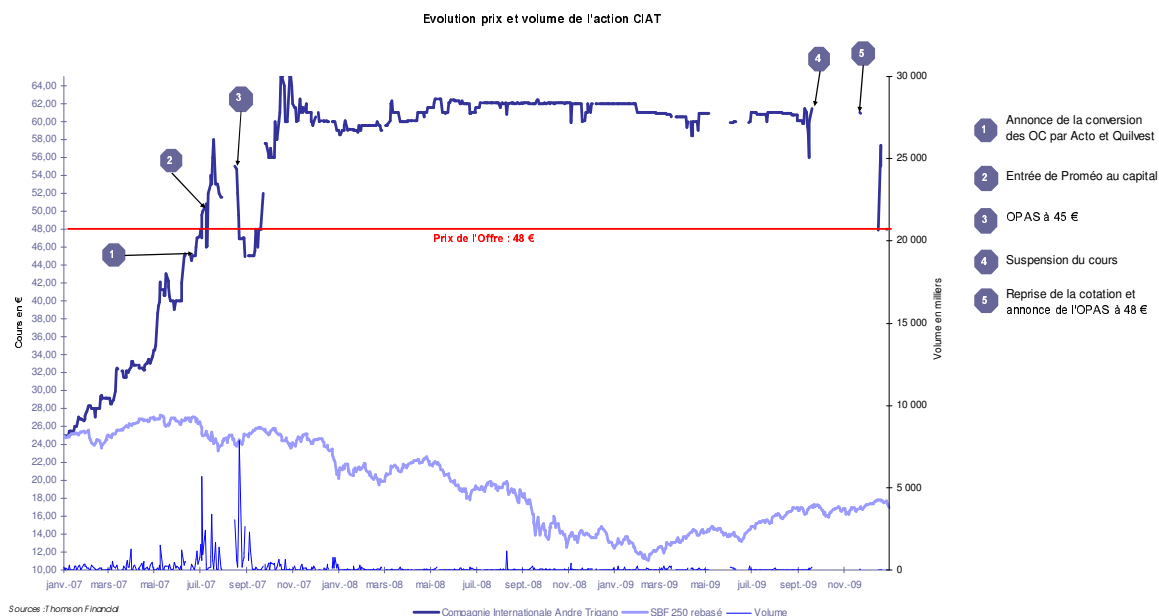
⁸ Déclarations de franchissements de seuils et déclaration d'intention du 12 juillet 2007, réf. AMF : 207C1424

⁹ Décision de conformité du 4 septembre 2007, réf. AMF : 207C2010

¹⁰ Résultat de l'OPAS visant les actions de la société CIAT, réf. AMF : 207C2144

¹¹ Déclaration de franchissement de seuil du 30 juillet 2007, réf. AMF : 207C1625

¹² Note d'information présentée par CIAT en réponse au projet d'OPAS initiée par Financière de Coriandre du 4 septembre 2007, p.13



L'analyse des cours moyens de clôture pondérés par les volumes sur des durées de 20 jours à 3 ans de bourse (au 12 octobre 2009) 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	65,00	23,00	47,19	101 622	130	8,3%	117,9%	93,7%
24 mois	65,00	47,60	59,95	21 291	41	1,7%	24,7%	93,9%
12 mois	62,35	56,00	60,66	5 739	22	0,5%	6,7%	89,3%
6 mois	61,45	56,00	59,87	2 180	17	0,2%	2,5%	78,6%
3 mois	61,45	56,00	59,93	853	13	0,1%	1,0%	92,4%
20 jours de bourse	61,45	56,00	59,31	368	18	0,0%	0,4%	93,8%
Spot	61,45	61,45	61,45	152	152	0,0%	0,2%	

En retenant le cours moyen pondéré sur 12 mois au 12 octobre 2009, soit 60,66 €, le prix de l'Offre présente une décote de 20,9 %.

Il convient cependant de s'interroger sur la pertinence de ce cours, étant rappelé que le nombre de titres composant le flottant est inférieur à 7 % du capital et que la valeur n'est pas suivie par les analystes.

En premier lieu, le nombre de jours de cotation semble de prime abord conséquent, avec un taux de cotation de 89,3 %, mais il tient compte des échanges réalisés dans le cadre du contrat de liquidité. Si l'on neutralise les journées au cours desquelles un seul titre a été échangé, ce taux tombe à 28,7 %.

Ensuite, le nombre de titres échangés est extrêmement faible : sur les 12 derniers mois, 5 739 actions CIAT ont été échangées, représentant 0,5 % du capital et 6,7 % du flottant. Qui plus est, sur ces 5 739 actions, environ 2 500 ont été échangées dans le cadre du contrat de liquidité. Depuis 2005, et en analysant séparément l'année 2007, les volumes ont nettement diminué, comme le montre le tableau ci-après :

Année	Volumes échangés (*)	% capital	% flottant
2005	22 480	1,8%	26,1%
2006	17 157	1,4%	19,9%
2007	82 985	6,7%	96,3%
2008	9 917	0,8%	11,5%
2009 (**)	4 240	0,3%	4,9%

(*) Y compris contrat de liquidité

(**) Jusqu'au 12 octobre 2009

En conclusion, il apparaît que, d'une manière générale, l'action CIAT présente une liquidité très faible, soutenue par un contrat de liquidité. S'agissant de l'année 2007, l'action a connu une bulle spéculative, portée par les opérations sur le capital décrites supra, qui l'ont amené à des cours supérieurs à 60 €. Depuis fin 2007, le cours s'est maintenu à ces niveaux jusqu'octobre 2009, à contre courant de l'évolution générale du marché, les opérateurs anticipant la bonne tenue du marché de l'hôtellerie de plein air en période de crise, et surtout, un changement du contrôle de la Société préfiguré par les opérations de 2007. Cependant, le *news flow* en provenance de la Société, et notamment les résultats comptables, n'est pas venu étayer les niveaux de valorisation conférés par le marché, étant précisé que les volumes échangés sont insignifiants.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, nous ne retenons pas le critère du cours de bourse dans nos analyses.

Transactions comparables

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 quatre transactions dans le domaine de l'exploitation de résidences de tourisme intervenues depuis janvier 2008. Elles concernent :

- En mars 2009 : l'opération volontaire d'achat de titres Homair Vacances par la société de gestion Montefiore Investment sur la base de 2,20 € par action. Cette opération a conduit à l'obtention de 18% du capital d'Homair Vacances, portant la participation des membres du concert dont elle fait partie à 66,7% du capital. Homair Vacances est un spécialiste des séjours touristiques en mobil-homes.
- En mai 2008 : l'acquisition intégrale par Songbird Leisure Holdings de Woodlands Holiday Village (Pays de Galles) pour un montant de 2,6 M£.
- En février 2008 : l'acquisition par Away Resorts de l'intégralité de Whitecliff Bay Holiday (UK) pour un montant de 7,3 M£.
- En janvier 2008 : l'acquisition par Blue Sky Resorts de Springhouse Caravan Park (UK) pour un montant de 2,2 M£.

Par ailleurs, BNP Paribas nous a indiqué la transaction suivante :

- En décembre 2009 : l'acquisition de 90 % de la société Deux Alpes Loisirs par La Compagnie des Alpes et des investisseurs financiers. Deux Alpes Loisirs exploite le domaine skiable des Deux Alpes d'une superficie de 430 hectares et d'une capacité de 30 000 lits touristiques. Cette transaction intègre la cession de la majorité du capital et, à ce titre, une prime de contrôle.

En premier lieu, nous ne retenons pas les opérations réalisées au Royaume-Uni i) faute d'éléments concernant les agrégats permettant le calcul d'un multiple, le niveau de la dette et l'existence d'éventuel complément de prix, ii) de l'ancienneté des opérations, qui ont eu lieu antérieurement à la crise, et iii) de la localisation des opérations, réalisées exclusivement au Royaume-Uni, susceptible d'induire des différences sensibles avec l'exploitation de camping en France.

Nous ne retenons pas non plus la transaction concernant Homair Vacances. Homair est cotée sur Alternext, et à ce titre, la société a été retenue dans le *peer group* pour la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers, sur la base d'un cours plus récent et, qui plus est, supérieur à celui auquel l'offre de Montefiore Investment a été réalisée (3,30 € vs 2,20 €).

Dans la mesure où la méthode des transactions comparables ne reposerait que sur une seule opération, qui par ailleurs porte sur une société dont l'activité est peu comparable à celle de CIAT, nous ne retenons pas cette méthode.

4.2 Critères et méthodes retenus

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 (ou valeur d'entreprise), 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 à 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 explicite des prévisions du plan d'affaires s'étend du 30 septembre 2009 au 30 septembre 2013 et repose principalement sur les hypothèses suivantes :

- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 9%, soutenue par l'amélioration du taux d'occupation et des prix dans les campings ;
- une marge opérationnelle en croissance significative comparée à 2008-2009 sur l'horizon explicite du plan d'affaires, expliquée par la hausse du chiffre d'affaires du Pôle Tourisme et par l'amélioration du mix client-produit de CIAT DPS ;
- la baisse du niveau des investissements, qui passe de 11 M€ en 2009-2010 à 6,8 M€ en 2011-2012, soit 11,3 % du chiffre d'affaires, niveau estimé normatif afin d'assurer le renouvellement des immobilisations ;
- la réduction graduelle du besoin en fonds de roulement, de 7 jours de chiffre d'affaires hors taxes en 2008-2009 à 0,4 jour en 2012-2013.

La mise en œuvre de cette méthode nous a conduit à extrapoler le plan d'affaires sur 5 ans, de 2013-2014 à 2017-2018, afin de prendre en compte un atterrissage progressif de la croissance de l'activité à 2%, et faire converger le montant des dotations aux amortissements et celui des investissements. Cette extrapolation repose sur les hypothèses suivantes :

- le rapport EBE retraité / chiffre d'affaires retenu correspond au dernier taux prévisionnel de la période 2008-2013, soit 27,1 % ;
- un ratio d'investissement sur chiffre d'affaires de 11,3%, identique à celui extériorisé à compter de l'exercice 2011-2012 correspondant aux seuls investissements de renouvellement.

Au-delà de l'horizon de prévision, la valeur résiduelle correspond à la valeur d'une rente à l'infini calculée en retenant le ratio d'EBE de 2017-2018 et en faisant l'hypothèse d'une croissance annuelle du chiffre d'affaires de 2%, représentatif de la croissance nominale à long terme des marchés matures.

Le taux d'actualisation a été calculé en tenant compte des paramètres suivants :

Calcul du taux d'actualisation	CIAT
Taux sans risque	3,88%
Prime de risque	5,00%
Béta	1,39
Prime d'illiquidité	1,5%
Coût des fonds propres	12,3%
Coût de la dette	5,45%
Taux d'imposition	34,4%
Coût net de la dette	3,6%
% de fonds propres	55,8%
% de dettes	44,2%
Coût moyen pondéré du capital	8,47%

Compte tenu du fait que l'Offre peut conduire au retrait obligatoire privant les actionnaires minoritaires qui n'auraient pas répondu favorablement à l'OPAS de la possibilité d'accompagner la croissance future de la Société, nous avons pris le parti de retenir des paramètres calculés sur un horizon long terme, actuellement plus favorables aux actionnaires minoritaires que des paramètres 'spot' ou court terme, qui intègrent encore les impacts de la crise financière. Ainsi, nos hypothèses d'évaluation sont les suivantes :

- taux sans risque : 3,88 %, calculé à partir de la moyenne sur 5 ans de l'indice TEC 10 (OAT 10 ans), publié par l'Agence France Trésor ;
- prime de risque : 5,00 % ; ce niveau de prime est cohérent avec les observations réalisées sur la longue période¹³, selon lesquelles la prime de risque est comprise entre 3 et 6 %, et avec celles de notre propre base de données, selon laquelle la moyenne des primes de risque retenues par les experts indépendants à l'occasion des opérations de marché ayant eu lieu d'octobre 2006 à décembre 2008, ressort à 5,04 % ;
- béta : 1,39, calculé sur la base du béta désendetté (0,92) des sociétés composant l'échantillon des comparables boursiers (voir infra) sur 3 ans (*weekly*) ;

¹³ Pascal Quiry, Yann Le Fur, *Finance d'entreprise – Pierre Vernimmen*, 8^{ème} édition, Dalloz, 2010, p.464

- prime d'illiquidité : 1,5 %, qui s'ajoute au taux sans risque et à la prime de risque afin de tenir compte d'une décote d'illiquidité liée à la taille de la Société, généralement comprise entre 1 % et 2 %.

Le taux d'actualisation de 8,47 % est inférieur à celui utilisé pour les tests de dépréciation, fixé à 9,7 % pour l'exercice 2008-2009, mais proche de celui utilisé lors des exercices précédents (8 %).

Sur la base de ces hypothèses, la valeur d'entreprise de CIAT s'établit à 96,4 M€, d'où il ressort une valeur des fonds propres de 52,2 M€, après prise en compte des passifs et actifs financiers et hors exploitation au 30 septembre 2009, se décomposant comme suit :

	en K€
Somme des flux de trésorerie actualisés du plan d'affaires	15 769
Somme des flux de trésorerie liée à l'extrapolation du plan d'affaires	21 825
Valeur terminale actualisée	58 823
Valeur d'entreprise	96 417
Endettement financier net au 30/09/2009	(46 749)
Remboursement d'assurance	1 500
Créances hors exploitation	430
Provisions pour risque et charge	(449)
Engagements de retraite après impôt	(294)
Reports déficitaires	804
Intérêts minoritaires	35
VNC des sociétés mises en équivalence	498
Valeur des fonds propres	52 191
Nombre de titres dilués	1 228 537
Valeur par action	42,48 €

Le prix d'Offre présente une prime de 13,0 % par rapport à la valeur centrale obtenue par la méthode de l'actualisation des flux futurs 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 :

		Sensibilité de la valeur par action				
		Taux d'actualisation				
		7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%
Taux de croissance à l'infini	1,0%	47,66 €	41,23 €	35,67 €	30,80 €	26,52 €
	1,5%	52,25 €	45,02 €	38,83 €	33,47 €	28,79 €
	2,0%	57,68 €	49,44 €	42,48 €	36,52 €	31,36 €
	2,5%	64,21 €	54,68 €	46,75 €	40,04 €	34,30 €
	3,0%	72,19 €	60,97 €	51,79 €	44,15 €	37,69 €

		Sensibilité de la valeur par action				
Investissement / CA		EBE/CA après horizon explicite				
		26,1%	26,6%	27,1%	27,6%	28,1%
		42,94 €	45,00 €	47,05 €	49,10 €	51,16 €
	10,25%	42,94 €	45,00 €	47,05 €	49,10 €	51,16 €
	10,75%	40,66 €	42,71 €	44,77 €	46,82 €	48,87 €
	11,25%	38,38 €	40,43 €	42,48 €	44,53 €	46,59 €
	11,75%	36,09 €	38,14 €	40,20 €	42,25 €	44,30 €
	12,25%	33,81 €	35,86 €	37,91 €	39,96 €	42,02 €

Il ressort de ces analyses, une sensibilité importante de la valeur à la variation du taux d'actualisation, de l'ordre de 15 % pour 50 points de base d'actualisation, et à la variation du taux de croissance à l'infini, de l'ordre de 9 % pour 50 points de base. La valeur se révèle moins sensible à la variation des ratios d'EBE / chiffre d'affaires (5 % en moyenne pour 50 points de base) et investissements / CA (5,4% en moyenne pour 50 points de base).

En synthèse, la valeur par action CIAT ressortant de la mise en œuvre du DCF s'inscrit dans une fourchette de valorisation comprise entre 36,52 € et 49,44 €, soit un prix d'Offre extériorisant des primes de 31,4 % à -2,9%.

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.

CIAT exerce deux activités distinctes : la conception, la production et la vente d'habitats toilés (Pôle Habitats & Services) et l'exploitation de campings (Pôle Tourisme). Nous n'avons pas identifié d'entreprises intervenant sur ces deux mêmes activités. En conséquence, nous avons recherché des sociétés de dimension nationale ou internationale exerçant au moins l'une ou l'autre activité.

Nous avons identifié neuf sociétés réalisant tout ou partie de leurs activités rattachable au Pôle Tourisme ou au Pôle Habitats & Services de CIAT.

Pôle Tourisme : nous avons retenu des sociétés intervenant directement dans le secteur du Camping (Homair, Promeo et Holidaybreak), ainsi que des sociétés exploitant des résidences de tourisme (Pierres & Vacances, Club Méditerranée et Compagnie des Alpes).

- **Homair Vacances** est le leader français de la commercialisation de séjours de vacances en mobil-homes. A fin septembre 2008, le groupe dispose de près de 5 000 mobil-homes sur 96 sites implantés en France (70), en Espagne (12), en Italie (10), en Croatie (3) et au Portugal. La commercialisation des séjours est assurée essentiellement via Internet, par catalogue et par téléphone. La répartition géographique du CA est la suivante : France (75%), Espagne (11,8%), Italie (7,5%), Croatie (5%) et Portugal (0,7%).

- **Groupe Proméo** est spécialisé dans la promotion immobilière mais exerce une activité d'exploitation de sites d'hôtellerie de plein air qui représente environ 22% du chiffre d'affaires consolidés. A fin 2008, le groupe détenait 25 villages de vacances situés dans le Sud de la France, représentant 8 000 emplacements (emplacements non équipés réservés aux clients de passage et emplacements équipés de mobiles homes ou de chalets).

- **Holidaybreak** est une société britannique regroupant des activités dans l'éducation, les loisirs et le camping. En 2009, cette dernière branche d'activité a représenté 22% du chiffre d'affaires consolidé. Dans ce cadre il exploite un parc de 7 500 mobil-homes et 1 800 tentes sous les marques Eurocamp, Keycamp et Ecamp.

- **Pierre et vacances** est l'un des premiers exploitants européens de résidences et de villages touristiques. A fin septembre 2008 la société dispose d'un parc de 47 198 appartements et maisons (soit un total de 222 198 lits) répartis entre les enseignes Pierre & Vacances, Center Parcs Europe, Maeva, Citéa, Adagio, Sunparks, Hôtels Latitudes et Résidences MGM. La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : France (65,8%), Pays Bas (20%), Belgique (7,8%), Allemagne (5,3%), Italie (0,9%) et Espagne (0,2%).

- **Club Méditerranée** exploite des villages de vacances à travers le monde. A fin octobre 2008, Club Méditerranée exploitait 77 villages et villas (total de 53 613 lits) implantés en Europe (57), en Amérique (11) et en Asie (9). Le groupe possède également un bateau de croisière (Club Med 2).
La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : Europe et Afrique (74,8%), Amérique (13,3%) et Asie (11,9%).

- **Compagnie des Alpes** est spécialisé dans l'exploitation de domaines skiables et de sites de divertissement familial CDA (Parc Astérix, Musée Grévin...). A fin janvier 2008, la société exploitait seize domaines dans les Alpes dont treize en France (La Plagne, Tignes, Les Menuires, Méribel, Les Arcs, Peisey-Vallandry, Le Grand Massif, Val d'Isère, Serre Chevalier, Compagnie du Mont Blanc, DSV, Serma et La Rosière), deux en Suisse (Verbier, Saas Fee) et un en Italie (Courmayeur).

Le profil des sociétés retenues est synthétisé dans le tableau ci-dessous :

en M	Devise	Capi. Boursière	Valeur d'entreprise	CA		Ebitda		RN	
				2009	2010	2009	2010	2009	2010
HOMAIR SA	€	41,2	72,6	42,7	48,4	13,3	15,6	3,1	4,2
GROUPE PROMEO	€	78,8	154,3	115,6	126,8	19,4	22,0	4,5	5,7
HOLIDAYBREAK PLC	£	187,0	348,7	471,8	485,6	59,0	63,7	23,8	26,1
PIERRE & VACANCES	€	518,0	611,0	1 420,9	1 481,5	114,0	130,3	38,0	50,9
CLUB MEDITERRANEE	€	444,0	716,0	1 361,9	1 425,4	99,2	123,0	(3,2)	21,2
COMPAGNIE DES ALPES	€	429,3	871,1	610,6	623,5	176,4	182,1	42,6	46,3

Pôle industrie : nous avons retenu des fabricants d'équipement de tourisme (Trigano, Bénéteau et Lafuma)

- **Trigano** est spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation de véhicules et d'équipements de loisirs. Ainsi, le groupe réalise 76% de son chiffre d'affaires dans la vente de camping-car, 9% dans la vente de remorques, le solde étant réalisé dans la vente de caravanes et de matériel de camping. La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante : France (46,3%), Royaume-Uni (13,5%), Italie (12,7%), Allemagne (12,2%), Belgique (3,5%), Espagne (3,3%) et autres (8,5%).
- **Lafuma** intervient dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'articles et d'équipements de sport et de loisirs. Les produits du groupe sont commercialisés sous les marques Lafuma, Oxbow, Millet, Eider et Le Chameau. Ainsi, le groupe réalise 64% de son chiffre d'affaires dans la commercialisation de vêtements et 13% dans les chaussures et bottes. Les ventes sont principalement réalisées en France et en Europe occidentale.
- **Bénéteau** figure parmi les leaders mondiaux de la conception, de la construction et de la commercialisation de bateaux de plaisance. Le groupe produit et commercialise également des maisons mobiles sous la marque O'Hara à hauteur de 20% de son chiffre d'affaires.

Le profil des sociétés retenues est synthétisé dans le tableau ci-dessous :

en M	Devise	Capi. Boursière	Valeur d'entreprise	CA		Ebitda		RN	
				2009	2010	2009	2010	2009	2010
TRIGANO SA	€	264,0	361,8	875,5	680,8	45,8	33,3	20,0	37,0
LAFUMA	€	38,6	124,9	253,3	259,2	12,4	16,1	(1,7)	2,4
BENETEAU SA	€	913,5	769,1	757,7	832,9	84,0	119,6	28,5	51,0

Sur la base des cours moyens pondérés 1 mois (au 24 décembre 2009), il vient les multiples suivants :

Sociétés	VE / EBITDA			VE / EBIT		
	2009 e	2010 e	2011 e	2009 e	2010 e	2011 e
HOMAIR SA	5,58x	4,77x	4,07x	13,11x	10,59x	7,73x
GROUPE PROMEO	8,29x	7,34x	6,59x	10,65x	9,62x	8,43x
HOLIDAYBREAK PLC	5,63x	5,21x	4,81x	7,74x	7,06x	6,23x
PIERRE & VACANCES	5,28x	4,62x	4,44x	9,36x	7,70x	6,56x
CLUB MEDITERRANEE	6,82x	5,50x	4,65x	n/a	14,46x	9,52x
COMPAGNIE DES ALPES	5,11x	4,95x	4,55x	10,29x	9,74x	8,85x
TRIGANO SA	7,77x	10,70x	7,29x	10,89x	17,70x	10,50x
LAFUMA	10,07x	7,74x	n/a	n/a	n/a	n/a
BENETEAU SA	8,83x	6,20x	4,19x	18,90x	10,48x	5,75x
Moyenne	7,04x	6,34x	5,07x	11,56x	10,92x	7,95x
Médiane	6,82x	5,50x	4,60x	10,65x	10,11x	8,08x

En appliquant ces multiples aux données historiques (2008-2009) et prévisionnelles (2009-2010), et en tenant compte de la dette financière nette ajustée et du nombre d'actions retraité de l'autocontrôle, nous aboutissons à une valorisation de l'action CIAT comprise entre 1 € et 34 €.

[Note : Les éléments du plan d'affaires étant des informations confidentielles que la CIAT ne souhaite pas rendre public, la Société a décidé de ne pas inclure dans la note en réponse ces éléments figurant dans le rapport de l'expert, en application des dispositions de l'article 3 de l'instruction N° 2006-07 du 25 juillet 2006 de l'Autorité des marchés financiers.]

Ces résultats appellent de notre part les commentaires suivants :

- i) Les résultats extériorisés par les multiples d'Ebit sont pénalisés par le poids des dotations aux amortissements comptabilisés par CIAT, lesquelles résultent de la politique d'investissement offensive de ces dernières années et qui n'ont pas encore produit tous leurs effets. Le taux de marge d'Ebit n'est par conséquent pas conforme avec le niveau d'endettement du Groupe. Pour cette raison, nous ne retenons pas les résultats obtenus sur la base de cet agrégat.
- ii) Il convient de noter que les sociétés retenues sont pour la majorité d'entre elles, de taille plus importante que CIAT tant en termes de chiffre d'affaires que de capitalisation boursière ou de valeur d'entreprise. Il aurait donc été justifié de retenir une décote au titre de la taille de CIAT.

In fine, il ressort de nos travaux une valeur moyenne issue de l'application de la méthode des comparables de 27,30 € par action, dans une fourchette de 23 à 34 €. Sur la base de la valeur centrale, le prix proposé par l'Offre extériorise une prime de 75,8 %.

Cependant, en raison de l'hétérogénéité de l'échantillon des sociétés comparables et des particularités du Groupe CIAT (existence d'un pôle Industriel et d'un pôle Tourisme, poids de la dette) qui limitent la pertinence de la méthode, nous retenons ces résultats à titre secondaire. Pour mémoire, l'approche par la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie fait ressortir des multiples implicites d'Ebitda de x7,10 pour 2009-2010, et x6,75 pour 2010-2011.

Opérations et transactions récentes intervenues sur le capital de CIAT

Comme indiqué en partie 1, fin 2008, les actionnaires contrôlant CIAT ont mandaté la banque BNP Paribas aux fins de rechercher des acquéreurs ou des partenaires financiers ou industriels susceptibles d'assurer la poursuite du développement de la Société, notamment en assurant la poursuite du plan d'investissement nécessaire à la modernisation de ses emplacements de camping. Dans ce contexte, BNP Paribas a contacté plus de 40 acheteurs potentiels, comprenant des acteurs du marché de l'hôtellerie, de celui des loisirs de plein air, ainsi que des fonds d'investissement. Mi-octobre 2009, à l'issue de ce processus, seules quatre offres ont été retenues et trois ont été maintenues : celles de Bernard Laporte, de Proméo et de CCAS.

Concernant le prix proposé par action CIAT, la CCAS a présenté la fourchette la mieux-disante, à égalité, s'agissant de la fourchette basse, avec un autre candidat. Par ailleurs, la CCAS présentait les meilleures garanties de financement de l'opération et les capacités d'investissement les plus importantes.

In fine, le processus de sélection a abouti le 10 décembre 2009 à la cession par ses actionnaires du contrôle à hauteur de 91,61 % de CIAT à la CCAS, via Etoile Holding 2. L'ensemble des opérations, de cession directe, ou via les holdings de contrôle (AGC ou Financière de la Coriandre), et d'apport, a été réalisé sur la base d'un prix de 48 € par action CIAT, qui ne présente donc ni prime ni décote par rapport au prix de l'Offre.

Au contraire des actionnaires cédants, Monsieur André Trigano maintient sa présence en tant qu'actionnaire de CIAT via sa participation de 46,08 % dans AGC. En premier lieu, si cette présence était une possibilité offerte par les deux autres candidats au rachat de CIAT, elle constituait un souhait marqué de la part de la CCAS. Ensuite, par application du Pacte d'associés le liant à la CCAS, Monsieur André Trigano a promis de céder les titres AGC qu'il détient, et la CCAS de les acquérir, avant le 30 septembre 2013. Le prix est fixé sur la base de leur valeur au 30 septembre 2009, telle que retenue dans le projet de traité d'apport des titres CIAT par Monsieur André Trigano à AGC, assortie d'un intérêt annuel de 3 % l'an. Cette promesse est assortie :

- d'une garantie d'actif et de passif au profit de la CCAS ;
- d'un engagement d'assistance et d'accompagnement de la part de Monsieur André Trigano durant sa présence en tant que Président du Conseil de surveillance de CIAT ;
- d'un engagement de non-concurrence et de non-débauchage d'une durée de deux ans à la date de cessation de ses fonctions, rémunérées aux mêmes conditions financières que celles prévalant antérieurement à la prise de contrôle par CIAT ;
- de la cession à CIAT de la dénomination « André Trigano » pour un montant significativement inférieur à la redevance annuelle autorisée par le Conseil de surveillance à son profit et à laquelle il renonce.

L'analyse de ces informations nous conduit à conclure que les conditions du maintien de Monsieur André Trigano en tant qu'actionnaire, indirect, de CIAT, ne présente par d'élément susceptible de remettre en cause l'égalité de traitement des actionnaires.

En conclusion, les opérations de cession et d'apport, intervenues à l'issue d'un processus de vente compétitif, toutes réalisées sur la base d'un prix par action CIAT de 48 €, conclues entre professionnels avertis et conférant à la CCAS le contrôle de la Société à hauteur de 91,61 %, nous semble constituer une référence forte de valorisation.

5. Analyse critique des travaux des évaluateurs

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse du rapport d'évaluation réalisé par BNP Paribas et Natixis Finance (ensemble les « Banques »).

L'analyse de ce rapport d'évaluation nous conduit à formuler les observations suivantes.

La méthodologie retenue par les Banques est identique à celle que nous avons mise en œuvre. Tout comme dans nos travaux, les références à l'actif net comptable, aux méthodes de l'ANR et du rendement ainsi qu'aux critères des transactions comparables et du cours de bourse ont été écartées. L'actualisation des flux futurs de trésorerie et les transactions récentes portant sur le capital de CIAT sont deux approches considérées, à juste titre, comme pertinentes. Les Banques retiennent, par ailleurs, comme approche également pertinente, la méthode des comparables boursiers tandis que nos travaux la présentent à titre secondaire.

Nos travaux et ceux des Banques reposent sur les mêmes informations et sur les mêmes documents, remis par la Direction du Groupe.

i) Actualisation des flux futurs de trésorerie

Concernant le plan d'affaires, il n'existe pas d'écart entre les travaux des Banques et les nôtres. Tout comme nous, les Banques soulignent le caractère optimiste des prévisions au regard des performances passées du Groupe. Les conséquences de ce biais, favorables aux minoritaires, n'ont pas été atténuées par les hypothèses d'actualisation retenues (taux d'actualisation, taux de croissance à l'infini, rentabilité de l'activité normative à l'issue de la prorogation du plan d'affaires).

La mise en œuvre de l'évaluation par la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie conduit les Banques à déterminer une valeur centrale de 39,62 € par action CIAT, inférieure de 2,86 € à la nôtre, soit un écart de 6,7 %.

Il résulte principalement de la différence de taux d'actualisation, les Banques retenant un taux de 8,67 %, contre 8,47 % dans nos propres travaux. La faiblesse de l'écart occulte une divergence d'approche quant au calcul du coût des fonds propres : alors que les Banques retiennent des paramètres quasi spots (moyenne trois mois), nous retenons des paramètres long terme, ce qui présente un écart important sur le niveau de prime de risque (6,97 % pour les Banques contre 5 % de notre côté), affecté d'un bêta équivalent. Au final, l'écart entre les deux taux de coût des fonds propres est comblé par le fait que nous retenons une prime de risque spécifique d'illiquidité liée à la taille de la Société. Nous estimons en effet que l'existence de cette prime supplémentaire est justifiée dans le cas de CIAT, en accord avec les travaux de recherche réalisés notamment par Messieurs Jacques Hamon et Bertrand Jacquillat¹⁴.

L'utilisation de paramètres spots (équivalents à ceux des Banques) nous aurait conduit à calculer un coût des fonds propres de l'ordre de 14,4 %, conduisant à un coût moyen pondéré de 9,63 %, équivalent à celui utilisé par la Société pour ses tests de dépréciation.

L'écart résiduel du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, imputable aux éléments retenus dans la dette financière nette ajustée, est lui aussi restreint (355 K€) et représente 0,29 € par action. Il provient de deux sources :

- l'absence de prise en compte de l'incidence positive sur la valeur déterminée par les Banques de l'économie d'impôt liée aux reports déficitaires, soit 804 K€ ;

¹⁴ Jacques Hamon et Bertrand Jacquillat, 'Is there a value-added in liquidity and risk premium?', Journal of European Financial Management Association, 1999

- l'absence de prise en compte de l'incidence négative sur la valeur déterminée par les Banques du montant des provisions pour risques et charges hors indemnités de départ en retraite, soit 449 K€.

ii) Comparables boursiers

L'application de cette méthode conduit les Banques à retenir une valeur centrale de 28,95 € par action, contre 27,30 € dans nos travaux, soit un écart de 1,65 €. Cette différence provient en grande partie des multiples retenus, les agrégats étant les mêmes et la dette financière nette ajustée présentant une différence négligeable.

Dans l'application de la méthode des comparables boursiers, les Banques retiennent un échantillon restreint composé d'acteurs français du marché du tourisme et d'un industriel, alors que nous intégrons à notre échantillon une société britannique et deux autres sociétés industrielles actives dans le domaine du loisir en plein air. L'intégration de ces trois sociétés à une légère incidence positive sur notre valorisation.

Dès lors, les écarts concernant l'échantillon commun portent principalement sur les sociétés Pierre & Vacances, Compagnie des Alpes et Club Méditerranée, et ont pour origine principale les données boursières différentes utilisées : dans la mesure où la date de référence des Banques est le 11 décembre 2009 et la nôtre le 14 décembre 2009. Compte tenu de la hausse des marchés en fin d'année 2009, nos cours sont plus élevés, conduisant à des multiples plus faibles. Les écarts résiduels sont dus aux différences entre les consensus retenus par les Banques et par nous-mêmes.

iii) Transactions récentes portant sur le capital de CIAT

Comme nous, les Banques retiennent ce critère et le considèrent comme une référence forte de valorisation.

6. Conclusion

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action CIAT auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 48 € par action proposé dans le cadre de l'Offre par rapport à ces valeurs :

Valeurs de marché	BM&A					
	Valeur par action			Prime / (Décote)		
	min.	centrale	max.	min.	centrale	max.
Cours moyen pondéré (1)						
12 mois		60,66 €			(20,9)%	
6 mois		59,87 €			(19,8)%	
3 mois		59,93 €			(19,9)%	
20 jours		59,31 €			(19,1)%	
Cours de clôture au 12 octobre 2009		61,45 €			(21,9)%	
Approche intrinsèque						
Actualisation des flux futurs de trésorerie	36,52 €	42,48 €	49,44 €	31,4%	13,0%	(2,9)%
Approche analogique						
Comparables boursiers						
Multiplies d'Ebitda	23,03 €	27,30 €	33,90 €	108,5%	75,8%	41,6%
Transactions récentes sur le capital de la société						
Apport et cession des actions CIAT		48,00 €			0,0%	
Actif net comptable consolidé						
Actif net comptable au 30 septembre 2009 (1)		17,68 €			171,6%	

(1) Présentées à titre d'information

Les conclusions de nos travaux d'évaluation résultent principalement de la mise en œuvre d'une approche multicritères reposant sur la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie, celle des comparables boursiers et sur le critère des transactions récentes sur le capital CIAT.

Tout en les présentant à titre d'information, nous avons exclu le critère de l'actif net comptable, non représentatif de la capacité de la Société à créer de la valeur dans le futur, et la référence au cours de bourse de l'action CIAT. Concernant ce dernier critère, les analyses réalisées suggèrent que l'action a fait l'objet d'une importante spéculation pendant l'année 2007, lors de la prise de contrôle du Groupe par Acto et de l'entrée au capital de Proméo, portant le cours du titre à ses plus hauts historiques. Pourtant, les performances financières de la Société et la dégradation de sa structure financière ont démenti les anticipations des investisseurs. Par ailleurs, en 2008 et jusqu'au 12 octobre 2009, le cours s'est maintenu à un prix élevé dans une fourchette étroite, et dans des volumes étiqes représentant annuellement moins de 1% du capital. Pour ces raisons, nous estimons que le cours de bourse ne constitue pas un critère de valorisation pertinent de l'action CIAT.

L'approche par la méthode des comparables boursiers extériorise des primes substantielles par rapport au prix de l'Offre. Pour autant, nous ne retenons cette méthode qu'à titre secondaire en raison du profil atypique du Groupe rendant difficile la constitution d'un échantillon de sociétés comparables et altérant le bien-fondé de l'approche. Par ailleurs, cette méthode utilise des agrégats qui ne prennent pas totalement en compte le redressement de la Société.

La méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie est l'approche la mieux à même de rendre compte de la croissance de l'activité et de l'amélioration de la rentabilité anticipées du Groupe. Pour autant, le niveau des cash-flows attendus résulte selon nous d'hypothèses d'exploitation volontaristes, les performances affichées n'ayant jamais été atteintes dans l'histoire récente du Groupe. La réalisation du plan comporte donc des risques d'exécution réels. Nous avons mis en œuvre cette méthode sur la base de paramètres d'évaluation qui font abstraction des conséquences de la crise financière récente sur la valeur des actifs et qui ne tiennent pas compte des risques d'exploitation évoqués supra. Ces hypothèses constituent des éléments favorables aux actionnaires minoritaires.

Enfin, les opérations de cession et d'apport qui sont intervenues directement ou indirectement sur le capital de CIAT nous semblent constituer un critère de valorisation majeur, dans la mesure où elles sont issues d'un véritable processus de mise aux enchères et où elles ont porté sur la quasi-totalité du capital du Groupe.

En conséquence, notre opinion est que le prix de 48 € par action CIAT, proposé dans la présente Offre, est équitable, d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la Société.

A l'issue de l'Offre, s'il détient 95 % ou plus du capital et des droits de vote de CIAT, l'Initiateur a indiqué son intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire.

Dans l'hypothèse où cette opération interviendrait dans un délai de trois mois au terme de l'Offre et au regard des informations dont nous disposons à la date du présent rapport, notre opinion est que le prix de 48 € par action CIAT, qui serait proposé dans le cadre de ce retrait obligatoire serait équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la Société.

Fait à Paris, le 4 février 2010

Bellot Mullenbach & Associés

Pierre Béal Jean-Louis Mullenbach »

4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA CIAT

Le conseil de surveillance de la CIAT s'est réuni au siège social, le 4 février 2010, sous la présidence de Monsieur André Trigano, quatre de ses cinq membres étant présents ou représentés ⁽¹⁾, à l'effet de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre Publique d'Achat Simplifiée déposée par la société H2, et les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »). Un extrait du procès-verbal de la séance du conseil de surveillance est reproduit ci-dessous :

« Le Président indique que l'Offre fait suite au franchissement indirect par l'Initiateur, des seuils du tiers et de 50% du capital et des droits de vote de la C.I.A.T.

L'Initiateur détient directement ou indirectement 1.127.935 Actions C.I.A.T.. La C.I.A.T. détient 2.736 de ses propres Actions achetées dans le cadre d'un contrat de liquidité conclu avec EXANE BNP PARIBAS.

L'Offre porte donc sur la totalité des Actions C.I.A.T. non déjà détenues par l'Initiateur.

Le Président indique au Conseil que la durée de l'Offre sera de 10 jours de négociation.

Le Président observe que l'Initiateur a indiqué qu'il se réservait la faculté de demander à l'AMF, dans les 3 mois suivant la clôture de l'Offre conformément aux articles 237-14 et suivants, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire si les conditions légales et réglementaires étaient remplies, moyennant une indemnité.

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, un expert indépendant, le cabinet Bellot Mullenbach & Associés a été désigné par le Conseil de la Société en date du 17 décembre 2009 aux fins d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, sous la forme d'une attestation d'équité.

Messieurs Pierre Béal et Jean-Louis Mullenbach sont appelés à présenter et commenter tant les méthodes de valorisation écartées que celles retenues afin d'établir leur attestation d'équité.

Ils insistent sur les raisons pour lesquelles le cours de bourse a été écarté (forte spéculation au cours de l'année 2007 portant le titre à ses plus hauts cours historiques, insuffisance des volumes de transactions (moins de un (1) pour cent du capital échangé annuellement, insensibilité du cours de bourse à la conjoncture et au résultat), ainsi que le critère de l'actif net comptable non représentatif de la capacité de la Société à créer de la valeur dans le futur.

En revanche, ils ont retenu une approche multicritères reposant sur la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie, celle des comparables boursiers, et enfin sur le critère des transactions récentes intervenues sur le capital de la C.I.A.T..

Ils donnent alors lecture de leur conclusion : "En conséquence, notre opinion est que le prix de 48 € par action CIAT, proposé dans la présente Offre, est équitable, d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la Société. A l'issue de l'Offre, s'il détient 95 % ou plus du capital et des droits de vote CIAT, l'Initiateur se réserve la faculté de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire. Dans l'hypothèse où cette opération interviendrait dans un délai de trois mois au terme de l'Offre et au regard des informations dont nous disposons à la date du présent rapport, notre opinion est que le prix de 48 € par action CIAT, qui serait proposé dans le cadre de ce retrait obligatoire serait équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la Société."

Le Conseil prend acte de cette conclusion.

Le Conseil entreprend ensuite un échange de vues sur les documents mis à sa disposition, sur les motifs du projet d'Offre, et sur les intentions de l'Initiateur, telles qu'elles apparaissent dans le projet de note d'information de l'Initiateur.

(1) Il est précisé qu'à l'issue de ce conseil, trois membres supplémentaires ont été cooptés.

Monsieur Gilles Benoist, en sa qualité de membre indépendant du Conseil indique son plein accord sur les méthodes écartées et celles retenues, au premier chef le critère d'actualisation des flux futurs de trésorerie, tel qu'il a été mis en œuvre par l'expert indépendant. Il souligne que l'Offre de l'Initiateur a été la mieux disante, d'un point de vue financier, à l'issue d'un processus d'appel d'offre, et qu'elle est à ses yeux la plus apte à permettre le maintien de l'emploi et le développement de la Société. Il ajoute que le taux d'actualisation retenu intégrant des paramètres calculés sur un horizon long terme s'avère favorable aux minoritaires, et donne un résultat se situant dans le haut de la fourchette de l'évaluation.

Monsieur André Trigano confirme que les autres offres étaient moins disantes et qu'il a eu particulièrement à cœur de retenir l'offre qui permettait d'assurer le maintien de l'emploi et de l'activité de l'entreprise dans le domaine du tourisme familial et social.

Monsieur Dominique Giovannangeli partage l'avis de Messieurs Benoist et André Trigano, et expose que l'Initiateur a souhaité participer au maintien de l'activité d'une entreprise engagée dans le tourisme social.

Le Conseil constate alors que l'Offre :

- constitue, pour les actionnaires, une réelle opportunité de cession tenant compte de la faible liquidité du titre ;
- permettra d'assurer, pour la Société, le développement de la politique industrielle et commerciale mises en œuvre par la direction et les salariés ;
- permettra d'améliorer la situation financière de la C.I.A.T., et notamment de restructurer sa dette par la mise en œuvre d'une augmentation de capital d'environ vingt (20) millions d'euros;
- s'inscrit, pour ses salariés, dans la logique de continuité de l'activité de la C.I.A.T et aura une influence positive en matière d'emploi.

Au vu des éléments qui précèdent, le Conseil considère à l'unanimité que cette Offre est réalisée dans l'intérêt de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires.

C'est pourquoi, le Conseil estime à l'unanimité pouvoir recommander aux actionnaires d'apporter leurs Actions à l'Offre.

Les membres du Conseil rappellent en tant que de besoin qu'ils ne détiennent à ce jour, aucune action à l'exception de celle nécessaire à l'exercice de leur mandat social.

S'agissant des Actions autodétenues (2.736) par la Société le Conseil autorise le Directoire à les apporter à l'Offre.

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

En conséquence, le Conseil décide à l'unanimité que le Président du Directoire est autorisé à finaliser et à signer le projet de note d'information en réponse, ainsi que tout autre document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « Autre Informations » relatif à la Société. »

5. NOMBRE D'ACTIONS DETENUES DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT PAR LA CIAT ET NOMBRE D'ACTIONS QU'ELLE PEUT DETENIR A SA PROPRE INITIATIVE

A la date de la présente note en réponse, la CIAT détient 2.736 de ses propres actions achetées dans le cadre d'un contrat de liquidité conclu avec EXANE BNP PARIBAS. Ces actions seront apportées à l'offre ainsi qu'il résulte de la décision du conseil de surveillance de la CIAT du 4 février 2010.

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE OU SUR SON ISSUE

6.1 ACCORDS AUXQUELS LA SOCIETE EST PARTIE

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

6.2 ACCORDS DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE

L'Initiateur et Monsieur André Trigano ont conclu le 10 décembre 2009 un pacte d'associés prenant effet à compter de la date de prise de contrôle par l'Initiateur de la CIAT. Les parties au pacte ont notamment conclu des promesses unilatérales d'achat et de vente des actions AGC détenues par Monsieur André Trigano. Une première fenêtre de sortie possible est prévue partiellement entre le 30 juin 2011 et le 31 juillet 2011 avec la cession éventuelle d'environ 35 % de la participation d'André Trigano (promesse unilatérale d'achat consentie par H2). Une sortie définitive est possible entre le 30 juin 2013 et le 31 juillet 2013 avec la cession du reliquat ou de la totalité à défaut de sortie en 2011 (promesse unilatérale d'achat consentie par H2). H2 dispose également de la possibilité de contraindre André Trigano à sortir définitivement entre le 1er août 2013 et le 30 septembre 2013 à défaut pour ce dernier d'avoir levé les promesses d'achat au préalable, ou à tout moment jusqu'au 31 mars 2014 en cas de réalisation de certains événements concernant André Trigano notamment décès, invalidité, révocation ou démission (promesses unilatérales de vente consenties par André Trigano). Le prix des actions qui font l'objet de ces promesses a été calculé à partir du prix des actions CIAT arrêté à 48 euros par action. Ce prix pourra, le cas échéant, faire l'objet d'un ajustement, à la baisse uniquement (au même titre que les actionnaires majoritaires vendeurs), en fonction du niveau de l'endettement financier net de la CIAT constaté dans les comptes consolidés certifiés au titre de l'exercice clos le 30 septembre 2009. En outre, le prix des actions sous promesse est indexé sur la base d'un taux déflateur annuel de 3 % pour prendre principalement en considération l'inaliénabilité temporaire des actions d'André Trigano jusqu'à sa sortie d'une part, et l'érosion monétaire, d'autre part. Les stipulations de ce pacte sont détaillées dans le document « Informations relatives aux caractéristiques de l'Initiateur » qui est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur le site Internet de H2 (www.etoileholding2.fr).

7. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

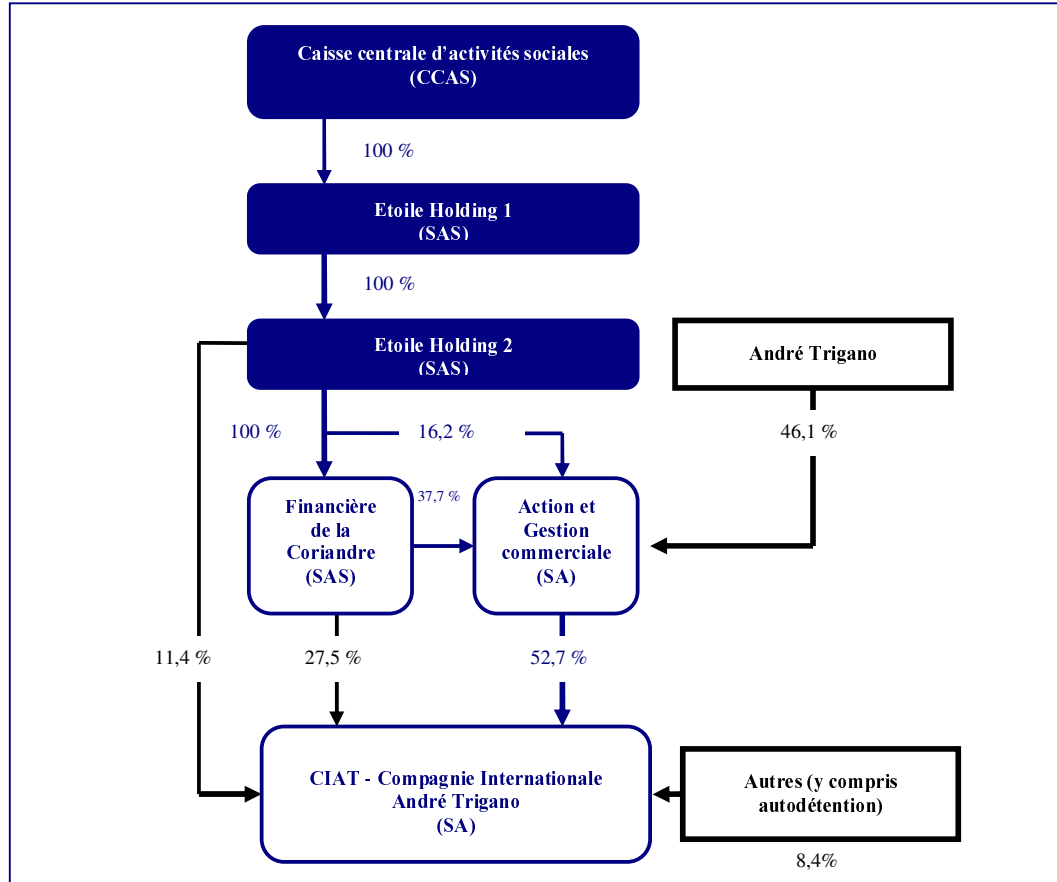
7.1 STRUCTURE DU CAPITAL

La CIAT a un capital social de 4.924.800 Euros divisé en 1.231.200 actions d'une valeur nominale de 4 euros chacune.

La CIAT n'a pas attribué d'options de souscription d'actions (stock-options) et n'a émis aucun autre titre de capital, ni aucune valeur mobilière donnant accès au capital ou aux droits de vote de la CIAT, autre que ceux visés ci-dessus.

H2 détient, directement et indirectement, 1.127.935 actions CIAT représentant 91,61 % du capital et 93,99 % des droits de vote de la Société (sur la base d'un nombre total de 2.053.985 droits de vote résultant de l'application de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF).

Le schéma de détention de la CIAT est actuellement le suivant (les pourcentages indiquent la détention en capital social) :



7.2 RESTRICTIONS A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AU TRANSFERT D'ACTIONS – CLAUSES DE CONVENTIONS COMMUNIQUEES A LA SOCIETE

7.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions de la Société

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

7.2.2 Clauses de conventions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions communiquées à la Société

Aucune convention ou clause prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition des actions émises et portant sur 0,5 %, au moins, du capital ou des droits de vote de la CIAT n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce.

7.2.3 Accords particuliers entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

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

7.3 PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA CIAT AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL

A la suite des opérations réalisées les 22 et 30 décembre 2009 et visées à la section 2 du présent document, les déclarations suivantes ont été effectuées auprès de l'AMF et de la CIAT :

- Par lettres des 5 et 6 janvier 2010, H2 a déclaré avoir franchi, le 30 décembre 2009 en hausse, directement et indirectement les seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 1/3, 50 %, 2/3 et 90 % du capital social et des droits de vote de la CIAT et, à titre individuel, les seuils de 5 et 10 % en capital et de 5 % en droits de vote.
- Aux termes de la même lettre, H2 a fait part de ses intentions concernant les 6 mois à venir dont le dépôt, conformément à la réglementation applicable, de l'Offre objet de la présente note d'information.
- Par lettre du 6 janvier 2010, AGC a déclaré, à titre de régularisation, avoir franchi le 22 décembre 2009 en hausse, le seuil de 50 % du capital social et des droits de vote de la CIAT.

Ces déclarations ont fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 8 janvier 2010 sous le numéro 210C0025.

Par ailleurs, la société Groupe Proméo SA a déclaré auprès de l'AMF, par courrier reçu le 18 janvier 2010, à titre de régularisation, avoir franchi en baisse, le 30 décembre 2009, les seuils de 10% du capital et 5% du capital et des droits de vote de la CIAT et ne plus détenir aucun titre de cette société.

Ce franchissement de seuils résultait de la cession hors marché des actions CIAT détenues par Groupe Proméo au profit de H2.

Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 18 janvier 2010 sous le numéro 210C0073.

En dehors de ces participations, il n'a été porté à la connaissance de la Société, aucun autre franchissement de seuil légal ou statutaire.

7.4 LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX

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

7.5 MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL

Néant.

7.6 REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE ET DE LA DIRECTION GENERALE DE LA SOCIETE AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi, ni en matière de nomination et de remplacement des membres du Conseil de surveillance et de la direction générale de la société, ni en matière de modification des statuts.

7.7 POUVOIRS DU DIRECTOIRE EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT D'ACTIONS

Le Directoire ne bénéficie pas de délégation de pouvoir ou de compétence en matière d'émission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital.

L'Assemblée Générale Extraordinaire du 6 juillet 2009 a autorisé le Directoire pour une durée de 18 mois, à compter de l'assemblée, à acheter pour le compte la Société ses propres actions, dans le cadre des besoins exclusifs d'un contrat de liquidité et dans la limite d'un maximum de 24.624 actions, soit 2 % du capital, au prix d'achat unitaire maximum de 90 euros, soit un montant total maximum de 2.216.160 euros, et au prix de vente unitaire minimum de 10 euros.

Ce programme de rachat d'actions a été mis en œuvre dans le cadre d'un contrat de liquidité avec EXANE BNP PARIBAS.

7.8 ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE

Certains contrats de prêt prévoient des clauses de remboursement anticipé d'emprunt en cas de changement d'actionnaires. Les établissements financiers concernés ont ainsi été avisés par courrier du changement de contrôle intervenu.

A la date du présent document, aucun établissement financier n'a fait application de la clause susvisée.

7.9 ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE OU DU DIRECTOIRE OU LES SALARIES, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

Au titre d'un contrat de travail en date du 21 juin 2005, Monsieur Alain Béral bénéficiera d'une indemnité liée à la rupture de son contrat de travail. En effet, si la société C.I.A.T. devait rompre ledit contrat pour un motif autre que la faute grave ou lourde, la société devrait lui verser une indemnité représentant neuf (9) mois de salaire. Cet avantage a été validé par un Conseil de surveillance du 26 septembre 2005, conformément aux dispositions des articles 225-9061 et 225-79-1 du Code de commerce.

A la date de la présente note d'information, il n'existe pas d'autre accord de ce type.

8. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION EN REPONSE

« A ma 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. »

CIAT

Représentée par Monsieur Alain Béral

Président du Directoire