

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR

CLUB MÉDITERRANÉE 

CONSEILLÉE PAR



EN REPONSE AU

**PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT
LES ACTIONS ET LES OBLIGATIONS A OPTION DE CONVERSION ET/OU
D'ECHANGE EN ACTIONS NOUVELLES OU EXISTANTES (OCEANES)
DE CLUB MEDITERRANEE**

INITIEE PAR

GAILLON INVEST

AGISSANT DE CONCERT AVEC

les personnes dénommées dans le corps du présent projet de note



Le présent projet de note d'information en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 26 juin 2013, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

Avis important

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 I 2° et 5° du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Accuracy, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note d'information en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites Internet de Club Méditerranée (www.clubmed-corporate.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), et est mis gratuitement à disposition du public et peut être obtenu sans frais auprès de :

Club Méditerranée
11, rue de Cambrai
75019 Paris

Rothschild & Cie
23bis, avenue de Messine
75008 Paris

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment, juridiques, financières et comptables de Club Méditerranée seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique.

SOMMAIRE

	Page
1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L’OFFRE	4
1.1 Présentation de l’Offre	4
1.2 Contexte de l’Offre	6
1.3 Rappel des termes de l’Offre.....	7
1.4 Déroulement de l’Offre	11
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D’ADMINISTRATION DE CLUB MEDITERRANEE	12
2.1 Avis motivé du conseil d’administration (incluant les intentions des administrateurs)	12
2.2 Observations du comité d’entreprise.....	17
2.3 Engagements des membres du comité de direction groupe d’investir dans Holding Gaillon	17
2.4 Décision relative au Club Actionnaire	17
2.5 Autres informations.....	18
3. CLAUSES D’ACCORDS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE SUR L’APPRECIATION DE L’OFFRE OU SON ISSUE	18
4. ÉLÉMENTS CONCERNANT CLUB MEDITERRANEE SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D’OFFRE PUBLIQUE	19
4.1 Structure et répartition du capital	19
4.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et clauses des conventions portées à la connaissance de la société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	20
4.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de Club Méditerranée ayant fait l’objet d’une déclaration de franchissement de seuil ou d’une déclaration d’opération sur titres	21
4.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	22
4.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d’actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	22
4.6 Accords entre actionnaires dont Club Méditerranée a connaissance pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d’actions ou à l’exercice des droits de vote.....	22
4.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d’administration ainsi qu’à la modification des statuts de Club Méditerranée	22
4.8 Pouvoirs du conseil d’administration, en particulier en matière d’émission ou de rachat de titres.....	24
4.9 Accords conclus par Club Méditerranée qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Club Méditerranée	25
4.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d’administration ou les principaux salariés de Club Méditerranée, s’ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison de l’offre publique.....	26
4.11 Accords conclus par Club Méditerranée qui sont modifiés ou prennent fin en cas de radiation de Club Méditerranée de la cote	27

5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	28
6.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE	28

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement de l'article 232-1 du règlement général de l'AMF, Gaillon Invest, société par actions simplifiée au capital de 100.000 euros, dont le siège social est situé 20, place Vendôme, 75001 Paris, identifiée sous le numéro 793 073 701 RCS Paris (« **Newco** » ou l'« **Initiateur** »), agissant de concert avec les membres du Concert (tel que ce terme est défini ci-après) ont déposé le 30 mai 2013 un projet d'offre proposant de manière irrévocable aux actionnaires de Club Méditerranée, société anonyme à conseil d'administration au capital, à cette date, de 127.290.236 euros, dont le siège social est situé 11, rue de Cambrai, 75019 Paris, identifiée sous le numéro 572 185 684 RCS Paris (« **Club Méditerranée** » ou la « **Société** ») ainsi qu'aux porteurs d'obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes de Club Méditerranée (les « **OCEANES** »), d'acquérir, dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** ») :

- (i) la totalité de leurs actions Club Méditerranée, au prix de 17 euros par action ; et
- (ii) la totalité de leurs OCEANES, au prix de 19,23 euros par OCEANE (coupon attaché).

L'Initiateur a annoncé au conseil d'administration de la Société, réuni le 24 juin 2013 pour émettre son avis motivé sur l'Offre conformément à la réglementation applicable, qu'il avait décidé de modifier les termes de l'Offre pour porter le prix de l'Offre à :

- (i) 17,50 euros par action Club Méditerranée ; et
- (ii) 19,79 euros par OCEANE (coupon attaché).

Ce relèvement des prix de l'Offre a fait l'objet d'un communiqué de presse de l'Initiateur en date du 25 juin 2013, dans lequel l'Initiateur indique que « ces nouveaux termes seront déposés auprès de l'Autorité des Marchés Financiers dans les délais les plus brefs afin d'ajuster la documentation ».

Les actions Club Méditerranée et les OCEANES (ensemble, les « **Titres** ») sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») respectivement sous le code ISIN FR0000121568 (mnémonique « CU ») et sous le code ISIN FR0010922955 (mnémonique « CUOC »).

Le projet d'Offre porte sur :

- la totalité des actions Club Méditerranée non détenues par l'Initiateur ou l'un des membres du Concert à la date de dépôt du projet d'Offre,
 - (i) qui sont d'ores et déjà émises, soit à la connaissance de l'Initiateur, un nombre maximum de 25.684.329 actions Club Méditerranée, représentant 80,67% du capital et 75,13% des droits de vote sur la base d'un nombre total de 31.840.594 actions et de 35.590.206 droits de vote de la Société en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF au 30 avril 2013, ou

- (ii) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini au paragraphe 2.13 du projet de note d'information de l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 30 mai 2013) (le « **Projet de Note d'Information** »), à raison (a) de la conversion des OCEANES ou (b) de l'exercice des options de souscription d'actions octroyées par Club Méditerranée (les « **Options** ») pour autant qu'elles soient exerçables avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (selon le cas), soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, un maximum de 5.967.425 actions Club Méditerranée nouvelles ;

soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, un nombre maximal d'actions Club Méditerranée visées par l'Offre égal à 31.651.754¹.

- la totalité des OCEANES en circulation non détenues par l'Initiateur ou l'un des membres du Concert, et qui sont, à la connaissance de l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information au nombre de 4.521.528.

Il est précisé que :

- l'Offre ne porte pas sur les actions nouvelles sous-jacentes aux Options qui ne seront pas exerçables d'ici la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, et qui représentent, à la connaissance de l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, 338.795 actions Club Méditerranée ;
- les actions nouvelles qui résulteraient de l'exercice d'Options exerçables et qui ne seraient pas cessibles du fait des stipulations des plans d'Options d'ici la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, et qui représentent, à la connaissance de l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, 188.960 actions Club Méditerranée ne pourront en principe pas être apportées à l'Offre ;
- les actions Club Méditerranée d'ores et déjà émises, à la date de dépôt de l'Offre, soit le 30 mai 2013, à la suite de l'exercice des Options et dont la période d'incessibilité en application des plans d'Options n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, ne pourront pas en principe être apportées à l'Offre.

Les principales caractéristiques des OCEANES et des Options sont respectivement décrites aux paragraphes 2.4 et 2.5 du Projet de Note d'Information.

A la date du présent projet de note en réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société.

¹ Soit : (i) 31.840.594 actions composant le capital de la Société au 30 avril 2013, conformément aux informations publiées par la Société sur son site internet, (ii) desquelles il faut déduire les 3.170.579 actions détenues par Fosun Property Holdings Limited, les 1.851 actions détenues par Monsieur Guo Guangchang, les 2.982.352 actions détenues par ACF II, les 1.483 actions détenues par Henri Giscard d'Estaing (iii) et auxquelles il faut ajouter les 5.095.762 actions nouvelles pouvant être émises à raison de la conversion des OCEANES non détenues par l'Initiateur et les membres du Concert au ratio d'attribution d'actions ajusté visé à l'article 2.4.2 du Projet de Note d'Information et les 871.663 actions, qui à la connaissance de l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, peuvent être émises à raison de l'exercice des Options qui sont exerçables avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (selon le cas).

Selon l'Initiateur, Gaillon Invest et son actionnaire unique Holding Gaillon (« **Holding Gaillon** ») société par actions simplifiée au capital de 100.000 euros, dont le siège social est sis 20 Place Vendôme, 75001 Paris, France, identifiée sous le numéro 793 043 662 RCS Paris, sont deux sociétés nouvellement constituées. Holding Gaillon est détenue à hauteur de 50% du capital et des droits de vote par ACF II Investment S.à.r.l (« **ACF II** »), et de 50% du capital et des droits de vote par Fosun Luxembourg Holdings S.à.r.l, contrôlée indirectement par Monsieur Guo Guanchang (« **Fosun Luxembourg Holdings S.à.r.l** »).

Selon l'Initiateur, l'accord d'investissement conclu le 29 mai 2013 entre Gaillon Invest, Holding Gaillon, ACF II (ACF II étant désignée ci-après l'« **Investisseur AXA PE** »), AXA Capital Fund L.P., AXA Co-Investment Fund IV FCPR et AXA Co-Investment Fund IV-B FCPR (l'Investisseur AXA PE, AXA Capital Fund L.P., AXA Co-Investment Fund IV FCPR et AXA Co-Investment Fund IV-B FCPR étant désignés ci-après « **AXA PE** »), Fosun Luxembourg Holdings S.à.r.l (ci-après l'« **Investisseur Fosun** »), Fosun Industrial Holdings Limited, Fosun International Limited, Fosun Property Holdings Limited (ci-après « **Fosun Property Holdings** »), et MM. Henri Giscard d'Estaing et Michel Wolfovski et l'accord séparé, conclu en date du 29 mai 2013, entre Monsieur Guo Guanchang (l'Investisseur Fosun, Fosun Industrial Holdings Limited, Fosun International Limited, Fosun Property Holdings, et Monsieur Guo Guanchang étant désignés ci-après « **Fosun** »), AXA PE et MM. Henri Giscard d'Estaing et Michel Wolfovski (l'accord d'investissement et l'accord séparé étant désignés ci-après, l'« **Accord d'Investissement** »), sont constitutifs d'une action de concert entre l'ensemble de ces parties (le « **Concert** »).

1.2 Contexte de l'Offre

AXA PE et Fosun, les deux principaux actionnaires de Club Méditerranée, ont indiqué souhaiter prendre le contrôle du capital de Club Méditerranée pour s'assurer de l'application de la stratégie d'internationalisation de la clientèle de Club Méditerranée et de ses implantations et de montée en gamme dans l'environnement difficile du tourisme en Europe, et particulièrement en France. Pour assurer le succès de ce projet, ils ont souhaité s'associer avec les dirigeants de Club Méditerranée qui ont signé avec eux l'Accord d'Investissement prévoyant le lancement de l'Offre et une mise en concert.

AXA Private Equity et Fosun ont annoncé le 27 mai 2013, par voie de communiqué de presse, leur intention de déposer une offre sur Club Méditerranée, sous réserve que certaines conditions soient remplies.

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF par Gaillon Invest le 30 mai 2013 à la suite de la conclusion de l'Accord d'Investissement le 29 mai 2013. Le dépôt de l'Offre a fait l'objet d'un communiqué de Gaillon Invest en date du 30 mai 2013.

Comme indiqué ci-dessus, l'Initiateur a annoncé par voie de communiqué de presse le 25 juin 2013 qu'il avait décidé de modifier les termes de l'Offre relativement aux prix par action et par OCEANE et précisé que ces nouveaux termes seront déposés auprès de l'AMF dans les délais les plus brefs afin d'ajuster la documentation.

A la suite de l'ensemble des opérations prévues dans l'Accord d'Investissement, et au règlement-livraison de l'Offre ou de l'Offre Réouverte ou à la date de mise en œuvre du retrait obligatoire, l'Initiateur a indiqué que l'Investisseur AXA PE détiendra la même proportion du capital et des droits de vote de Holding Gaillon que l'Investisseur Fosun, le solde étant détenu par MM. Henri Giscard d'Estaing et Michel Wolfovski sous réserve des investissements des cadres visés au paragraphe 1.3.2 du Projet de Note d'Information.

1.3 **Rappel des termes de l'Offre**

En application des dispositions des articles 231-13 et suivants du règlement général de l'AMF, Société Générale, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank et Natixis, en qualité d'établissements présentateurs agissant pour le compte de l'Initiateur ont déposé le 30 mai 2013 le projet d'Offre auprès de l'AMF, sous la forme d'une offre publique d'achat volontaire. Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Société Générale, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank et Natixis garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur, dans le cadre de l'Offre.

L'Initiateur a indiqué agir de concert avec les membres du Concert.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale régie par les articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de Club Méditerranée et des porteurs d'OCEANES émises par Club Méditerranée, tous les Titres de la Société visés par l'Offre qui seront apportés à l'Offre au prix de :

- 17,50 euros par action Club Méditerranée et
- 19,79 euros par OCEANE (coupon attaché),

pendant une période minimum de 25 jours de négociation (sous réserve de prorogation).

Condition de l'Offre – Seuil de réussite

Faisant application des dispositions de l'article 231-9 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a soumis son Offre à la condition de l'apport à l'Offre d'un nombre d'actions Club Méditerranée et d'OCEANES tel que l'Initiateur et les membres du Concert, détiennent plus de 50% du capital et des droits de vote de la Société, sur une base diluée de Club Méditerranée (le « **Seuil de Réussite** »). Le calcul du Seuil de Réussite est décrit au paragraphe 2.7 du Projet de Note d'Information.

L'Initiateur, les actionnaires de Club Méditerranée et les porteurs d'OCEANES ne sauront pas si le Seuil de Réussite sera atteint avant la publication par l'AMF du résultat provisoire voire définitif de l'Offre, qui interviendra après la clôture de cette dernière.

Si le Seuil de Réussite n'était pas atteint, l'Offre n'aurait pas de suite, et les Titres apportés à l'Offre seraient restitués à leurs propriétaires, sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement ne soit dû auxdits propriétaires.

Ajustement des termes de l'Offre

Les éventuels ajustements des termes de l'Offre sont décrits dans le Projet de Note d'Information. En tout état de cause, tout ajustement sera soumis à l'accord préalable de l'AMF et fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse.

Situation des porteurs d'OCEANES

Le 7 octobre 2010, Club Méditerranée a procédé à l'émission de 4.888.481 OCEANES à échéance au 1^{er} novembre 2015. Les modalités des OCEANES figurent dans la note d'opération, faisant partie du prospectus visé par l'AMF sous le n°10-337 le 28 septembre 2010 (le « **Prospectus** »), établi lors de l'émission des OCEANES et complété par le communiqué diffusé par la Société le 4 octobre 2010, fixant les modalités financières définitives des OCEANES. Les OCEANES, d'une valeur nominale unitaire de 16,365 euros portant intérêt au taux annuel de 6,11% et d'échéance 1^{er} novembre 2015, sont convertibles à tout moment par la remise d'une action nouvelle ou existante pour une OCEANE. A la date du Projet de Note d'Information, 4.888.401 OCEANES sont en circulation.

OCEANES apportées à l'Offre

Les porteurs d'OCEANES qui le souhaitent peuvent apporter leurs OCEANES à l'Offre, selon les modalités prévues dans le Projet de Note d'Information.

Droit des porteurs d'OCEANES en cas d'offre publique

• Conversion des OCEANES en cas d'offre publique

En raison de l'ouverture de l'Offre, qui serait susceptible d'entraîner un Changement de Contrôle (tel que défini ci-dessous) et conformément au Prospectus, le ratio d'attribution d'actions serait temporairement ajusté pendant la Période d'Ajustement en cas d'Offre Publique (telle que définie ci-dessous) selon la formule suivante:

$$NRAA = RAA \times [1 + \text{Prime d'émission des Obligations} \times (J / JT)]$$

où :

- NRAA signifie le nouveau ratio d'attribution d'actions applicable pendant la Période d'Ajustement en cas d'Offre Publique ;
- RAA signifie le ratio d'attribution d'actions en vigueur avant la Date d'Ouverture de l'Offre (telle que définie ci-dessous), soit une action Club Méditerranée pour une OCEANE à la date du Projet de Note d'Information ;
- Prime d'émission des Obligations signifie la prime, exprimée en pourcentage que fait ressortir la valeur nominale unitaire des OCEANES par rapport au cours de référence de l'action de la Société retenu au moment de la fixation des modalités définitives des OCEANES, soit 27,5% ;
- J signifie le nombre de jours exact restant à courir entre la Date d'Ouverture de l'Offre (incluse) et le 1^{er} novembre 2015, date d'échéance des OCEANES (exclue) ; et
- JT signifie le nombre de jours exacts compris entre le 7 octobre 2010, date d'émission des OCEANES (incluse) et le 1^{er} novembre 2015, date d'échéance des OCEANES (exclue), soit 1 851 jours.

L'ajustement du ratio d'attribution d'actions, stipulé ci-dessus, bénéficie exclusivement aux porteurs d'OCEANes qui exercent leur droit à l'attribution d'actions, entre (et y compris) :

- (A) le premier jour au cours duquel les actions de la Société peuvent être apportées à l'Offre (la « **Date d'Ouverture de l'Offre** ») ; et
- (B) (i) si l'Offre est inconditionnelle, la date qui sera 10 jours ouvrés après le dernier jour au cours duquel les actions de la Société peuvent être apportées à l'Offre ou, si l'Offre est réouverte, la date qui sera 5 jours ouvrés après le dernier jour au cours duquel les actions de la Société peuvent être apportées à cette Offre ;

(ii) si l'Offre est conditionnelle, (x) si l'AMF constate que l'Offre a une suite positive, la date qui sera 10 jours ouvrés après la publication par celle-ci du résultat de l'Offre ou, si l'Offre est réouverte, la date qui sera 5 jours ouvrés après le dernier jour au cours duquel les actions de la Société peuvent être apportées à l'Offre, ou (y) si l'AMF (ou son successeur) constate que l'Offre est sans suite, la date de publication par celle-ci du résultat de l'Offre ; ou

(iii) si l'Initiateur de l'Offre y renonce, la date à laquelle cette renonciation est publiée.

Cette période est désignée la « **Période d'Ajustement en cas d'Offre Publique** ».

« **Changement de Contrôle** », signifie le fait, pour une ou plusieurs personnes physiques ou morales, agissant seules ou de concert, d'acquérir le contrôle de la Société, étant précisé que la notion de « contrôle » signifie, pour les besoins de cette définition, le fait de détenir (directement ou indirectement par l'intermédiaire de sociétés elles-mêmes contrôlées par la ou les personnes concernées) (x) la majorité des droits de vote attachés aux actions de la Société ou (y) plus de 40% de ces droits de vote si aucun autre actionnaire de la Société, agissant seul ou de concert, ne détient (directement ou indirectement par l'intermédiaire de sociétés contrôlées par cet ou ces actionnaires) un pourcentage des droits de vote supérieur à celui ainsi détenu.

En cas d'exercice du droit à l'attribution d'actions pendant la Période d'Ajustement en cas d'Offre Publique, les actions correspondantes seront livrées dans un délai maximum de 3 jours ouvrés à compter de la date d'exercice des OCEANes.

- **Remboursement anticipé en cas de Changement de Contrôle**

Conformément au Prospectus, tout porteur d'OCEANes pourra, à son seul gré, demander le remboursement anticipé en espèces de tout ou partie des OCEANes détenues en cas de Changement de Contrôle.

En cas de suite positive de l'Offre, la Société informera les porteurs d'OCEANes, du Changement de Contrôle, par un avis publié dans un journal financier de diffusion nationale et un avis diffusé par Euronext Paris au plus tard dans les 30 jours calendaires qui suivent le Changement de Contrôle effectif. Ces avis rappelleront aux porteurs d'OCEANes la faculté qui leur est offerte de demander le remboursement anticipé de leurs OCEANes, et indiqueront (i) la date fixée pour le remboursement anticipé, laquelle devra être comprise entre le 25^{ème} et le 30^{ème} jour ouvré suivant la date de publication de l'avis dans un journal financier de diffusion nationale, (ii) le montant du remboursement et (iii) la période, d'au moins 15 jours ouvrés, à compter de la publication de l'avis dans un journal financier de diffusion nationale, au cours de laquelle les demandes de remboursement anticipé des OCEANes et les OCEANes correspondantes devront parvenir à l'agent centralisateur. Les porteurs d'OCEANes devront en faire la demande à l'intermédiaire financier auprès duquel

leurs OCEANES sont inscrites en compte. Toute demande de remboursement sera irrévocable à compter de sa réception par l'intermédiaire financier concerné. Les demandes et les OCEANES correspondantes devront parvenir à l'agent centralisateur au plus tard le 5ème jour ouvré précédant la date de remboursement anticipé.

Dans cette hypothèse, les OCEANES dont le remboursement anticipé aura été demandé comme indiqué ci-dessus seront remboursées à un prix égal au pair majoré des intérêts courus depuis la dernière date de paiement d'intérêts précédant la date de remboursement anticipé jusqu'à la date fixée pour le remboursement anticipé.

- **Remboursement anticipé en cas de radiation des actions**

Conformément au Prospectus, le représentant de la masse des porteurs d'OCEANES pourra, sur décision de l'assemblée des porteurs d'OCEANES statuant dans les conditions de quorum et de majorité prévues par la loi, sur simple notification écrite adressée à la Société, avec une copie à l'agent centralisateur, rendre exigible la totalité des OCEANES à un prix égal au pair majoré des intérêts courus depuis la dernière date de paiement d'intérêts jusqu'à la date fixée pour le remboursement anticipé, notamment dans l'hypothèse où les actions de la Société ne seraient plus admises aux négociations sur un marché réglementé au sens de la Directive 2004/39 CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers.

Par conséquent, ce remboursement anticipé pourrait être obtenu dans les conditions visées ci-dessus, en cas de mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions Club Méditerranée ou de radiation des actions Club Méditerranée d'Euronext Paris, dans les conditions visées au paragraphe 1.2.5 du Projet de Note d'Information.

- **Remboursement anticipé si les OCEANES en circulation représentent moins de 10% des OCEANES émises**

Conformément au Prospectus, la Société pourra, à son gré, à tout moment, sous réserve d'un préavis d'au moins 30 jours calendaires, rembourser les OCEANES au pair majoré des intérêts courus depuis la dernière date de paiement d'intérêts jusqu'à la date fixée pour le remboursement anticipé, la totalité des OCEANES restant en circulation, si leur nombre est inférieur à 10% du nombre des OCEANES émises.

Situation des titulaires d'Options de Souscription

Les titulaires d'Options attribuées par Club Méditerranée dans le cadre des plans des années 2004, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011 et 2012, pourront apporter à l'Offre les actions qu'ils viendraient à détenir à la suite de l'exercice de ces Options pour autant qu'elles soient exerçables et que les actions résultant de leur exercice soient cessibles en application desdits plans d'options.

A la date du Projet de Note d'Information, 1.210.458 Options sont en vigueur, parmi lesquelles 871.663 Options sont exerçables, et dont 682.703 sont exerçables et les actions qui résulteraient de leur exercice seraient cessibles.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans d'Options à la date du Projet de Note d'Information :

	Plan I - 2004	Plan K - 2006	Plan L - 2007	Plan M - 2008	Plan N - 2009	Plan O - 2010	Plan P - 2011	Plan Q - 2012
Date du directoire / conseil d'administration	15/01/2004	14/03/2006	08/03/2007	11/03/2008	20/02/2009	25/02/2010	03/03/2011	11/03/2012
Prix d'exercice (en euros)	28,47 €	39,15 €	39,51 €	29,71 €	10,73 €	11,71 €	17,32 €	16,13 €
Point de départ d'exercice des options	15/01/2007 + interdiction de revente avant le 14/01/2008	14/03/2009 + interdiction de revente avant le 13/03/2010	08/03/2010 + interdiction de revente avant le 07/03/2011	11/03/2011 + interdiction de revente avant le 10/03/2012	20/02/2012 + interdiction de revente avant le 20/02/2013	25/02/2013 + interdiction de revente avant le 25/02/2014	03/03/2014 + interdiction de revente avant 03/03/2015	11/03/2015 + interdiction de revente avant 11/03/2016
Date d'expiration	14/01/2014	14/03/2014	08/03/2015	10/03/2016	20/02/2017	25/02/2018	03/03/2019	11/03/2020
Nombre d'options attribuées	272.000	250.000	125.000	244.970	244.490	239.350	240.000	230.000
Nombre d'options en cours au 15 mai 2013	145.042	152.673	79.785	197.249	107.954	188.960	165.818	172.977

Si les conditions du retrait obligatoire étaient réunies et si l'Initiateur en demandait la mise en œuvre, l'Initiateur a indiqué dans le Projet de Note d'Information qu'il mettrait en place un mécanisme de liquidité dont les modalités sont décrites au paragraphe 1.3.4 du Projet de Note d'Information.

1.4 Déroulement de l'Offre

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant une période de 25 jours de négociation (sous réserve de prorogation). Elle sera centralisée par Euronext Paris.

L'AMF fera connaître le résultat de l'Offre au plus tard le 9^{ème} jour de négociation suivant la date de clôture de l'Offre. Euronext Paris indiquera dans son avis la date de règlement-livraison de l'Offre.

L'Offre sera réouverte dans les 10 jours de négociation suivant la publication du résultat, et ce pour une période minimale de 10 jours de négociation (l'« **Offre Réouverte** »). Il est précisé que les termes de l'Offre Réouverte seront identiques à ceux de l'Offre initiale. L'AMF publiera un calendrier relatif à l'Offre Réouverte.

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit au paragraphe 2.11 du Projet de Note d'Information.

La procédure d'apport à l'Offre est décrite au paragraphe 2.8 du Projet de Note d'Information.

Il est précisé que l'Offre est faite exclusivement en France. La participation à l'Offre et la diffusion du présent projet de note en réponse peuvent faire l'objet de restrictions légales dans certaines juridictions.

Les termes et modalités de l'Offre ainsi que les restrictions susvisées sont décrits de manière plus détaillée dans le Projet de Note d'Information.

Société Générale, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank et Natixis, en qualité d'établissements présentateurs, garantissent, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE CLUB MEDITERRANEE

2.1 Avis motivé du conseil d'administration (incluant les intentions des administrateurs)

« Le Conseil d'Administration de Club Méditerranée s'est réuni au siège social le 24 juin 2013, sous la présidence de Monsieur Georges Pauget, afin de considérer l'offre que Gaillon Invest (l'Initiateur), a déposé sur les titres de Club Méditerranée.

Il est précisé que quatre membres du conseil, à savoir le Président M. Henri Giscard d'Estaing, M. Dominique Gaillard, M. Jiannong Qian et M. Guanchang Guo, sont intéressés à l'offre. En conséquence, ces membres n'ont pas participé aux discussions et au vote sur l'avis motivé et se sont retirés de la séance.

L'avis motivé qui suit a été rendu par M. G. Pauget, M. P. Lebard, M. A. Dinin, Mme I. Seillier, M. T. de la Tour d'Artaise, Mme A-C. Taittinger, Mme C. Jeanbart, Mme L. Al Sulaiman, la CMVT représentée par M. A. Benhalima, M. A. Houir Alami.

Le Conseil d'Administration ainsi composé a pris connaissance de l'avis de dépôt du projet d'offre publique d'achat sur les titres de la société qui a été publié par l'AMF le 30 mai 2013 (D&I AMF n°213C0611), du projet de note d'information de l'Initiateur contenant les motifs de l'offre, les intentions de l'Initiateur, les accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'offre ou son issue, ainsi que les caractéristiques de l'offre et les éléments d'appréciation du prix de l'offre, et du projet de note d'information en réponse de Club Méditerranée.

A la date du dépôt du projet d'offre, l'Initiateur et les personnes agissant de concert avec lui, AXA PE, Fosun et MM. Henri Giscard d'Estaing et Michel Wolfowski, détiennent 19,33% du capital et 24,87% des droits de vote ainsi que 7,50% des OCEANEs émises par la société.

Le Conseil d'Administration a constaté que la société Gaillon Invest proposait d'acquérir (i) au prix unitaire de 17 €, la totalité des actions de la société non détenues par elle et les membres du concert, existantes ou susceptibles d'être émises à raison de la conversion des OCEANEs ou de l'exercice des options de souscription, et (ii) au prix unitaire de 19,23 € (coupon attaché), la totalité des OCEANEs émises par la société et non détenues par elle et les membres du concert.

Le Conseil d'Administration a pris acte du relèvement des prix unitaires de l'offre à (i) 17,50€ par action et à (ii) 19,79€ (coupon attaché) par OCEANE.

Il a aussi constaté que l'offre est une offre volontaire dans le cadre d'une procédure normale et qu'elle comporte un seuil de réussite de plus de 50% du capital et des droits de vote de la société, sur une base diluée.

Le Conseil d'Administration a également pris connaissance du rapport d'expertise indépendante établi, avant l'annonce du relèvement des prix de l'Offre, par le cabinet Accuracy, représenté par MM. Bruno Husson et Henri Philippe, conformément à l'article 262-1 du règlement général de l'AMF.

Il a entendu le compte rendu des travaux du comité ad hoc, présidé par M. G. Pauget, constitué par le Conseil d'Administration le 29 mai 2013, conformément aux recommandations émises par l'AMF, pour superviser les travaux de l'expert indépendant en veillant au bon déroulement de la mission d'expertise et des diligences que l'expert indépendant doit mettre en œuvre et en s'assurant que la qualité des informations données par la direction est satisfaisante. Ce comité, composé de M. G. Pauget (président du comité d'audit), Mme A-C. Taittinger (président du comité des nominations et des rémunérations) et M. A. Dinin, administrateurs indépendants, ainsi que M. A. Benhalima, représentant de CMVT International et M. P. Lebard, s'est réuni le 29 mai 2013, puis à trois reprises en présence de l'expert indépendant le 5 juin 2013, le 12 juin 2013 et le 20 juin 2013, et a été assisté dans ses travaux par le cabinet BDGS Associés.

Le Conseil d'Administration a également pris acte que l'expert indépendant a confirmé au comité ad hoc avoir reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

Le conseil composé des administrateurs non intéressés à l'offre s'est fait assister dans ses analyses pour rendre son avis sur l'offre par les conseils financiers et juridiques de Club Méditerranée, respectivement, Rothschild & Cie, et les cabinets Orrick Rambaud Martel et Villey Girard Grolleaud. Dans le cadre de leurs travaux d'analyse de l'offre, les membres non intéressés à l'offre se sont réunis le 17 juin 2013 et le 24 juin 2013.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'Administration a été appelé à donner son appréciation sur l'intérêt de l'offre et sur les conséquences de celle-ci pour la société, ses actionnaires et ses salariés.

Le Conseil d'Administration a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par Gaillon Invest dans son projet de note d'information. Le Conseil d'Administration a notamment pris en considération les éléments suivants :

- L'offre s'inscrit dans l'accélération du repositionnement stratégique de la société, notamment avec un développement accru en Asie et une consolidation de ses parts de marché dans les pays matures.*
- L'offre s'inscrivant dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la société, elle ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la société en matière d'emploi et s'inscrit dans la continuité de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines du groupe Club Méditerranée.*
- L'Initiateur se réserve la faculté de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant les titres de la société non présentés à l'offre si les conditions requises sont remplies.*
- L'offre doit faire l'objet de notifications auprès d'autorités de concurrence au titre des règles applicables de contrôle des concentrations. Ces autorisations ne constituent pas une condition de l'offre.*

Le Conseil d'Administration s'est aussi attaché à analyser la structure d'acquisition mise en place par les actionnaires de l'Initiateur dans le cadre de l'offre et ses conséquences pour la société. En particulier, il s'est attaché à vérifier que les intérêts des actionnaires qui n'apporteraient pas leurs titres à l'offre seront préservés. Il a, à ce titre, constaté les éléments suivants :

- *Comme il est usuel dans ce type d'opération, le conseil, qui sera un Conseil d'Administration puis un conseil de surveillance, composé notamment d'un nombre de membres équivalent entre AXA PE et Fosun, devra préalablement autoriser certaines opérations pour renforcer le contrôle et le suivi de la gestion réalisée par la direction. Tant que la société sera cotée, les décisions relatives au groupe resteront prises au niveau des organes sociaux de Club Méditerranée et le conseil sera composé d'au moins un tiers de membres indépendants.*
- *Ce type d'opération requiert l'assistance de la direction et une implication particulière des cadres de l'entreprise. Un nombre significatif de cadres de la société (environ 400 personnes) aura l'opportunité d'investir, jusqu'à hauteur de 8 millions d'euros, aux côtés de AXA PE et Fosun. La répartition de la plus-value éventuellement dégagée entre les investisseurs financiers, les dirigeants et les cadres, s'effectuera au niveau de la holding qui détiendra Gaillon Invest et n'aura donc pas de conséquence pour les actionnaires qui pourraient rester actionnaires de Club Méditerranée au côté de Gaillon Invest après l'offre.*
- *L'offre est en partie financée par un recours à un emprunt bancaire. Dans ce cadre, l'Initiateur a également négocié le refinancement de la dette de Club Méditerranée susceptible de faire l'objet de remboursements/exigibilités anticipés du fait du changement de contrôle de la société. Le refinancement de la société est encadré par des conditions et des ratios financiers multiples comme c'est l'usage pour ce type d'opération. Le financement de l'Initiateur et de sa holding pourra, dans le respect de l'intérêt social, conduire la société à effectuer des distributions de dividendes. L'Initiateur a négocié le principe d'un emprunt (non confirmé à ce stade) d'un montant de 160 M€ qui permettrait de financer des distributions exceptionnelles. L'Initiateur a confirmé qu'il n'est pas dans son intention que la société recoure à cette ligne dans les 12 prochains mois. En tout état de cause, une distribution exceptionnelle ne pourrait être mise en œuvre par Club Méditerranée qu'en conformité avec son intérêt social dont le respect devra être justifié le moment venu et sur décision de l'assemblée générale sur proposition du conseil ; elle bénéficierait à l'ensemble des actionnaires.*
- *Les accords conclus par l'Initiateur et les membres du concert prévoient notamment, à l'issue d'une période de 4 ans, la possibilité pour l'un des investisseurs financiers de lancer un processus d'introduction en bourse de Holding Gaillon qui contrôle à 100% Gaillon Invest, et après 5 ans, la possibilité notamment pour l'un des investisseurs financiers d'initier une cession à 100% de Holding Gaillon, assortie d'un droit de première offre pour l'autre investisseur financier. Dans l'hypothèse où les opérations de sortie de Holding Gaillon ou de Gaillon Invest conduiraient à un changement de contrôle de ces entités, le ou les nouveaux acquéreurs seraient tenus de déposer un projet d'offre publique sur les titres de la société en l'état actuel de la réglementation boursière.*

Le conseil a également pris acte que :

- *Le prix de l'offre proposé pour les actions de Club Méditerranée offre une prime de 26,4% sur la base du dernier cours de clôture de l'action de 13,85 euros en date du 24 mai 2013 (dernier jour de cotation avant l'annonce de l'intention de déposer l'offre) et de respectivement 32,2% et 29,3% sur les moyennes des cours 1 et 3 mois pondérés par les volumes précédant l'annonce de l'offre, et le cours de bourse de Club Méditerranée n'a pas atteint le niveau de 17,50 euros depuis le 18 février 2011.*
- *Le prix de l'offre proposé pour les OCEANes offre une prime de 3,7% sur la base du dernier cours de clôture des OCEANes de 19,08 euros en date du 24 mai 2013 (dernier jour de cotation avant l'annonce de l'intention de déposer l'offre) et de respectivement 6,1% et 6,1% également sur les moyennes des cours 1 et 3 mois précédant l'annonce de l'offre.*

En conclusion :

Le Club Méditerranée a mis en œuvre depuis environ 10 ans une nouvelle stratégie fondée sur une montée en gamme de ses villages, une internationalisation de sa clientèle, et la réduction de son intensité capitalistique au travers du développement de contrats de management. Bien que cette stratégie se soit révélée être un véritable succès, la société fait aujourd'hui face à de nouveaux enjeux. Alors que l'environnement économique en Europe est durablement dégradé, plus de 60% de ses clients sont encore européens (et plus de 40% sont français) et le chiffre d'affaires généré en Europe représentait plus de 70% du total en 2012. Par ailleurs, les lits opérés en propriété ou au travers de contrats de baux représentent toujours près de 90% du parc total.

Dans ce contexte, le Conseil d'Administration estime que l'accélération du repositionnement stratégique proposée par l'Initiateur serait de nature à permettre au Club Méditerranée de mieux répondre à ces défis. Cela pourrait se traduire par un développement accru dans les pays à croissance rapide, notamment en Asie, et par une consolidation de ses parts de marché dans les pays matures. La mise en place par l'Initiateur d'un actionnariat de référence, majoritaire et pérenne pendant la durée de l'investissement, et la forte implication dans le projet de l'équipe dirigeante actuelle, permettraient à la société de mettre en œuvre ces nouvelles orientations stratégiques, qui pourraient peser à court terme sur la rentabilité et la génération de trésorerie du groupe.

Le Conseil d'Administration a pris acte du rapport d'Accuracy, expert indépendant, qui concluait que les conditions financières de l'offre de Gaillon Invest avant relèvement des prix de l'Offre n'induisent pas de rupture dans l'égalité de traitement des actionnaires et sont équitables pour les actionnaires et les porteurs d'OCEANes du Club Méditerranée.

Le Conseil d'Administration attire l'attention des actionnaires sur les éléments suivants :

- *Le projet d'offre permet aux actionnaires qui le souhaitent de trouver une liquidité immédiate alors que les volumes moyens échangés sur le titre précédemment à l'annonce de l'offre ne le permettaient pas (40 408 titres échangés en moyenne par jour sur un an, soit 0,1% du capital). Les conditions financières de l'offre, jugées équitables par l'expert indépendant, font ressortir des primes significatives de 26,4% et 32,2% respectivement sur la base des derniers cours de clôture de la bourse et du cours moyen un mois avant l'annonce et de 3,7% et 6,1% sur les mêmes bases pour l'Océane.*

- *Pour les actionnaires qui souhaiteraient rester au capital du Club Méditerranée pour bénéficier de ses perspectives de développement, il convient de noter :*
 - i) à court terme : la liquidité du titre sera réduite en cas de succès de l'offre. Par ailleurs, l'accélération de la stratégie du Club Méditerranée annoncée par l'Initiateur pourra peser sur sa rentabilité et sa capacité de génération de trésorerie, et donc, potentiellement, sur son cours de bourse ;*
 - ii) à plus long terme, en cas de succès de la stratégie annoncée par l'Initiateur et notamment l'accélération de son développement, les actionnaires restant au capital pourraient bénéficier d'un potentiel de revalorisation du titre.*
- *Un échec de l'offre pourrait représenter une perte d'opportunité pour la société en freinant la mise en œuvre de la stratégie décrite ci-dessus. Le cours de bourse pourrait, bien qu'aucune certitude n'existe en la matière, se retrouver durablement en deçà du prix de l'offre. Enfin, un tel échec pourrait avoir des conséquences au niveau de l'actionnariat de la société, notamment compte tenu des importants volumes échangés depuis l'annonce de l'offre (plus de 24% du capital).*

Dès lors, au vu de ces éléments, des objectifs et intentions déclarés de Gaillon Invest ainsi que des conséquences de l'opération, le Conseil d'Administration a estimé à l'unanimité que le projet présenté par Gaillon Invest respecte l'identité du Club Méditerranée et la pérennité de son activité et n'entraîne pas de conséquences négatives pour l'ensemble de ses salariés. Ce projet permettrait au Club Méditerranée d'avoir un actionnariat stabilisé pour poursuivre son développement.

De plus, le Conseil d'Administration a reconnu à l'unanimité que l'offre représente une opportunité pour ceux des actionnaires et des porteurs d'OCEANes qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'offre afin de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale dans des conditions équitables. Le Conseil d'Administration a également considéré que cette offre permet aux actionnaires et aux porteurs d'OCEANes qui le souhaitent de rester associés dans des conditions équitables aux éventuelles perspectives de développement de l'entreprise et de son éventuelle création de valeur mais aussi aux risques et aux enjeux liés à la stratégie qui sera développée.

Le Conseil d'Administration considère par conséquent, et notamment au regard du caractère volontaire de cette offre, qu'elle est conforme aux intérêts de la société, de ses salariés et de ses actionnaires et recommande à ceux des actionnaires et porteurs d'OCEANes qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate, d'apporter leurs titres à l'offre.

A la connaissance de la société, aucun tiers n'a, par ailleurs, exprimé son intention de déposer une offre concurrente.

Le Conseil d'Administration a pris note que la Société détient à ce jour :

- *166 770 actions affectées au service des plans d'achat d'actions, étant précisé que le dernier plan d'achat d'actions a expiré en février 2013 ; et*
- *42 034 de ses propres actions dans le cadre du contrat de liquidité (suspendu).*

Compte tenu des termes de l'avis motivé du Conseil d'Administration, le Conseil d'Administration décide à l'unanimité, d'apporter à l'OPA les 166 770 actions affectées au service de plans d'achat d'actions ainsi que de résilier le contrat de liquidité et d'apporter à l'OPA, sous réserve des dispositions réglementaires et stipulations contractuelles, les 42 034 actions acquises dans le cadre du contrat de liquidité.

Les membres du Conseil d'Administration présents et représentés détenteurs de titres Club Méditerranée, à savoir Messieurs Alain Dinin, Pascal Lebard, Georges Pauget, Thierry de la Tour d'Artaise, Jiannong Qian, Mesdames Isabelle Seillier, Anne-Claire Taittinger, Christina Jeanbart, cette dernière agissant pour elle-même et pour le compte de Rolaco, Lama Al Sulaiman pour le compte de Rolaco, CMVT représenté par Monsieur Amine Benhalima, Monsieur Amine Benhalima lui-même et Monsieur Anas Houir Alami ont unanimement indiqué qu'ils apporteraient leurs titres à l'Offre, à l'exception des actions qu'ils doivent conserver en leur qualité d'administrateur en application du règlement intérieur de la Société.

Messieurs Henri Giscard d'Estaing et Guangchang Guo ont indiqué qu'ils apporteraient leurs titres Club Méditerranée à Holding Gaillon, la société holding de l'Initiateur, à l'exception des actions qu'ils doivent conserver en tant qu'administrateur. »²

2.2 Observations du comité d'entreprise

Néant.

2.3 Engagements des membres du comité de direction groupe d'investir dans Holding Gaillon

Comme indiqué au paragraphe 1.3.2 du Projet de Note d'Information, les parties à l'Accord d'Investissement sont convenues de permettre à environ 400 cadres de la Société d'investir indirectement dans Holding Gaillon, société holding de l'Initiateur.

Tous les membres du comité de direction groupe (autres que MM. Henri Giscard d'Estaing et Michel Wolfovski) se sont engagés, sous condition, notamment, de la prise de contrôle de la Société par Gaillon Invest et de la revue de la documentation finale qui leur sera soumise, à investir en numéraire un montant total minimal de 800.000 euros au sein d'une société des cadres visée au paragraphe 1.3.2 du Projet de Note d'Information, qui elle-même investirait dans Holding Gaillon, la société holding de l'Initiateur. Conformément à ce qui est indiqué dans le Projet de Note d'Information, cet investissement s'accompagnerait de la conclusion de promesses individuelles de vente et d'achat visées dans ledit projet. Il est rappelé que les membres du comité de direction groupe (autre que M. Henri Giscard d'Estaing) ne détiennent aucune action de la Société.

2.4 Décision relative au Club Actionnaire

Afin de ne pas créer de rupture d'égalité entre les clients actionnaires individuels qui apporteraient à l'Offre et ceux qui n'apporteraient pas, le Conseil d'Administration a décidé de modifier les avantages proposés dans le cadre du Club Actionnaire du Club Méditerranée à compter du 26 juin 2013.

² Les pourcentages de primes indiqués dans l'avis du conseil d'administration ont été calculés à partir des sources datastream.

Il a ainsi décidé de la suppression de l'ensemble des avantages financiers accordés au titre de l'adhésion au Club Actionnaire, à savoir la réduction de 5% sur la partie séjour d'un forfait-séjour de 7 jours minimum ainsi que les offres spécifiques de réduction dédiées au Club Actionnaire. Toutefois, ces avantages continueront à s'appliquer aux membres actuels du Club Actionnaire pour toute réservation de séjours effectuée jusqu'au 24 juin 2014 inclus.

La Société fera le nécessaire pour informer les membres du Club Actionnaire de cette décision selon les modalités prévues dans les conditions d'adhésion.

2.5 Autres informations

L'Initiateur a indiqué, dans son communiqué de presse du 25 juin 2013, que Holding Edizione Benetton avait également fait part de sa décision d'apporter ses Titres à l'Offre. Holding Edizione Benetton détient 2,2% du capital de la Société.

Par ailleurs, comme indiqué au paragraphe 2.1 ci-dessus, CMVT (Caisse de Dépôt et de Gestion du Maroc) qui détient 7,1% du capital et Rolaco qui détient 5,6% du capital ont exprimé en Conseil d'Administration leurs décisions d'apporter leurs Titres à l'Offre.

3. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

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

A l'exception des accords décrits dans le Projet de Note d'Information, Club Méditerranée n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

Il est rappelé que l'Initiateur a indiqué avoir conclu auprès de Société Générale, Natixis et Crédit Agricole Corporate and Investment Bank un contrat de crédit senior pour un montant maximum total de 240 millions d'euros aux fins de financer une partie de l'Offre. Il a également indiqué avoir sécurisé auprès des mêmes banques un contrat de crédit distinct pour Club Méditerranée d'un montant maximum de 175 millions d'euros afin de financer ses besoins opérationnels et de refinancer pour partie l'endettement du groupe qui sera amené à être remboursé dans le cadre de l'offre au moment du règlement-livraison. Ces financements comprennent :

- a) un crédit de refinancement à terme pour la dette à refinancer hors les OCEANes d'un montant de 45 millions d'euros ;
- b) un crédit à terme destiné à permettre le refinancement des OCEANes en numéraire à leur échéance, d'un montant maximum de 80 millions d'euros,
- c) un crédit renouvelable de 50 millions d'euros permettant de financer les besoins généraux de Club Méditerranée et ses filiales.

L'Initiateur a indiqué que chaque crédit à terme comprend une partie amortissable et une partie remboursable in fine.

Ces nouvelles lignes de financement donneront notamment lieu au paiement d'intérêts au taux EURIBOR + marge de 4,00% sur les crédits amortissables et le crédit renouvelable et au taux de 4,5% sur la tranche in fine du prêt de refinancement, étant précisé que ces marges pourront être révisées à la baisse en fonction du ratio de levier (à savoir dette nette sur EBITDA). Ces contrats de crédit seraient assortis d'une clause de changement de contrôle et d'un engagement de respect de certains ratios financiers dont les principaux sont les suivants :

- o un ratio de levier (à savoir dette nette sur EBITDA) maximum ; et
- o un ratio de levier ajusté des loyers (à savoir dette nette sur EBITDAR) maximum ; et
- o un ratio de couverture des frais financiers (à savoir EBITDA sur frais financiers) ;
- o un ratio de cashflow (à savoir cashflow sur service de la dette).

Ces ratios devront être vérifiés trimestriellement, leur non-respect rendant exigible le montant prêté au titre du contrat de crédit senior conclu par l'Initiateur.

Certaines filiales significatives du groupe pourront adhérer aux contrats de crédits ci-dessus en qualité d'emprunteur et /ou de garant. Les contrats de crédit seront garantis notamment par le nantissement des actions de certaines filiales significatives, par des nantissements de comptes bancaires et de prêts intragroupe.

Par ailleurs, l'Initiateur a négocié auprès des mêmes établissements de crédit le principe d'une ligne de crédit (non confirmée à ce stade) d'un montant maximal de 160 millions d'euros qui permettrait de financer des distributions exceptionnelles. L'Initiateur a confirmé qu'il n'est pas dans son intention que la Société recoure à cette ligne dans les 12 prochains mois.

4. ÉLÉMENTS CONCERNANT CLUB MEDITERRANEE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

4.1 Structure et répartition du capital

A la date du présent projet de note en réponse, le capital social de Club Méditerranée s'élève à 127.403.120 euros divisé en 31.850.780 actions ordinaires de 4 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie, et le nombre de droits de vote théorique s'établit à 35.601.219 (dont 208.804 au titre d'actions auto-détenues, temporairement privées du droit de vote).

A la connaissance de Club Méditerranée, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiquées, les déclarations d'opérations en période de préoffre et les informations transmises par le teneur de compte, à la date du présent projet de note en réponse, le capital de Club Méditerranée est réparti comme suit :

Répartition du capital et des droits de vote au 25 juin 2013

	Nombre de titres		Droits de vote	
	25 juin 2013	% K	25 juin 2013	% DDV
Fosun Property Holdings Limited	3 170 579	9,95%	6 044 723 ⁽¹⁾	17,0%
CMVT International (Groupe CDG Maroc)	2 250 231	7,1%	2 250 231	6,3%
Rolaco	1 793 053	5,6%	1 793 053	5,0%
AXA Private Equity Capital	2 982 352	9,4%	2 982 352	8,4%
Benetton	708 000	2,2%	708 000	2,0%
Total Conseil d'Administration	10 904 215	34,2%	13 778 359	38,7%
Fidelity (FMR LLC)	1 717 280	5,4%	1 717 280	4,8%
Caisse des dépôts et consignations	1 918 492	6,0%	1 918 492	5,4%
Franklin Finance	1 843 200	5,8%	1 843 200	5,2%
Moneta	1 061 211	3,3%	1 061 211	3,0%
Air France	635 342	2,0%	635 342	1,8%
GLG Partners LP ⁽²⁾	319 619	1,0%	319 619	0,9%
Institutionnels français	3 342 511	10,5%	3 400 784	9,6%
Institutionnels étrangers	7 272 170	22,8%	7 948 272	22,3%
Autodétention ⁽³⁾	208 804	0,7%	208 804	0,6%
Salariés	25 510	0,1%	51 020	0,1%
Public et divers	2 602 426	8,2%	2 717 434	7,6%
TOTAL	31 850 780	100,00%	35 599 817	100%

⁽¹⁾ dont 5 866 536 droits de vote exerçables

⁽²⁾ Actions et contracts for differences (le contrat financier avec paiement d'un différentiel ou CFD est un instrument financier à terme par lequel l'investisseur acquiert le droit de percevoir l'écart entre le prix du sous-jacent à la date de conclusion du contrat et le prix à la date d'exercice)

⁽³⁾ Actions autodétenues dont les droits de vote ne sont pas exerçables

166 770 actions autodétenues par Club Méditerranée sont affectées au service des plans d'achat d'actions. Il est toutefois précisé que le dernier plan d'achat d'actions a expiré en février 2013. Par ailleurs, la Société détenait 42 034 de ses propres actions dans le cadre du contrat de liquidité au jour de sa suspension.

4.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et clauses des conventions portées à la connaissance de la société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

4.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions

Obligation de déclaration de franchissement de seuils

Club Méditerranée a instauré une obligation statutaire de déclaration de franchissement de seuils (article 7 des statuts), en vertu de laquelle toute personne, physique ou morale, qui, agissant seule ou de concert, vient à détenir, au sens de l'article L. 233-9 du Code de commerce, directement ou indirectement, un pourcentage du capital ou de droits de vote, égal ou supérieur à 1% ou à un multiple de ce pourcentage, est tenue d'informer la Société par lettre recommandée avec demande d'avis de réception indiquant le nombre de droits de vote et de titres qu'elle possède ainsi que les droits de vote qui y sont attachés, dans le délai de cinq jours de bourse à compter du franchissement de chacun de ces seuils.

Par ailleurs, cette personne doit également informer la Société, dans sa lettre de déclaration de franchissements de seuils,

- (i) du nombre de titres qu'elle possède donnant accès à terme aux actions à émettre et les droits de vote qui y seront attachés,
- (ii) du nombre d'actions déjà émises qu'elle peut acquérir en vertu d'accords ou instruments visés au paragraphe b) du 3^{ème} alinéa de l'article L. 233-7. I du Code de commerce,
- (iii) du nombre d'actions déjà émises sur lesquelles porte tout accord ou instrument financier visé au paragraphe c) du 3^{ème} alinéa de l'article L. 233-7. I du Code de commerce.

Dans chaque déclaration visée ci-dessus, le déclarant doit certifier que la déclaration faite comprend bien tous les titres détenus ou possédés au sens des alinéas qui précèdent. Il doit également indiquer la ou les dates d'acquisition.

La lettre de déclaration de franchissement de seuils doit inclure les mêmes renseignements que ceux figurant dans le formulaire devant être transmis à l'AMF dans le cadre des déclarations de franchissements de seuils statutaires.

A défaut d'avoir été déclarées ainsi qu'il est dit aux alinéas précédents, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote dans les assemblées d'actionnaires, dans les conditions prévues par la loi si, à l'occasion d'une assemblée, le défaut de déclaration a été consigné dans un procès-verbal et si un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble 5% au moins du capital ou des droits de vote de la Société en font la demande lors de cette assemblée.

Toute personne physique ou morale est également tenue d'informer la Société dans les formes et délais prévus ci-dessus, lorsque sa participation directe, indirecte ou de concert devient inférieure à chacun des seuils mentionnés ci-dessus.

Conformément et dans les conditions fixées par la loi et les règlements, la Société a la faculté de demander aux personnes morales propriétaires de ses actions et ayant plus de 2,5% du capital ou des droits de vote de lui faire connaître l'identité des personnes détenant directement ou indirectement plus du tiers du capital de cette personne morale ou des droits de vote exercés en assemblée générale.

4.2.2 Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de Club Méditerranée (article L. 233-11 du Code de commerce)

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions Club Méditerranée et portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de Club Méditerranée en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce, à l'exception des clauses figurant dans les accords conclus par les membres du Concert dans le cadre de l'Offre, tels que décrits dans le Projet de Note d'Information.

4.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de Club Méditerranée ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la connaissance de Club Méditerranée, à la date du présent projet de note en réponse, le capital social de Club Méditerranée est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 4.1 ci-dessus.

Depuis le 27 mai 2013, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils suivantes :

- Le 30 mai 2013, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils à la hausse et d'intention effectuées par l'Initiateur et les membres du Concert, décrites au paragraphe 1.1.2 du Projet de Note d'Information.
- Le 31 mai 2013, la Société a reçu une déclaration de franchissement à la hausse des seuils de 1% du capital et des droits de vote, effectuée par Tyrus Capital.
- Le 5 juin 2013, la Société a reçu une déclaration de franchissement à la hausse des seuils de 1% du capital et des droits de vote, effectuée par UBS.
- Le 4 juin 2013, la Société a reçu une déclaration de franchissement à la baisse du seuil de 5% des droits de vote, effectuée par FMR LLC.

Depuis le 27 mai 2013, un certain nombre de déclarations des achats et ventes ont été effectuées conformément aux dispositions de l'article 231-46 du règlement général de l'AMF ; elles sont disponibles sur le site Internet de l'AMF.

4.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Néant.

4.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

4.6 Accords entre actionnaires dont Club Méditerranée a connaissance pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote

A la connaissance de Club Méditerranée, à la date du présent projet de note en réponse, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice du droit de vote, à l'exception des accords conclus par les membres du Concert dans le cadre de l'Offre, tels que décrits dans le Projet de Note d'Information.

4.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de Club Méditerranée

4.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

Club Méditerranée est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus choisis parmi les actionnaires, sauf dérogation prévue par la loi, notamment en cas de fusion.

Conformément aux stipulations de l'article 14 des statuts de Club Méditerranée, le nombre des administrateurs ayant dépassé l'âge de 70 ans ne peut être supérieur au tiers (arrondi au chiffre entier immédiatement supérieur) des administrateurs en fonction.

Au cours de la vie sociale, les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire. La durée de leurs fonctions est de 3 ans, elle prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat de l'administrateur.

Tout administrateur sortant est rééligible.

En cas de vacance, par décès ou démission, d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs, le conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne reste en fonction que pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Les nominations effectuées par le conseil à titre provisoire sont soumises à la ratification de l'assemblée générale ordinaire suivante la plus proche.

A défaut de ratification, les délibérations prises par le conseil d'administration et les actes accomplis antérieurement par lui ou les administrateurs n'en demeurent pas moins valables.

Lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur au minimum légal, les administrateurs doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale, en vue de compléter l'effectif du conseil d'administration.

Les administrateurs peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

L'Initiateur a indiqué vouloir recomposer le conseil d'administration de la Société. Il a par ailleurs indiqué vouloir transformer la Société en société anonyme à directoire et conseil de surveillance à l'assemblée générale suivante la plus proche et en tout état de cause au plus tard dans un délai d'1 an suivant le règlement-livraison de l'Offre.

4.7.2 Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire des actionnaires est seule habilitée à modifier les statuts de Club Méditerranée dans toutes leurs stipulations, elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'actions régulièrement effectué.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins, sur première convocation, le quart et sur deuxième convocation le cinquième des actions ayant le droit de vote. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle de la deuxième convocation.

L'assemblée générale extraordinaire statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés y compris celles des actionnaires ayant voté par correspondance. Toutefois, en cas d'augmentation du capital social par incorporation de bénéfices, réserves ou primes d'émission, l'assemblée générale extraordinaire statue aux conditions de quorum et de majorité des assemblées générales ordinaires.

4.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration dispose de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est repris ci-après :

Nature de l'autorisation	Montant autorisé	Plafond global	Date de l'assemblée	Durée de l'autorisation	Montants utilisés
Autorisation donnée au conseil d'administration à l'effet de procéder à des rachats d'actions de la Société*	Dans la limite de 10% du capital social de la Société	127 290 396 euros	07/03/13 (6 ^{ème} résolution)	18 mois	n/a (42 034 actions sont détenues dans le cadre du contrat de liquidité)
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration pour décider, avec maintien du droit préférentiel de souscription (i) l'augmentation du capital social par émission d'actions ordinaires ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société ou (ii) l'émission de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance	Montant nominal maximal d'augmentation de capital : 50% du capital à la date de l'assemblée Montant nominal maximal des valeurs mobilières représentatives de créances : 225 millions d'euros	Le montant de 50% constitue un plafond global maximal des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées en vertu de cette délégation et de celles conférées en vertu des 15 ^{ème} , 16 ^{ème} , 17 ^{ème} et 18 ^{ème} résolutions.	07/03/13 (14 ^{ème} résolution)	26 mois	-
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration, pour décider, dans le cadre d'une offre au public avec suppression du droit préférentiel de souscription mais avec délai de priorité (i) l'augmentation du capital social par émission d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la société ou (ii) l'émission de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance	Montant nominal maximal d'augmentation de capital : 15% du capital à la date de l'assemblée Montant nominal maximal des valeurs mobilières représentatives de créances : 225 millions d'euros	S'impute sur le plafond global de la 14 ^{ème} résolution S'impute sur le montant de 225 millions d'euros visé à la 14 ^{ème} résolution	07/03/13 (15 ^{ème} résolution)	26 mois	-
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration pour décider, par une offre visée au II de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier (placement privé) avec suppression du droit préférentiel de souscription (i) l'augmentation du capital social par émission d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la société ou (ii) l'émission de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance	Montant nominal maximal d'augmentation de capital : 15% du capital à la date de l'assemblée Montant nominal maximal des valeurs mobilières représentatives de créances : 225 millions d'euros	S'impute sur le plafond global de la 14 ^{ème} résolution et s'impute sur le plafond de la 15 ^{ème} résolution S'impute sur le montant de 225 millions d'euros visé à la 14 ^{ème} résolution et sur celui visé à la 15 ^{ème} résolution	07/03/13 (16 ^{ème} résolution)	26 mois	-

Nature de l'autorisation	Montant autorisé	Plafond global	Date de l'assemblée	Durée de l'autorisation	Montants utilisés
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet de procéder à l'émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société dans la limite de 10% du capital social	Dans la limite de 10% du capital social de la Société	S'impute sur le plafond global de la 14 ^{ème} résolution	07/03/2013 (17 ^{ème} résolution)	26 mois	-
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration pour procéder à des augmentations de capital par émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, réservées aux adhérents de plans d'épargne d'entreprise avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de ces derniers	Dans la limite de 5% du capital social de la Société	S'impute sur le plafond global de la 14 ^{ème} résolution et sur le plafond visé à la 15 ^{ème} résolution	07/03/2013 (18 ^{ème} résolution)	26 mois	-
Autorisation donnée au conseil d'administration de réduire le capital social par annulation d'actions acquises dans le cadre d'un programme de rachat d'actions	Dans la limite de 10% du capital social de la Société	N/a	07/03/2013 (19 ^{ème} résolution)	18 mois	-

* Le contrat de liquidité conclu par Club Méditerranée le 10 juillet 2007 avec Natixis Securities a été suspendu le 27 mai 2013.

4.9 Accords conclus par Club Méditerranée qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Club Méditerranée

4.9.1 OCEANES

Le 7 octobre 2010, Club Méditerranée a procédé à l'émission de 4 888 481 OCEANES à échéance au 1^{er} novembre 2015. Les OCEANES sont convertibles à tout moment par la remise d'une action nouvelle ou existante pour une OCEANE. A la date du présent projet de note en réponse, 4 888 401 OCEANES sont en circulation. Cette émission a fait l'objet d'un prospectus visé par l'AMF le 28 septembre 2010 sous le numéro 10-337 stipulant les termes et conditions des OCEANES comme cela est présenté au paragraphe 1.3 du présent projet de note en réponse.

L'ouverture de l'Offre, qui est susceptible d'entraîner un changement de contrôle, entraînerait un ajustement temporaire du ratio d'attribution d'actions conformément au Prospectus.

Le Prospectus prévoit également que tout titulaire d'OCEANES peut, en cas de changement de contrôle, à son seul gré, demander le remboursement anticipé en espèces de tout ou partie des OCEANES dont il est titulaire.

4.9.2 Contrats de financement

- La ligne de crédit syndiqué (LCS) de 100 millions d’euros conclue le 10 décembre 2009 (et renégociée en décembre 2011), à échéance décembre 2014, dont dispose Club Méditerranée contient une clause de changement de contrôle qui prévoit que les prêteurs peuvent, s’ils n’ont pas agréé à l’unanimité ce changement de contrôle avant sa réalisation, demander le remboursement anticipé des montants empruntés. Au 31 mai 2013, la ligne de crédit est utilisée à hauteur de 45 millions d’euros.
- Le prêt de 20 millions d’euros à échéance 2 avril 2018 conclu par Club Méditerranée le 27 mars 2013 contient une clause de changement de contrôle exerçable dans un délai de 15 jours ouvrés suivant notification du changement de contrôle par Club Méditerranée, qui doit elle-même intervenir dans un délai de 10 jours ouvrés suivant le changement de contrôle effectif.

4.9.3 Autres accords

- L'accord de distribution avec Thomas Cook contient une clause de changement de contrôle donnant droit à résiliation sans indemnité ni préavis une fois le changement de contrôle effectif.

Le renouvellement de ce contrat fait par ailleurs d'ores et déjà l'objet de négociations suite à une notification de résiliation par Club Méditerranée.

- Le contrat de management portant sur le village d’El Gouna (en Egypte) contient une clause de changement de contrôle qui pourrait être mise en jeu en cas de succès de l’Offre. Un autre contrat de management contient une clause de changement de contrôle, mais qui, selon Club Méditerranée, ne devrait pas pouvoir être mise en œuvre dans le cadre de l’Offre.

4.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d’administration ou les principaux salariés de Club Méditerranée, s’ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison de l’offre publique

- Conformément aux délibérations des conseils d’administration des 10 décembre 2008 et 3 mars 2011, pour le cas où M. Henri Giscard d’Estaing viendrait à être licencié, sauf le cas de faute grave ou de faute lourde de sa part, ou dans l’hypothèse d’une modification unilatérale par Club Méditerranée de son contrat de travail aboutissant à la rupture de celui-ci, laquelle produirait les effets d’un licenciement, M. Henri Giscard d’Estaing aurait droit à une indemnité contractuelle de départ équivalant à deux années de rémunération brute.

Les deux années de rémunération brute servant de base au calcul de l’indemnité s’entendent de l’ensemble des rémunérations, fixes et variables, versées tant au titre du contrat de travail que des mandats sociaux au cours des vingt-quatre mois précédant celui au cours duquel le préavis expirera, soit la rémunération de base brute annuelle, les bonus annuels, les avantages en nature ainsi que les jetons de présence perçus en tant qu’administrateur de sociétés autres que Club Méditerranée tout en appartenant au même groupe et ayant fait l’objet en amont d’une retenue sur la rémunération.

Par ailleurs, le conseil d'administration du 3 novembre 2011 a décidé de procéder à une extension de la couverture prévoyance et frais de santé au profit de M. Henri Giscard d'Estaing en cas de licenciement ou de rupture conventionnelle de son contrat de travail, et ce, pendant un maximum de neuf mois à compter de la fin du préavis éventuel du Président-Directeur Général.

Ces engagements sont subordonnés à des objectifs de performance dont la réalisation devra être appréciée par le conseil d'administration ; ils ont été approuvés par l'assemblée générale du 12 mars 2012.

- Conformément aux délibérations des conseils d'administration des 10 décembre 2008 et 3 mars 2011, pour le cas où M. Michel Wolfovski viendrait à être licencié, sauf le cas de faute grave ou de faute lourde de sa part, il aurait droit à une indemnité contractuelle de départ équivalente à deux années de rémunération brute.

Les deux années de rémunération brute servant de base au calcul de l'indemnité s'entendent de l'ensemble des rémunérations, fixes et variables, versées tant au titre de son contrat de travail que des mandats sociaux, au cours des vingt-quatre mois précédant celui au cours duquel son préavis expirera, soit la rémunération de base brute annuelle, les bonus annuels, les avantages en nature ainsi que les jetons de présence perçus en tant qu'administrateur de sociétés autres que Club Méditerranée tout en appartenant au même groupe et ayant fait l'objet en amont d'une retenue sur la rémunération.

Cet engagement est subordonné à des objectifs de performance dont la réalisation devra être appréciée par le conseil d'administration ; il a été approuvé par l'assemblée générale du 12 mars 2012.

4.11 Accords conclus par Club Méditerranée qui sont modifiés ou prennent fin en cas de radiation de Club Méditerranée de la cote

L'Initiateur a indiqué, dans le Projet de Note d'information, que dans le cas où le nombre d'actions non présentées à l'Offre ou à l'Offre Réouverte par les actionnaires minoritaires de Club Méditerranée ne représenterait pas, à l'issue de l'Offre, plus de 5% du capital ou des droits de vote de Club Méditerranée, il se réserve la possibilité de mettre en œuvre, dans un délai de dix jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, conformément aux articles L. 433-4 III du Code monétaire et financier et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Club Méditerranée non apportées à l'Offre ou à l'Offre Réouverte moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre.

- Comme indiqué dans le Prospectus des OCEANES, dans l'hypothèse où les actions de la Société ne seraient plus admises aux négociations sur un marché réglementé au sens de la Directive 2004/391 CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, le représentant de la masse des titulaires d'OCEANE pourrait, sur décision de l'assemblée des titulaires d'OCEANE statuant dans les conditions de quorum et de majorité prévues par la loi, sur simple notification écrite adressée à la Société, avec une copie à l'agent centralisateur, rendre exigible la totalité des OCEANE à un prix égal au pair majoré des intérêts courus depuis la dernière date de paiement d'intérêts jusqu'à la date fixée pour le remboursement anticipé.

- Le 10 avril 2007, Club Méditerranée et sa filiale CM Marine ont conclu un emprunt amortissable, à échéance 2018 sécurisé par une hypothèque sur le Club Med 2. Au 30 avril 2013, l'encours s'élève à 16,180 millions d'euros. Ce contrat prévoit que dans l'hypothèse où les actions de la Société ne seraient plus admises aux négociations sur un marché réglementé, Club Méditerranée et Club Med 2 seraient contraints, à la demande de la majorité des prêteurs, de rembourser l'emprunt et pourraient être contraints de payer une indemnité.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1 I. 2° et 5° du règlement général de l'AMF, le cabinet Accuracy, représenté par Messieurs Bruno Husson et Henri Philippe, a été désigné le 29 mai 2013 par le conseil d'administration de Club Méditerranée en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, établi le 24 juin 2013, est reproduit ci-après.

Il a été complété, le 25 juin 2013, par un addendum afin de prendre en compte le relèvement par l'Initiateur des termes financiers de l'Offre tel qu'annoncé par l'Initiateur dans son communiqué de presse du 25 juin 2013.

6. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

« A ma connaissance, les données du présent projet de note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Henri Giscard d'Estaing, Président Directeur Général

Expertise Indépendante
dans le cadre de l'offre publique d'achat
initiée par Gaillon Invest sur les actions et les OCEANE
émises par Club Méditerranée

Juin 2013

Transaction Support & Advisory

Forensics, Litigation & Arbitration

Valuation & Fairness Opinion

Corporate Recovery Services

Economics & Business Analysis

Expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique d'achat initiée par Gaillon Invest sur les actions et les OCEANE émises par Club Méditerranée

Le 27 mai 2013, *Axa Private Equity* (« Axa PE ») et *Fosun Property Holding Limited* (« Fosun » ; AXA PE et Fosun collectivement désignés « les Investisseurs financiers ») ont annoncé qu'ils avaient l'intention de déposer conjointement avec le management de *Club Méditerranée*, dont les deux principaux dirigeants de l'entreprise MM. Giscard d'Estaing et Wolfovski (« les Dirigeants »), une offre publique d'achat portant sur la totalité des actions et des OCEANE non détenues par eux (« l'Offre », « l'Opération ») aux prix de 17,00 € par action et de 19,23 € coupon attaché par OCEANE. Cette Offre, de nature amicale, a pour objectif d'assurer la stabilité actionnariale et managériale de *Club Méditerranée* (« la Société », « le Groupe ») afin d'accélérer son développement dans les pays émergents face au recul des marchés européens.

Spécialiste mondial des vacances tout compris haut de gamme, conviviales et multiculturelles, *Club Méditerranée* a réalisé un chiffre d'affaires total de 1 459 m€ en 2012 (exercice clos le 31 octobre). Il exploitait à cette date 70 villages (50 dans la zone Europe-Afrique, 11 dans la zone Amériques et 9 en Asie) selon trois modes différents (propriété, location et management). Les actions de *Club Méditerranée* sont cotées sur le compartiment B de la bourse de NYSE Euronext Paris et entrent dans la composition de l'indice SBF 120.

Le capital de *Club Méditerranée* est assez largement réparti, aucun actionnaire ne détenant plus de 20% du capital. Au 31 octobre 2012, les actionnaires représentés au conseil d'administration détenaient au total 37,6% des droits de vote et se répartissaient comme suit : *Fosun Property Holding Limited* (15,5% des droits de vote), *AXA Private Equity* (8,5% des droits de vote), *CMVT International* (groupe *CDG Maroc*, 6,4%), *Rolaco* (5,1%) et *Benetton* (2,0%). A cette même date, le reste du capital était principalement dans les mains d'investisseurs institutionnels français et étrangers (parmi lesquels le groupe *CDC*, *Franklin Finance*, *Fidelity* et *GLG Partners*), le public détenant moins de 10% du capital.

A la veille de l'Opération, *Axa PE*, *Fosun* et M. Henri Giscard d'Estaing détenaient au total 19,33% du capital et 24,87% des droits de vote, ainsi que 7,5% des OCEANE. A cette même date, M. Michel Wolfovski ne détenait aucun titre.

Concrètement, l'Offre a été initiée par une société par actions simplifiée, *Gaillon Invest* (« l'Initiateur »), qui sera détenue par *AXA PE*, *Fosun* et les Dirigeants, et financée pour partie par endettement. *AXA PE*, *Fosun* et les Dirigeants ont indiqué qu'ils prendraient l'engagement de conserver pendant au moins quatre ans la participation qu'ils détiennent directement ou détiendront indirectement (via *Gaillon Invest*) dans *Club Méditerranée*.

Informés du projet d'offre lors du conseil d'administration du 26 mai 2013, les administrateurs ont décidé la constitution d'un comité *ad hoc* d'administrateurs, en charge de nommer et de superviser les travaux de l'expert indépendant devant intervenir dans le cadre de l'Offre. Ce comité, présidé par M. Georges Pauget,

également président du comité d'audit de la Société, nous a auditionné le 29 mai 2013, et nous avons été formellement mandatés le même jour par le conseil d'administration de la Société.

L'obligation faite à une société visée par une offre de désigner un expert indépendant résulte du principe général énoncé dans l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF : « la société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre ». Dans le contexte de l'Offre décrit ci-dessus, la nomination d'un expert indépendant est ainsi requise au titre des deux dispositions suivantes de l'article 261-1 :

« Les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L.233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance » (alinéa I - 2°).

« L'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre » (alinéa I – 5°).

Le présent rapport d'expertise est donc une « attestation d'équité » au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 et dans une recommandation sur l'expertise financière indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010. Notre mission d'expertise s'inscrit uniquement dans ce cadre à l'exclusion de tout autre contexte fondé sur d'autres lois ou réglementations étrangères.

Ce rapport est structuré en six parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société *Accuracy*, des missions d'expertise effectuées au cours des douze derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. La deuxième partie porte sur le contexte de l'Opération ; après une description de la vie boursière du titre *Club Méditerranée* sur la période récente et une analyse des caractéristiques opérationnelles ainsi que des performances historiques et prévisionnelles de la Société, elle examine la nature de l'Offre et définit les objectifs de notre mission. Les troisième et quatrième parties détaillent les travaux d'évaluation réalisés par *Accuracy* pour estimer la valeur des actions et des OCEANE, dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par les autorités de marché en pareilles circonstances. La cinquième partie expose nos commentaires sur les éléments d'appréciation de l'offre proposés par *Société Générale*, *Crédit Agricole* et *Natixis*, banques présentatrices de l'Offre (« les Banques »). La sixième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les différents porteurs de titres visés par l'offre et rappelle les différents paramètres que l'actionnaire doit prendre en compte pour apprécier l'intérêt de l'Offre d'un point de vue financier.

1. Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées

1.1. Présentation d'Accuracy

Accuracy est une société de conseil en finance d'entreprise, codétenue par ses Associés et le groupe *Aon*, numéro un mondial du courtage d'assurances et de réassurances. Implantée en Europe, en Amérique du Nord et en Inde, *Accuracy* propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyses de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de plus de 200 consultants (dont une centaine à Paris), *Accuracy* dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (*management package*, options, actions de préférence, etc.).

Au cours des vingt-quatre derniers mois, *Accuracy* a réalisé les missions d'expertise indépendante suivantes portant sur des sociétés cotées.

Attestations d'équité réalisées par Accuracy depuis juin 2011				
Date	Cible	Initiateur	Type d'opération	Banque présentatrice
juin-13	Gfi Informatique	Infocin Participations	Offre publique d'achat obligatoire	Natixis
avr.-13	Oeneo	Andromède	Offre publique d'achat	Crédit du Nord, Société Générale
avr.-13	Plantation des Terres Rouges	Bolloré	Retrait Obligatoire (Bourse de Luxembourg)	Mediobanca
avr.-12	Entrepose Contracting	Vinci	Offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire	Crédit Agricole CIB
sept.-11	Delachaux	Sogrepar	Offre publique d'achat simplifiée	Deutsche Bank et HSBC France

Accuracy n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, estimant que la taille de la société, le large éventail de compétences dont elle dispose en matière d'analyse et d'évaluation financières et les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité préalable, à la fois exigeant et indépendant, exigé par ce type de mission.

1.2. Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée par Bruno Husson (associé) en collaboration avec Henri Philippe (associé), notamment pour l'évaluation des titres dérivés (OCEANE), et avec le concours de Christophe Schmit (associé) qui a assuré le contrôle qualité des travaux réalisés.

Depuis le premier retrait obligatoire en septembre 1994, Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération

impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson est diplômé d'HEC et docteur d'Etat en finance ; il est également Professeur Affilié du *Groupe HEC*, au sein duquel il enseigne la finance d'entreprise depuis 1977.

Henri Philippe, dispose d'une expérience professionnelle de plus de 15 ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à l'ensemble des opérations citées ci-dessus. Henri Philippe est diplômé de l'ESC Bordeaux, titulaire d'un MBA de la *Wake Forest University* et d'un doctorat en finance de l'*Université Paris-Dauphine* ; il est également chargé de cours au *Groupe HEC*, à l'*Ecole Nationale des Ponts & Chaussées* et à l'*Université de Paris-Dauphine*.

Christophe Schmit, dispose d'une expérience professionnelle de près de 20 ans dans le domaine de l'expertise financière et intervient régulièrement dans des procédures d'arbitrage. Christophe Schmit est diplômé d'HEC et du DESCF.

L'équipe associée à cette mission comprend en outre deux managers diplômés d'HEC disposant d'une expérience moyenne de cinq ans dans le domaine du conseil financier, et trois consultants junior diplômés d'HEC, de l'EM Lyon et de l'Ecole Normale Supérieure.

1.3. Déclaration d'indépendance

Accuracy est un acteur significatif dans l'univers des sociétés de conseil financier en France et en Europe et réalise notamment des *due diligences* dans le cadre d'acquisitions de sociétés pour le compte d'un vendeur ou d'un acquéreur potentiel. Au cours des 29 derniers mois (soit les années 2011 et 2012 et les cinq premiers mois de l'année 2013), *Accuracy* a ainsi réalisé plus de 1 200 missions pour un chiffre d'affaires d'environ 100 m€.

Dans ce cadre, *Accuracy* a réalisé trois missions de *due diligences* pour le compte d'*AXA Private Equity*, étant précisé que dans l'une d'entre elles *AXA Private Equity* n'agissait pas seul mais au sein d'un consortium comprenant six autres investisseurs. *Axa Private Equity* est le premier acteur français du capital investissement et, en sa qualité de société de gestion intervenant pour le compte d'investisseurs internationaux, a l'obligation déontologique de diversifier ses prestataires de conseil. Au cours de cette même période de 29 mois, *Accuracy* est également intervenu à plusieurs reprises, à la demande des conseils juridiques et fiscaux spécialisés dans les montages LBO, pour le compte de dirigeants de sociétés dans lesquelles *AXA Private Equity* détient une participation, pour estimer la juste valeur du *management package* ; ce type de missions est couramment réalisé par *Accuracy* en raison de l'expérience accumulée sur ces problématiques complexes. Le montant d'honoraires facturés à *AXA Private Equity* au titre de l'ensemble des missions susmentionnées ressort à environ 750 k€, soit moins de 0,8% du chiffre d'affaires réalisé par *Accuracy* sur la période concernée.

Au cours de cette même période, dans le cadre de l'activité de conseil qu'elle développe dans le monde bancaire, *Accuracy* a également effectué deux missions pour le compte du groupe *Natixis*. Le montant d'honoraires facturés à ce titre à *Natixis* ressort environ à 350 k€, soit moins de 0,5% du chiffre d'affaires réalisé par *Accuracy* sur la période concernée.

Les deux associés signataires de la présente attestation d'équité n'ont participé à aucune des missions susmentionnées.

En conformité avec l'alinéa II de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF (nouveau titre VI relatif à l'expertise indépendante) et nonobstant les missions évoquées ci-dessus, *Accuracy* atteste « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

1.4. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'Offre) perçus par *Accuracy* au titre de la présente mission s'élève à 250 000 € hors taxes.

1.5. Diligences effectuées

1.5.1. Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du projet de note d'information élaboré par l'Initiateur et ses conseils ;
- analyse du contexte de l'Opération, notamment de la vie boursière de l'action et de l'OCEANE sur la période récente et de la liquidité du marché de ces deux titres, ainsi que du niveau de suivi par les analystes financiers ;
- analyse financière historique de la Société et d'un échantillon de sociétés cotées comparables à partir des documents de référence ou rapports annuels de la période récente ;
- analyse des prévisions élaborées par le management de la Société sur la période 2013-2015 ;
- entretiens avec les dirigeants opérationnel et financier de la Société (présentation de la Société, de son historique, de son potentiel de développement propre, de son positionnement concurrentiel actuel et futur, etc.) ;
- entretiens avec des représentants des trois banques conseil de la Société (ci-après « les Banques »), *Société Générale*, *Crédit Agricole CIB* et *Natixis* ;
- entretiens avec des représentants de la banque conseil de la Société, *Rothschild & Cie* ;
- examen critique des références d'évaluation représentées par les cours boursiers des actions et des OCEANE et les prix cibles (*target price*) des analystes financiers ;
- évaluation des actions de la Société dans le cadre d'une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*) et des deux méthodes alternatives relevant d'une démarche analogique (méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables) ;
- dans le cadre de la mise en œuvre de ces deux approches, examen approfondi des éléments d'actif et de passif non financiers ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres, avec une attention particulière portée aux déficits fiscaux reportables dont dispose la Société ;

-
- dans le cadre de la méthode DCF, construction d'une période d'extrapolation sur la période 2016-2020 de façon à prendre en compte les pleins effets de la stratégie du management traduite dans son plan d'affaires 2013-2015 (« le Plan d'affaires ») ;
 - dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, identification du sens et de l'importance des biais induits par les inévitables différences existant entre la Société et les sociétés « comparables » dans leur ensemble et au sein même de l'échantillon de référence entre les sociétés comparables elles-mêmes ;
 - analyse des transactions récentes portant sur le capital de sociétés exerçant des activités proches de celles de la Société ;
 - évaluation des OCEANE émises par la Société sur la base d'une approche par composante (valeur nue de l'obligation et valeur optionnelle). La valeur optionnelle a été estimée à partir d'un modèle binomial développé spécifiquement pour prendre en compte les caractéristiques des OCEANE ;
 - analyse des derniers *tests d'impairment* effectués par la Société sur ses actifs, dont ses actifs immobiliers ;
 - analyse des évaluations récentes disponibles effectuées par des experts immobiliers sur certains villages du portefeuille de la Société ;
 - analyse de la dernière évaluation de la marque *Club Méditerranée* effectuée par *Brand Finance* début 2007 ;
 - analyse critique des éléments d'appréciation de l'Offre fournis par les banques conseil de l'Initiateur dans le cadre de l'Opération ;
 - entretiens/séances de travail avec le comité *ad hoc* ;
 - rédaction du présent rapport d'expertise et présentation de ses conclusions au conseil d'administration de la Société lors de sa séance du 24 juin 2013.

Accuracy considère avoir effectué cette mission en se conformant pleinement au Règlement général de l'AMF et à ses recommandations sur l'expertise financière indépendante.

1.5.2. Calendrier de l'étude

Accuracy a été contactée par le comité *ad hoc* constitué par le conseil d'administration le 28 mai 2013 et formellement mandatée par la Société le 29 mai 2013. Notre mission s'est déroulée du 31 mai 2013 au 24 juin 2013, date de signature du présent rapport.

Au cours de cette période, nous avons eu des contacts réguliers avec le management de la Société ; ce dernier nous a donné sa vision de la position concurrentielle actuelle et future de la Société sur ses différents marchés et a également répondu aux demandes d'information relatives au Plan d'affaires et l'évaluation des différents actifs ou passifs hors exploitation courante existant à la fin du dernier exercice clos. Par ailleurs, nous avons rencontré des représentants des banques conseil de l'Initiateur qui nous ont notamment commenté les travaux d'évaluation effectués à l'appui de l'appréciation portée sur les prix offerts pour l'action et pour l'OCEANE. Nous nous sommes également entretenus avec des représentants de *Rothschild & Cie*, banque conseil de la Société. Enfin, nous avons eu trois réunions de travail avec les administrateurs de la Société membres du comité *ad hoc* en charge du suivi de nos travaux.

1.5.3. Liste des principales personnes rencontrées au cours de la mission

- Henri Giscard d'Estaing, Président Directeur Général, *Club Méditerranée*
- Michel Wolfowski, Directeur financier, *Club Méditerranée*
- Anne Gobert, Directrice trésorerie et financement, *Club Méditerranée*
- Franck Vigneron, Directeur du contrôle de gestion, *Club Méditerranée*
- Membres du comité *ad hoc* présidé par Georges Pauget : Amine Benhalima (représentant CMVT International), Alain Dinin, Pascal Lebard, Anne-Claire Taittinger
- Youssef Djehane, avocat conseil du comité *ad hoc*, cabinet BDGS
- Grégoire Chertok, banque conseil de la Société, *Rothschild & Cie*
- François de Breteuil, banque conseil de la Société, *Rothschild & Cie*
- Jean-Pierre Martel, avocat conseil de la Société, cabinet *Orrick Rambaud Martel*
- Hubert Preschez, banque conseil de l'Initiateur, *Société Générale*
- Bertrand Peyrelongue, banque conseil de l'Initiateur, *Crédit Agricole CIB*
- Alexis Bauza, banque conseil de l'Initiateur, *Natixis*
- David Aknin, avocat conseil de l'Initiateur, cabinet *Weil, Gotshal & Manges*
- Emmanuelle Henry, avocat conseil de l'Initiateur, cabinet *Weil, Gotshal & Manges*

1.5.4. Informations utilisées

Outre les informations publiques disponibles, nos travaux se sont appuyés sur les informations confidentielles communiquées par la Société et ses conseils.

Les principales informations utilisées peuvent être classées comme suit :

- documents de référence de la Société (exercices 2012 et antérieurs), ainsi que les documents de référence ou rapports annuels des sociétés cotées comparables ;
- présentations aux investisseurs des résultats annuels (exercices 2012 et antérieurs) ;
- *Investment agreement* en date du 29 mai 2013 signé par les Investisseurs financiers et les Dirigeants ;
- projet de note d'information déposé auprès de l'AMF le 30 mai 2013 par les banques conseil de l'Initiateur ;
- note d'opération relative à l'émission des OCEANE visée par l'AMF en date du 28 septembre 2010 ;
- rapport d'évaluation des titres (actions et OCEANE) de la Société élaboré par les banques conseil de l'Initiateur et daté du 30 mai 2013 ;
- Plan d'affaires 2013-2015 présenté dans la *Management Presentation* datée du 19 avril 2013 ;
- rapport de *due diligence* financière élaboré par *Eight Advisory* et daté du 26 mai 2013 ;
- rapport de *due diligence* stratégique élaboré par *Boston Consulting Group* et daté du 3 avril 2013 ;
- rapport de *due diligence* fiscale élaboré par *Weil, Gotshal & Manges* en date du 6 mai 2013 ;

-
- informations complémentaires fournies par le management de la Société à l'Initiateur et à ses différents conseils dans le cadre des *due diligences* stratégique, financière, juridique et fiscale menées dans le cadre de l'Opération et mises à disposition sous la forme d'une *dataroom* électronique ;
 - détail de la valeur nette comptable des immobilisations corporelles au 31 octobre 2012 par nature et par village ;
 - détail des *test d'impairment* effectués par la Société et datant de la fin octobre 2012 ;
 - rapport d'évaluation de la marque *Club Méditerranée* élaboré par *Brand Finance* et daté du 30 janvier 2007 ;
 - études et notes publiées par des analystes financiers sur la Société au cours de la période récente ;
 - notes en date du 14 juin 2013 et du 20 juin adressées à Accuracy par CMVT représenté par M. Amine Benhalima en sa qualité de membre du comité *ad hoc* à la suite de la deuxième et de la troisième réunion dudit comité les 12 et 20 juin 2013 ;
 - lettre de *McG Investments*, actionnaire minoritaire de la Société, à M. Gérard Pauget, président du comité *ad hoc* ;
 - informations de marché diffusées par les bases de données financières *Bloomberg*, et *Mergermarket* : cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables pour l'estimation du coefficient bêta du portefeuille d'activités de la Société, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles clés des sociétés comparables pour la mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières, données de marché pour la mise en œuvre de la méthode des transactions comparables (prix des transactions, éléments financiers des cibles, multiples implicites des opérations identifiées).

1.5.5. Limites de nos travaux

Nous avons considéré que toutes les informations (de nature économique, juridique, comptable et financière) que la Société ou ses conseils nous ont communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

Les Dirigeants nous ont confirmé dans une lettre d'affirmation les points suivants :

- La Société n'envisage pas à ce jour d'arbitrage immobilier autres que ceux éventuellement prévus dans le Plan d'affaires qui nous a été communiqué ou qui s'inscrivent dans le cours ordinaire des affaires.
- En dehors des projets qui s'inscrivent dans le cours ordinaire des affaires, il n'existe pas à leur connaissance de projet de développement clairement identifié aujourd'hui qui ne serait pas pris en compte dans le Plan d'affaires.

L'Initiateur nous a confirmé dans une lettre d'affirmation les points suivants :

- Il n'envisage pas à ce jour d'arbitrage immobilier autres que ceux éventuellement prévus dans le Plan d'affaires qui nous a été communiqué ou qui s'inscrivent dans le cours ordinaire des affaires.
- Le Plan d'affaires reflète, à sa connaissance, la stratégie envisagée pour les années à venir. En dehors des projets qui s'inscrivent dans le cours ordinaire des affaires, il n'existe pas à sa connaissance de projet de développement clairement identifié

aujourd'hui, qui ne serait pas pris en compte dans le Plan d'affaires, ni de projet dont la réalisation serait conditionnée par le succès de l'Offre.

- S'agissant des perspectives de développement en Chine de la Société, le Plan d'affaires intègre raisonnablement les effets escomptés de la présence de *Fosun* dans le capital de la Société.
- Il n'envisage pas le paiement de *management fees* ou de toute autre honoraire par la Société à *Gaillon Invest* tant que la Société sera cotée en bourse.
- Enfin, à sa connaissance, ni l'*Investment Agreement* ni aucun autre accord conclu par l'Initiateur ou les personnes avec lesquelles il agit de concert ne contiennent de clauses constituant un complément de prix.

Dans le cadre de nos travaux, nous n'avons pas évalué le *management package* acquis par les Dirigeants. Nous comprenons que ce *management package* a été évalué par un cabinet d'expertise et que le prix payé correspond à sa valeur de marché estimée.

Conformément à la définition de notre mission, les éléments de prévision élaborés par le management de la Société n'ont fait l'objet d'aucune validation ou vérification de notre part. Nous nous sommes néanmoins efforcés d'apprécier le caractère raisonnable de ces données prévisionnelles au regard des performances historiques récentes de chaque segment d'activité, des explications orales données par le management sur leurs perspectives de développement et des performances globales observées sur les sociétés cotées comparables.

Par ailleurs, même s'ils reposent sur une analyse des états financiers historiques et prévisionnels de la Société, nos travaux ne constituent en aucune façon un audit, ni même une revue limitée, de ces états financiers.

2. Contexte de l'Opération

2.1. Vie boursière de la Société

Il existe deux lignes de cotation distinctes pour *Club Méditerranée*, correspondant respectivement à l'action ordinaire et à l'OCEANE émise en octobre 2010.

2.1.1. Analyse du marché de l'action

Liquidité du titre

La Société a été introduite en bourse en 1966 et est aujourd'hui cotée sur le compartiment B de *NYSE Euronext Paris*. Au 24 mai 2013, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre, la capitalisation boursière de la société avoisinait 450 m€, ce qui place la Société dans la catégorie des valeurs moyennes (« *midcaps* »).

Conséquence de la taille relativement modeste de la Société et de la fraction limitée des titres détenus par le grand public (cf. structure actuelle de l'actionnariat décrite en préambule du présent rapport), le marché du titre est peu liquide, le volume d'échanges se situant en moyenne à moins de 50 000 titres par jour de cotation sur les trois derniers mois, soit environ 0,1% du capital.

Club Méditerranée - Liquidité du titre							
	Cours de bourse moyen en €	Volume quotidien moyen		Volume cumulé			
		Nombre de titres	En % du capital	Nombre de titres	En % du capital	En % du flottant	En m€
24/05/2013	13,89	97 290	0,3 %	97 290	0,3 %	0,8 %	1,4
Dernière semaine	13,61	74 031	0,2 %	370 156	1,2 %	3,1 %	5,0
Dernier mois	13,20	52 840	0,2 %	1 066 460	3,3 %	8,8 %	14,1
3 derniers mois	13,49	44 694	0,1 %	2 688 874	8,4 %	22,3 %	36,3
6 derniers mois	13,58	44 787	0,1 %	5 453 616	17,0 %	45,2 %	74,1
12 derniers mois	13,41	40 408	0,1 %	10 121 243	31,6 %	83,9 %	135,8

Note : cours de bourse moyen calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes

Source : Bloomberg - 24/05/2013

Evolution de l'actionnariat sur la période 2004-2013

Au cours des dix dernières années, la Société a connu plusieurs évolutions notables de son actionnariat, sans jamais qu'un actionnaire ne dépasse le seuil de 30% du capital de la Société.

Début 2004, les trois principaux actionnaires du Groupe étaient la famille Agnelli (20,4%), *Richelieu Finances* (10,2%), un gestionnaire de fonds indépendant, et la *Caisse des Dépôts et Consignation* (6,4%).

A l'été 2004, la famille Agnelli décide de se désengager de *Club Méditerranée*. Elle cède sa participation au groupe hôtelier *Accor* qui acquiert dans le même temps la participation du groupe *Caisse des Dépôts* (CDC). *Accor* détient alors 28,9% du capital du Groupe. Dans le même temps, *Richelieu Finances* monte au capital jusqu'à détenir 25% des actions de *Club Méditerranée*.

L'acquisition d'une fraction significative du capital de *Club Méditerranée* par le groupe *Accor* était alors motivée par les synergies anticipées par le management (en termes de distribution, d'achats, de coûts de transport, de fidélisation et de marketing essentiellement) dans le cadre de sa nouvelle stratégie de montée en gamme. L'impact positif sur le résultat annuel des deux groupes trois ans après l'acquisition des titres avait été estimé à 46 m€, la majeure partie devant concerner *Club Méditerranée* (30 m€).

Pourtant, deux ans plus tard, en juin 2006, le groupe *Accor* annonce la cession de sa participation dans *Club Méditerranée* dans le cadre de son recentrage sur l'hôtellerie et les services. C'est à cette occasion que la *Caisse de Dépôt et de Gestion du Maroc* (CDGM), qui avait déjà conclu un partenariat immobilier avec la Société, fait son entrée au capital du Groupe pour détenir 10,0% des actions. Avec une participation de 26%, *Richelieu Finances* devient *de facto* l'actionnaire de référence de la Société. A la suite d'une crise de liquidité, *Richelieu Finances* se voit toutefois contraint de céder sa participation en 2007.

En mai 2009, la société lance une augmentation de capital et une émission d'ORANE pour un montant total de 102 m€, garanties par les principaux actionnaires de la Société (en particulier la CDGM). En juin 2009, Bernard Tapie annonce avoir acquis 1% des actions de la Société et laisse planer le doute sur ses intentions tout en critiquant sévèrement la stratégie de montée en gamme conduite par le management en place. Le désordre provoqué par cette prise de participation « inamicale » se solde six mois plus tard grâce à l'intervention de « chevaliers blancs », dont le *Crédit Agricole* qui acquiert à cette occasion une participation d'environ 4%, entièrement revendue en août 2011 au fonds d'investissement *Axa PE*. Le consortium d'investissement chinois *Fosun* entre au capital du Groupe en juin 2010 et le fonds d'investissement *Axa PE* en août 2011.

Depuis 2007, *Club Méditerranée* n'a donc plus d'actionnaire de référence, si l'on entend par là un actionnaire détenant plus de 20% du capital. Ainsi, au 31 octobre 2012, aucun actionnaire ne possède plus de 10% des actions de la Société et les cinq actionnaires les plus importants, qui disposent d'un représentant à son conseil d'administration, totalisent 34,2% des actions (et 37,6% des droits de vote). A cette même date, le flottant comprend essentiellement des investisseurs institutionnels (55,6% des actions). Le solde des actions est détenu par le public (9,4%), les salariés (0,1%) et la Société elle-même (0,7%).

Evolution du cours sur la période 2003-2012

En décembre 2002, M. Henri Giscard d'Estaing devient Président Directeur Général de *Club Méditerranée*. Devant l'échec de la stratégie de diversification (*Oyyo*, *Club Med Gym*, etc.) et de *mass market* de son prédécesseur, il annonce un retournement stratégique fondé sur la montée en gamme de l'activité. La Société affiche alors clairement sa volonté de repositionner le *Club* sur le segment du haut de gamme.

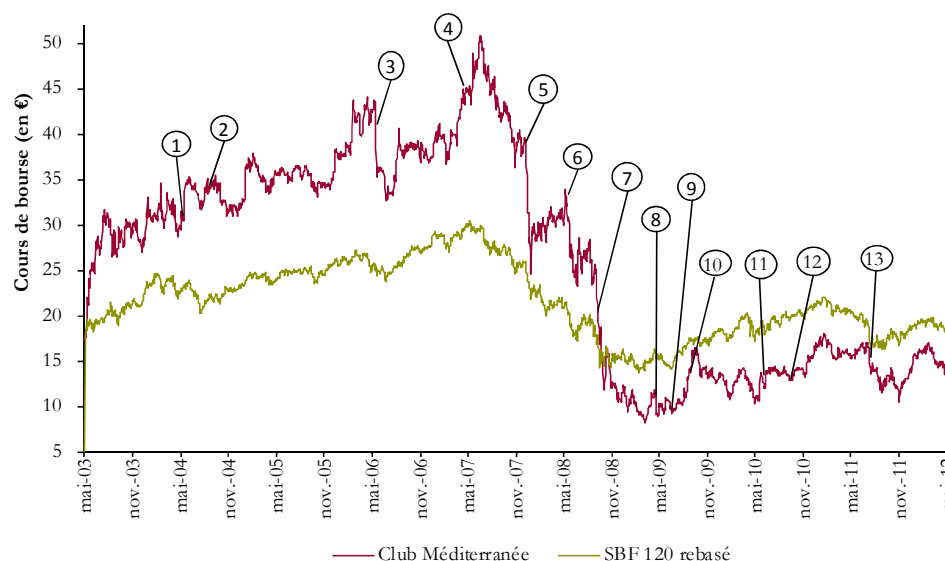
Début 2008, après la fin du partenariat avec *Accor* et la sortie progressive de ce dernier du capital du Groupe, *Club Méditerranée* est sévèrement touché par la crise économique et son cours de bourse décroche durablement : après un plus haut de 50,83 € mi-juillet 2007, le cours de l'action touche un plus bas en mars 2009 à 8,23 €.

Peu après, en mai 2009, *Club Méditerranée* réalise une augmentation de capital de 102 m€. Les mois qui suivent sont marqués par une forte volatilité du cours liée aux

incertitudes engendrées par la prise de participation inamicale initiée par Bernard Tapie (cf. *supra*).

Entre la fin de cette épisode, au début de l'année 2010, et la fin de l'année 2012, le cours évolue peu ou prou dans un tunnel compris entre 12 € et 17 €, très loin des niveaux atteints avant la crise de 2009.

Club Méditerranée - Evolution du cours de bourse de mai 2003 à mai 2012



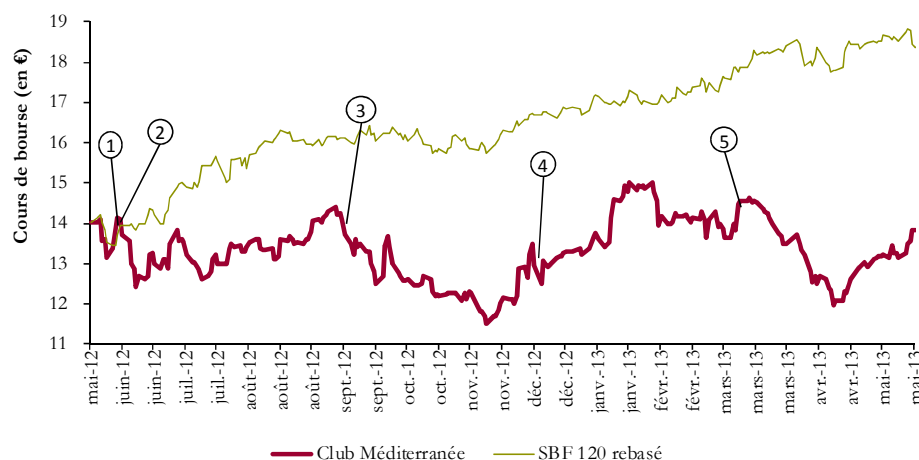
Source : Bloomberg - 24/05/2013

- (1) Juin 2004 : annonce de la nouvelle stratégie de montée en gamme et entrée au capital du groupe *Accor* qui devient le nouvel actionnaire de référence de la Société (avec une participation de 28,9%) ;
- (2) Octobre 2004 : émission d'OCEANE à échéance novembre 2010 pour 150 m€ ;
- (3) Juin 2006 : cession par *Accor* de la majeure partie de sa participation dans *Club Méditerranée* ;
- (4) Mai 2007 : acquisition d'*Austral Lagons*, tour-opérateur spécialiste des îles, par *Jet Tours* ;
- (5) Janvier 2008 : crise économique et incertitudes sur le premier actionnaire de *Club Méditerranée*, la société *Richelieu Finances*, menacée par une crise de liquidité ;
- (6) Juin 2008 : annonce des projets de cession de *Jet Tours* et de *Club Med Gym* ;
- (7) Octobre 2008 : Apport complémentaire de 1 m€ au contrat de liquidité confié par *Club Méditerranée* à *Natixis Securities* ;
- (8) Mai 2009 : augmentation de capital pour un montant de 102 m€ ;
- (9) Juin 2009 : dépôt de plainte de *Club Méditerranée* contre Bernard Tapie pour fausses informations et manipulation de cours. Ce dernier est en effet entré au capital en juin 2009 à hauteur de 1%, après avoir sévèrement critiqué la direction du groupe et avoir longtemps laissé planer le doute, provoquant ainsi des chahuts sur le cours de l'action. En décembre 2009, il revendra toutes ses actions *Club Méditerranée* et touchera une importante plus-value ;
- (10) Septembre 2009 : fin du pacte d'actionnaires de juin 2006, à la suite de la cession par *Accor* de l'essentiel de sa participation dans *Club Méditerranée* ;
- (11) Juin 2010 : entrée du fonds d'investissement *Fosun* dans le capital de *Club Méditerranée* (à hauteur de 7,1%) et signature d'un partenariat pour l'ouverture et le développement de villages en Chine ;
- (12) Octobre 2010 : Emission d'OCEANE à échéance novembre 2015 pour 80 m€ et rachat d'OCEANE à échéance novembre 2010 pour un montant nominal de 8,1 m€ ;
- (13) Août 2011 : Entrée du fonds d'investissement *AXA PE* dans le capital de *Club Méditerranée* (à hauteur de 5,3 %).

Evolution du cours sur une année avant l'annonce de l'Offre

Depuis mai 2012, le cours évolue dans un tunnel compris entre 11,97 € et 15,01 €.

Club Méditerranée - Evolution du cours de bourse de mai 2012 à mai 2013



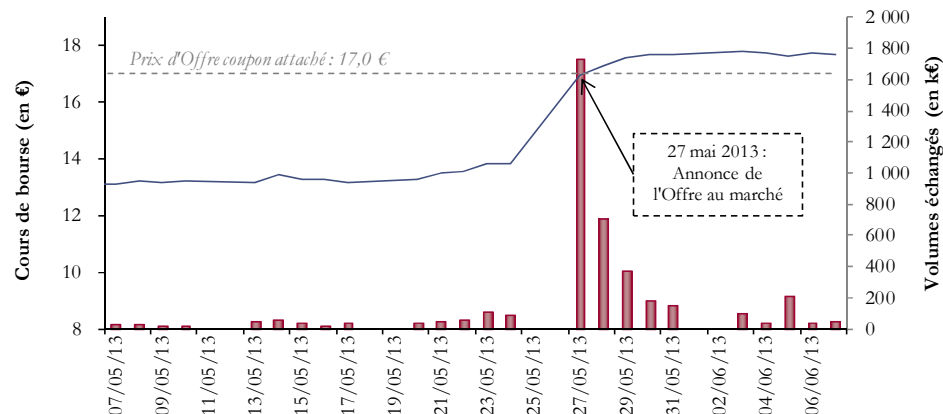
Source : Bloomberg - 24/05/2013

- (1) 5 juin 2012 : radiation des ORANE avant leur remboursement en actions à l'échéance du 8 juin 2012 ;
- (2) 7 juin 2012 : présentation des résultats du premier semestre de l'exercice 2012 ;
- (3) 14 septembre 2012 : communication du chiffre d'affaires du troisième trimestre de l'exercice 2012 ;
- (4) 7 décembre 2012 : présentation des résultats annuels de l'exercice 2012 ;
- (5) 7 mars 2013 : communication des résultats du premier trimestre de l'exercice 2013.

Evolution du cours depuis l'annonce de l'Offre

Au 24 mai 2013, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre, le cours boursier de *Club Méditerranée* s'affichait en clôture à 13,85 € (13,89 € en moyenne pondérée par les volumes sur la journée). Après l'annonce de l'Offre, le 27 mai au matin, le cours de l'action s'est immédiatement positionné à 17,0 €, soit le prix d'offre avant détachement du coupon, pour terminer en clôture à 16,95 €.

Club Méditerranée - Evolution du cours de bourse après l'annonce de l'Offre



Source : Bloomberg - 10/06/2013

Depuis cette date, le volume d'échanges sur le titre a considérablement augmenté : en l'espace de 10 jours, près de 3,6 millions de titres ont changé de main (soit environ 11% du capital de la Société), plus de la moitié de ces échanges portant sur la seule journée du 27 mai. Parallèlement, le cours s'est stabilisé autour de 17,6 €, soit un niveau supérieur au prix d'offre de 17,0 €. Une telle activité conjuguée à ce niveau de cours est le signe que le marché, à travers l'action des « risque-arbitrageurs », s'interroge clairement sur la possibilité d'une surenchère ou d'une amélioration des conditions financières de l'Offre.

2.1.2. Analyse du marché de l'OCEANE

Caractéristiques du titre

Le 7 octobre 2010, la Société a émis un emprunt de 80 m€ (montant brut avant frais) sous la forme d'Obligations à option de Conversion et/ou d'Echange en Actions ordinaires Nouvelles ou Existantes (« **OCEANE** »). Ces OCEANE, d'un montant nominal unitaire de 16,365 €, portent intérêt annuellement à un taux de 6,11% du nominal (soit un coupon annuel de 1,0 €) et seront amorties en totalité au pair au plus tard le 1^{er} novembre 2015. A compter de la date d'émission, elles sont échangeables à tout moment en actions de la Société sur la base d'un ratio d'attribution (i.e. nombre d'actions obtenues en échange d'une OCEANE) automatiquement ajusté à la hausse en cas de distribution de dividendes. Fixé initialement à 1,00, ce ratio n'a pas été ajusté depuis, mais peut changer sous certaines conditions, en particulier dans le cas d'une offre publique portant sur les actions de la Société.

Aux termes du contrat d'émission, le remboursement anticipé peut notamment intervenir à l'initiative de la Société si le cours de bourse dépasse certaines limites (130% du nominal de l'obligation pendant 20 jours consécutifs).

Comme le succès de l'Offre traduirait nécessairement le changement de contrôle de la Société¹, tout porteur d'OCEANE se trouvera dans ce cas dans la situation de demander le remboursement anticipé de ses titres. Relevons à cet égard qu'au 8 octobre 2013, date estimée de règlement-livraison de l'Offre, le prix de remboursement anticipé augmenté du coupon couru à cette date s'élèvera précisément à 17,3 €, soit un montant inférieur au prix de 19,23 € proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Liquidité du titre

Les OCEANE s'échangent essentiellement hors marché (*over the counter* - OTC). Dès lors, on peut présumer que le marché du titre est peu liquide, même si nous ne disposons pas de données sur les volumes échangés.

¹ Sauf abandon par l'Initiateur du seuil de renonciation de 50,1% (possible jusqu'à 5 jours avant la fin de la période d'Offre), conjugué à un faible taux de réponse des actionnaires.

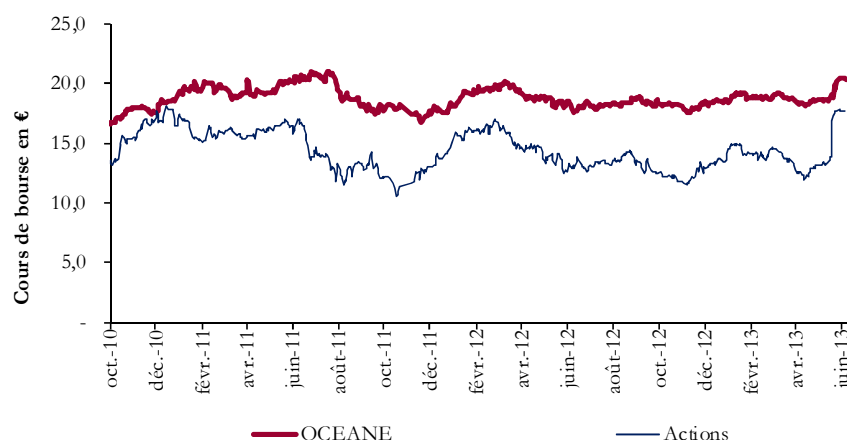
Evolution du cours depuis l'émission en octobre 2010

Depuis la date d'émission en octobre 2010, le cours de l'OCEANE évolue parallèlement à celui des actions, mais avec une volatilité nettement inférieure.

Afin de comprendre cette évolution, il convient de revenir aux deux éléments qui composent la valeur théorique d'une OCEANE.

- La valeur nue (ou composante obligataire de l'OCEANE) est indépendante de la valeur de l'action. La valeur de cette composante évolue en effet en fonction de deux paramètres : le premier (macro-économique) est l'évolution générale des taux d'intérêts, le second (micro-économique) reflète l'évolution du risque de défaut de *Club Méditerranée* (*spread* emprunteur).
- La valeur de l'option de conversion (ou composante optionnelle de l'OCEANE), est directement dépendante de la valeur de l'action. Dans le cas d'espèce, avant annonce de l'Offre, cette composante optionnelle est très largement en dehors de la monnaie, le prix de conversion de 16,35 € étant nettement supérieur au cours coté d'environ 14 €. L'essentiel de la valeur de l'OCEANE sur la période repose donc sur sa valeur nue, composante nettement moins volatile que la composante optionnelle.

Club Méditerranée - Cours de l'action et cours des OCEANE depuis octobre 2010



Source : Bloomberg - 14/06/2013

Le dernier cours coté de l'OCEANE avant l'annonce de l'Offre, soit 19,08 € (cours de clôture du 24 mai 2013), est peu différent des cours enregistrés au cours des semaines précédentes. En effet, depuis début 2013, le cours de l'OCEANE a varié dans un tunnel compris entre 18,17 € et 19,22 €.

Depuis l'annonce de l'Offre, le cours de l'OCEANE s'est stabilisé au-dessus du prix d'offre de 19,23 € à environ 20,4 €. Comme pour l'action, les investisseurs anticipent donc une surenchère ou une modification des conditions financières de l'Offre.

2.2. Présentation de la Société

2.2.1. Une stratégie de repositionnement entamée en 2004 qui repose sur un portefeuille d'actifs uniques

Depuis 2004, le management a développé et réaffirmé à plusieurs reprises, en particulier à l'issue du rapprochement avec *Accor* en 2007, sa stratégie de montée en gamme de *Club Méditerranée*.

Cette stratégie s'est tout d'abord accompagnée d'une réorganisation du portefeuille de villages. Un certain nombre de villages 2 et 3 tridents ont été fermés ou cédés (par exemple les villas mexicaines en 2007, *Kos* en 2008, *Arcs Altitude* en 2010), certains ont été convertis en village 4/5 tridents (par exemple *Les Boucaniers - Martinique* en 2005, *Kani - Maldives* en 2006 ou *Punta Cana* en 2009). Aujourd'hui, les villages 4/5 Tridents représentent 66% de la capacité hôtelière² du Groupe (objectif de 75% en 2015) contre seulement 30% en 2004. Cette réorganisation a engendré une réduction de la capacité hôtelière du Groupe qui a diminué de près de 15% entre 2004 et 2012, mais elle a favorisé dans le même temps une augmentation du chiffre d'affaires Villages du même ordre. Cette réorganisation a également conduit le Groupe à mener un effort soutenu d'investissement (800 m€ d'investissements cumulés sur la période 2004-2012).

Face aux doutes que cette stratégie, *a priori* fortement consommatrice en capitaux, faisait naître dans la communauté des investisseurs, le management a également communiqué sur sa volonté de développer une stratégie « *asset light* ». Contrairement à d'autres opérateurs hôteliers ou de *resorts*, cette stratégie immobilière ne signifie nullement que *Club Méditerranée* envisage d'exploiter des villages exclusivement via des contrats de management. Bien au contraire, le management souhaite mettre en œuvre une stratégie immobilière équilibrée faisant appel aux trois modes opératoires classiques dans le secteur : pleine propriété, location et contrats de management. Comme on le verra plus loin, cette stratégie *asset light* a pu engendrer un certain nombre de confusions chez les investisseurs, car elle ne signifie ni un allègement significatif du bilan de *Club Méditerranée*, ni la diminution des besoins futurs d'investissement dans les villages. Elle traduit plutôt la volonté de réduire le montant des investissements requis par le développement du volume d'activité³ grâce à la signature de contrats d'opérateurs pour les nouveaux villages (en particulier en Asie).

Au total, la stratégie mise en place par le management depuis 2004 repose sur un triptyque d'actifs uniques et complémentaires :

- un portefeuille d'actifs immobiliers à travers des villages détenus en propre (21 villages au 31 octobre 2012), opérés via des contrats de location (41 villages) ou des contrats de management (8 villages) ;

² Mesurée en nuitées.

³ Le « volume d'activité Villages » (*Village Business Volume*) mesure le montant des prestations effectivement payées par les GM indépendamment des modes d'exploitation des villages (pleine propriété, location, contrat de management). Nous considérons que cet agrégat est plus pertinent que le chiffre d'affaires Villages, car ce dernier regroupe deux types de produits de natures différentes : le chiffre d'affaires issu de la commercialisation de séjours (dont une partie liée au transport) et les commissions issues des contrats de management. Dans la suite du rapport, nous avons donc utilisé la référence donnée par le volume d'activité Villages et, à défaut lorsque cette référence n'était pas disponible (soit avant 2009), le chiffre d'affaires Villages.

-
- un savoir-faire unique dans l'organisation de vacances haut de gamme *all inclusive*, porté par une équipe de management expérimentée ;
 - une marque bénéficiant d'une forte notoriété (notamment en France et dans le reste de l'Europe), établie depuis plus de 60 ans, et s'inscrivant dans une identité propre qui cimente la culture de l'entreprise.

Ces actifs ont en commun d'être très spécifiques (non redéployables) et difficilement séparables les uns des autres. Ainsi, la marque ne peut être cédée de façon indépendante, puisqu'elle est une composante de l'identité et de la culture d'entreprise de la Société.

2.2.2. Caractéristiques opérationnelles du métier

Une activité doublement risquée

Opérant dans le secteur du tourisme, *Club Méditerranée* est sans surprise une société dont l'activité est très sensible à l'évolution de la conjoncture économique mondiale, la Société a ainsi vu son chiffre d'affaires Villages baisser de près de 10% en 2009 consécutivement à la crise économique et financière arrivée fin 2008.

A cette première cause de volatilité des résultats s'en ajoute une seconde liée au portefeuille de villages exploité par *Club Méditerranée*. Comme ce portefeuille couvre la quasi-totalité du globe, l'activité est soumise à de multiples risques spécifiques, que ces risques se matérialisent dans les « zones émettrices » (celles d'où proviennent les clients/GM du *Club*) ou dans les « zones réceptrices » (celles où sont situés les villages). Ainsi, depuis le début des années 2000, chaque année ou presque, un ou plusieurs villages ont été affectés par une crise de nature géopolitique, environnementale, sanitaire, météorologique, etc. A titre d'exemple, on peut citer le tsunami en Asie du Sud-Est en 2005, l'ouragan Katrina en 2006, la guerre au Liban en 2007, la crise des *subprimes* en 2008, l'épidémie de grippe aviaire en 2009, le volcan islandais en 2010, le printemps arabe en 2011, etc.

Cette exposition à de multiples risques spécifiques n'est pas propre au *Club Méditerranée* et affecte tous les opérateurs touristiques intervenant sur la totalité du globe, que ce soit en termes de clientèle ou en termes de destination. On peut même considérer que la plus grande « diversification » des zones émettrices et réceptrices constitue un facteur limitant la volatilité des résultats de la Société.

Un levier opérationnel élevé

Deuxième caractéristique du modèle économique de la Société, la structure de coûts de *Club Méditerranée* met en évidence un levier opérationnel élevé. Les groupes hôteliers affichent en général des leviers opérationnels très élevés, quel que soit leur mode de détention des actifs. En effet, ils supportent des coûts essentiellement fixes : charges de personnel, charges de location immobilière ou charges d'amortissement, coûts marketing et commerciaux, charges administratives. Au total, près de 80% des charges encourues par les groupes hôteliers peuvent être considérées comme fixes à l'horizon d'un exercice.

En raison de son modèle spécifique (prestations *all inclusive* intégrant notamment le montant significatif de charge variable représenté par le coût de transport des GM), *Club Méditerranée* affiche un ratio de charges fixes inférieur mais qui reste significatif

(60%). Le levier opérationnel qui en résulte amplifie la volatilité des résultats liée aux évolutions de la conjoncture économique générale.

Une intensité capitalistique en diminution, mais qui reste élevée

Troisième caractéristique du métier, *Club Méditerranée* affiche un niveau d'intensité capitalistique qui reste élevé, malgré la stratégie de développement *asset light* annoncée et mise en œuvre par le management depuis plusieurs années. Mesurée par la rotation des capitaux employés (rapport entre le volume d'activité et les capitaux nécessaires à l'activité), l'intensité capitalistique du Groupe à fin octobre 2012 ressort à 2,4 (1,9 à fin octobre 2009) : autrement dit, la réalisation d'un euro de volume d'activité requiert un volume de capitaux de 0,4 euros en 2012 (0,5 euros en 2009).

Les capitaux nécessaires à l'activité de *Club Méditerranée* (ou capitaux employés) recouvrent deux composantes :

- le besoin en fonds de roulement (BFR), qui constitue une source de financement (montant structurellement négatif en raison notamment des acomptes versés par les GM) et reste relativement stable dans le temps aux alentours de -16% du chiffre d'affaires ;
- les actifs immobilisés (valeur nette comptable), qui recouvrent essentiellement les actifs immobiliers de la Société (soit 581 m€ au 31 octobre 2012 sur un total d'actif immobilisé de 773 m€ après déduction des subventions).

S'agissant des modes d'exploitation des villages, à fin octobre 2012, *Club Méditerranée* exploitait 49% de sa capacité totale (exprimée en nombre de nuitées) en location, 39% en pleine propriété et 12% via des contrats de management. Par construction, seuls les deux premiers modes d'exploitation ont un impact sur le bilan de la Société. Comme indiqué plus haut, la stratégie de développement *asset light* de la Société consiste ainsi à privilégier le développement de l'activité via la signature de contrats de management, notamment en Asie où ces contrats sont monnaie courante dans le secteur des opérateurs hôteliers ou de *resorts*. L'intensité capitalistique du Groupe devrait donc diminuer à l'avenir, au fur et à mesure de l'augmentation du nombre de contrats de management.

Cependant, cette diminution attendue de l'intensité capitalistique ne signifie aucunement que le Groupe ne supportera plus dans le futur de lourdes dépenses d'investissement. En effet, l'essentiel des actifs immobiliers figurant au bilan de *Club Méditerranée* correspond aux actifs détenus en pleine propriété, le solde recouvrant les installations, matériels et agencements réalisés sur les actifs exploités en pleine propriété ou en location essentiellement via des contrats « Triple net » où les investissements de maintenance sont à la charge du locataire, ainsi que les autres immobilisations du Groupe (siège, agences, etc.).

Comme souligné plus haut, le Groupe a mené depuis dix ans une gestion active de son patrimoine immobilier (ouvertures, fermetures, montées en gamme).

- Cette stratégie s'est traduite tout d'abord par une politique d'investissement lourde : plus de 800 m€ ont ainsi été investis par le Groupe depuis 2004, dont 600 m€ sur la seule période 2004-2008). Il est probable que cet effort d'investissement, mal perçu par le marché qui a relevé la contradiction avec le discours sur la stratégie de développement *asset light*, a pesé sur le cours de bourse de la Société. A cet égard, depuis la crise économique de 2009, la politique d'investissement conduite par le management du Groupe est beaucoup plus restrictive : la dépense annuelle d'investissement s'établit ainsi en moyenne à

50 m€ sur la période 2009-2012 contre environ 120 m€ sur la période 2004-2008. Dans le cadre d'une stratégie haut de gamme visant à exploiter des *resorts* de luxe et dans laquelle environ 35% de la capacité devrait rester en pleine propriété, le Groupe devrait continuer à supporter de lourdes dépenses d'investissement dans le futur.

- Cette stratégie s'est également traduite par un important programme de cessions. En termes de rentabilité, ce programme s'est avéré plutôt positif ; certains analystes financiers⁴ observent en effet que le Groupe a été en mesure de réaliser en moyenne une plus-value de l'ordre de 25% sur la valeur nette comptable (grâce à des prix de vente moyens de l'ordre de 35 k€ par lit). Dans le même temps, ces analystes doutent que cette performance puisse être renouvelée sur le patrimoine immobilier actuel, car ils font remarquer que cela impliquerait un prix de vente moyen nettement supérieur, de l'ordre de 59 k€ par lit.

Le management du Groupe nous a confirmé dans une lettre d'affirmation que la Société n'envisage pas à ce jour d'arbitrage immobilier autres que ceux éventuellement prévus dans le Plan d'affaires qui nous a été communiqué ou qui s'inscrivent dans le cours ordinaire des affaires. Par ailleurs, il nous a communiqué 15 expertises immobilières (sur un total de 21 villages en pleine propriété), réalisées par des experts indépendants au cours des trois dernières années. Ces expertises⁵ montrent que la valeur de marché du patrimoine immobilier de *Club Méditerranée* est inférieure à sa valeur d'utilité pour le Groupe telle qu'estimée périodiquement par le management via les tests de dépréciation d'actifs (*impairment tests*).

Une marque indispensable mais qui n'a jamais été vraiment valorisée par le marché boursier

Quatrième et dernière caractéristique du modèle économique, la marque constitue un actif essentiel de *Club Méditerranée*. Le Groupe dispose en effet d'une marque de plus de 60 ans d'existence et connue mondialement comme attesté par des taux de notoriété assistée très élevés (près de 90% en France, 80% aux Etats-Unis, 65% dans les grandes métropoles chinoises).

Associée désormais à l'univers du haut de gamme, la marque n'est pas encore complètement établie sur ce créneau. Ainsi, la marque est bien connue de la population cible aux Etats-Unis, mais seulement 10% de cette population envisagerait de partir au *Club*. De la même façon, afin d'adapter son positionnement en Chine, la Société développe actuellement une stratégie de marque ombrelle avec « *NewBrand* » by *Club Med*.

En 2006, la Société a fait appel au cabinet *Brand Finance* afin de faire partager au marché l'importance de cet actif. Le cabinet avait alors évalué la marque à 435 m€. Si le résultat de ces travaux d'évaluation appelle de nombreux commentaires (prise en compte d'une durée de vie perpétuelle, évaluation pré-crise, taux d'actualisation optimiste, etc.), une évaluation raisonnable de la marque fait ressortir une fourchette d'estimations comprises en 180 m€ et 235 m€⁶.

⁴ JP Morgan Cazenove, « *The merits of Piggybacking* », 5 juin 2013.

⁵ Qui semblent le plus souvent donner une estimation de la valeur globale des murs et du fonds de commerce.

⁶ Cette estimation repose sur la méthode des redevances, sur la base d'un taux de redevance compris entre 1,25% et 1,50% (pour mémoire, *Brand Finance* avait retenu avant la crise un taux de redevance de

Malgré cette valeur théorique importante, la marque ne se traduit pas aujourd'hui par un *price premium* significatif auprès du client. Ainsi, d'après le management, le prix de la journée moyenne au sein d'un village du *Club* n'est pas significativement différent de celui proposé par la concurrence après prise en compte du prix de vente supposé de l'ensemble des prestations offertes par le *Club*.

A cet égard, on peut constater que la marque *Club Méditerranée* n'a jamais été très bien valorisée par le marché boursier. Bien plus, depuis la crise de fin 2008, le ratio *price to book* (rapport entre la capitalisation boursière et la valeur comptable des capitaux propres) est toujours resté inférieur à 1, ce qui signifie que le marché se refuse depuis lors à prendre en compte l'existence d'actifs immatériels (et tout particulièrement la marque) en sus des actifs comptabilisés au bilan (patrimoine foncier pour l'essentiel)⁷.

Plus généralement, comme indiqué plus haut, la marque est un actif indissociable des autres actifs immatériels du Groupe (savoir-faire des équipes, identité culturelle de l'entreprise, etc.). Dès lors, la seule traduction pertinente de la valeur de cette marque peut être obtenue via la méthode DCF à travers les flux de trésorerie d'exploitation qu'elle contribue à générer grâce à sa complémentarité avec les autres actifs du Groupe. Estimer la valeur de la marque isolément constitue une construction artificielle qui mélange plus ou moins confusément les différents actifs immatériels du Groupe.

2.2.3. Performance financière

Une performance historique décevante en dépit d'une politique active d'arbitrage sur le patrimoine immobilier

Depuis 2004, année de lancement de la stratégie de montée en gamme de *Club Méditerranée* et de refonte complète de son portefeuille de villages, le volume d'activité Villages a été impacté à la fois par les effets de cette nouvelle stratégie et par l'évolution heurtée de la conjoncture économique et géopolitique au cours de la période, ce qui rend l'analyse de son évolution particulièrement délicate.

S'agissant de l'évolution du niveau d'activité, il nous semble pertinent de distinguer les deux grandes phases suivantes :

- La période 2004-2008 a été marquée par deux éléments. En premier lieu, une refonte très active du portefeuille de villages qui s'est traduite par une réduction de la capacité hôtelière de près de 15% en 5 ans et a permis une hausse des prix grâce à la montée en gamme ; en second lieu, une conjoncture économique favorable en Europe et aux Etats-Unis, principaux marchés du Groupe. Après une année de décroissance en 2005, la Société a ainsi enregistré sur la période 2006-2008 une croissance soutenue du chiffre d'affaires Villages⁸ de près de 6% par an en moyenne.
- La période 2009-2012 a été marquée par l'arrivée de la crise économique sur les principaux marchés du Groupe à laquelle se sont ajoutés les effets du « Printemps arabe », ce qui a impacté le volume d'activité de *Club Méditerranée*

1,74% en 2004 et de 1,89% en 2006). Cette estimation repose également sur une durée de vie estimée de la marque comprise entre 30 et 40 ans.

⁷ Selon une autre interprétation, le marché pourrait attribuer une certaine valeur à la marque, mais considérerait parallèlement que la valeur d'utilité des actifs immobiliers est globalement inférieure à sa valeur nette comptable.

⁸ Chiffre d'affaires total hors *Jet Tours*, *Club Med Gym* et *Club Med World*.

comme celui de l'ensemble des entreprises du secteur. Face à cette conjoncture difficile, la Société a ralenti sa politique d'investissements (cf. *infra*) et stabilisé sa capacité hôtelière. Après deux années consécutives de décroissance (baisse de 10,1% en 2009 et de 0,6% en 2010), le chiffre d'affaires est à nouveau en croissance ces deux dernières années sans retrouver toutefois son niveau d'avant crise.

S'agissant de la marge opérationnelle, là encore l'analyse est rendue difficile par les profonds changements opérés sur le portefeuille de villages et par les variations de périmètre qui en résultent. Il convient de rappeler à cet égard que la Société communique sur deux agrégats de résultats opérationnels :

- L'EBIT Villages correspond au résultat généré par les villages exploités sur la période et exclut donc l'impact des changements de périmètre (coûts des villages fermés pour rénovation ou non actifs, résultat de cession de villages, coûts d'ouverture de villages, etc.) ;
- L'EBIT intègre en sus de l'EBIT Villages l'impact des variations de périmètre, le résultat de l'activité de gestion du patrimoine immobilier du *Club* (« ROC Patrimoine »), et les coûts liés aux restructurations, litiges et catastrophes naturelles (« Autre Résultat Opérationnel » ou « ARO »).

Sur la période 2006-2012, on observe une progression remarquable de la marge d'EBIT Villages (i.e. EBIT Villages rapporté au chiffre d'affaires Villages) qui passe ainsi de 0,7% à 3,9% sous l'effet conjugué de la montée en gamme, de la réduction de la saisonnalité des villages, d'une réduction du poids relatif des coûts fixes et enfin de l'augmentation du poids relatif des contrats de management (6% de la capacité totale en 2004 à 12% en 2012). Sur la même période, la marge d'EBIT enregistre une évolution plus erratique, oscillant entre un plus haut de 2,1% en 2006 et un plus bas de -1,6% en 2009.

Comme évoqué précédemment, l'intensité capitalistique de la Société reste élevée, en dépit d'un BFR structurellement négatif et de la stratégie *asset light* mise en œuvre par le management. En fait, le Groupe a dû investir massivement pour mener à bien la stratégie de montée en gamme (564 m€ sur la période 2004-2008), si bien que ce n'est qu'à partir de 2009 avec la forte réduction des investissements que la stratégie *asset light* a commencé à produire ses effets sur l'intensité capitalistique de l'activité : la rotation des capitaux employés (telle que définie plus haut en section 2.2.2) est ainsi passée de 1,9 en 2009 à 2,4 en 2012.

Au total, la rentabilité du portefeuille d'activités de la Société (mesurée par le ROCE pour *Return On Capital Employed*, ratio obtenu en rapportant l'EBIT après impôts aux capitaux employés début d'année) n'a pas dépassé 2,0% depuis 2006. Ce faible niveau de la rentabilité des capitaux employés explique le faible niveau du ratio *price to book* relevé plus haut et les interrogations en résultant sur l'absence de valorisation de la marque par le marché. Il souligne également le caractère mitigé, sur le plan financier, du succès attendu du repositionnement stratégique entrepris par le management.

Un plan d'affaires qui anticipe une nette progression de la rentabilité sur les capitaux engagés

Le Plan d'affaires, qui porte sur la période de trois ans 2013-2015, a été établi selon le processus *bottom-up* habituel dans la Société, entre l'été 2012 et fin octobre 2012. Ce plan anticipe la poursuite de la stratégie initiée en 2004 en s'appuyant sur les effets conjugués des éléments suivants :

- accélération de la politique *asset light* avec une augmentation des ouvertures de villages sous contrats de management, notamment en 2014 et 2015 ;
- développement commercial sur les marchés bénéficiant de fortes perspectives de croissance tels que le Brésil, la Russie et surtout la Chine ;
- renforcement de la marque *Club Méditerranée* avec pour objectif d'obtenir un positionnement prix plus avantageux concomitamment à l'achèvement de la montée en gamme du portefeuille de villages.

Cette stratégie devrait permettre une croissance soutenue du volume d'activité Villages (+6,5% par an en moyenne sur la période du Plan d'affaires⁹). Cette croissance est élevée en Chine et en Asie Pacifique grâce au développement des contrats de management (croissance annuelle du volume d'activité « séjours » supérieure à 25%, en ligne avec la performance des deux dernières années) ; elle est plus modérée sur les marchés matures (Europe, Etats-Unis) compte tenu des incertitudes sur l'horizon de la reprise économique, et par conséquent sur les villages exploités en propriété et en location qui sont principalement alimentés par des GM provenant de ces marchés.

Après la baisse temporaire de 2013 liée à l'augmentation des coûts de structure relatifs au développement en Asie, la marge d'EBITDAR Villages (i.e. EBITDA avant loyers) devrait progresser par la suite pour retrouver en 2015 un niveau comparable à celui de 2012, soit 18,1% du volume d'affaires Villages¹⁰. Cette relative stabilité de la marge d'EBITDAR est le fruit de deux effets contradictoires qui se compensent :

- amélioration de la rentabilité de l'activité grâce à la combinaison de plusieurs facteurs (effet prix positif sur le volume d'affaires, augmentation du poids relatif des villages bi-saisonniers ou non-saisonniers et des villages de grande capacité (comparativement plus rentables que les autres), meilleure absorption des coûts de structure) ;
- alourdissement des prévisions de coûts par le management via l'addition de « *buffers* ou aléas », conformément à la méthode de planification mise en œuvre depuis 2009, afin d'atténuer le caractère délibérément volontariste des prévisions de croissance du volume d'activité Villages élaborées par les *Business Units* opérationnelles.

La marge d'EBIT devrait en revanche enregistrer une progression significative sur la période du Plan d'affaires, passant de 1,0% du volume d'affaires en 2012 à 3,5% en 2015¹¹. A l'origine de cette performance, les effets de la stratégie *asset light* et la relative stabilité du ROC Patrimoine et de l'ARO à des niveaux logiquement inférieurs aux niveaux historiques (diminution du nombre de fermetures, de cessions et de restructurations).

S'agissant de l'évolution du portefeuille de villages, les principales ouvertures prévues sur le Plan d'affaires concernent des villages exploités en contrat de management (en Asie pour la plupart). Les fermetures concernent principalement des villages en location dont la rentabilité est jugée insuffisante et/ou dont la qualité ne

⁹ Performance équivalente à une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 5,4%.

¹⁰ Rapportée au chiffre d'affaires Villages, la marge d'EBITDAR Villages est supposée progresser sur la période, passant de 19,0% en 2012 à 19,7% en 2015 en raison du poids accru des commissions de management dans le chiffre d'affaires Villages total.

¹¹ Soit une marge d'EBIT de 1,1% du chiffre d'affaires Villages en 2012 et de 3,8% en 2015.

correspond plus aux standards du *Club*. Enfin, le Plan d'affaires prévoit deux opérations de « *sale & leaseback* » et une cession de village non actif.

Le montant annuel d'investissement prévu sur la période du Plan d'affaires se situe en moyenne 25% au-dessus du niveau moyen observé sur la période 2009-2012¹², ce qui peut paraître surprenant compte tenu de la prépondérance des contrats de management dans les ouvertures de villages projetées. En fait, les investissements prévus concernent pour l'essentiel des villages en propriété et en location et consistent en des rénovations lourdes qui n'ont pu être réalisées lors de l'*upgrade* de certains villages, des rénovations de maintenance « usuelles » (devenues plus coûteuses en raison du positionnement haut de gamme du *Club*), des augmentations de capacité et des aménagements hôteliers pour les quelques ouvertures prévues de villages en location.

Sur la base des hypothèses précédentes, la rentabilité des capitaux employés devrait progresser fortement sur les trois prochaines années pour atteindre plus de 7% à l'horizon 2015. Certes, ce niveau est encore inférieur au taux de rentabilité exigé par les bailleurs de fonds (cf. *infra*, détermination du coût du capital), mais il dépasse nettement les niveaux historiques.

Au total, le Plan d'affaires nous semble raisonnablement ambitieux¹³ et semble notamment intégrer les impacts positifs attendus de la présence de *Fosun* au capital de la Société via l'important développement de l'activité prévu en Chine. Il faut cependant noter que ce plan a été finalisé en octobre 2012, avant que les prévisions macro-économiques pour la France et l'Union Européenne soient significativement revues à la baisse (cf. *infra*, section p. 3.3.1).

2.2.4. Implications sur la démarche d'évaluation

La Société ne peut être évaluée comme la somme de ses parties

S'agissant d'une entreprise ayant une forte composante immobilière, de nombreux commentateurs considèrent que l'évaluation de *Club Méditerranée* devrait reposer sur une approche par somme des parties (*sum of the parts*) ou dans le cadre d'une démarche plus sophistiquée distinguant valeur de l'immobilier et valeur de l'exploitation et couramment désignée « modèle *OpCo/PropCo* ».

S'agissant de l'approche par somme des parties, si l'on considère l'hypothèse la plus réaliste de continuité d'exploitation de la Société, l'approche suppose la capacité « d'arbitrer » facilement les actifs indépendamment les uns des autres. Cette hypothèse est contredite par le modèle économique de la Société. Ainsi, d'un point de vue immobilier, cette indépendance est relative puisque le Groupe opère ses clubs par zone géographique (politique d'achat, commercialisation, ressources humaines, réduction des coûts de transport) et non village par village. Tout arbitrage du portefeuille est donc délicat à réaliser. De la même façon, la valeur de la marque ne peut être distinguée facilement du savoir-faire des équipes et du management, voire

¹² Exprimée en pourcentage du volume d'affaires, la différence est moins marquée : 3,5% sur 2013-2015 contre 3,3% sur 2009-2012.

¹³ Cette appréciation est d'ailleurs corroborée par le fait que le schéma d'intéressement que les Dirigeants ont négocié avec les Investisseurs financiers s'appuie sur un Plan d'affaires intégrant des *buffers* additionnels liés à la dégradation des marchés français et européens et donc plus prudent en termes de marge opérationnelle.

des clubs eux-mêmes (situation, architecture, etc.). Relevons enfin que les expertises immobilières évaluent généralement les actifs en tenant compte à la fois du fonds de commerce et de la valeur immobilière.

S'agissant de l'approche *OpCo/PropCo* mise en œuvre par certains analystes financiers et qui suppose une externalisation au moins virtuelle du patrimoine immobilier (logé dans la *PropCo*), la valeur « créée » par ce type d'opérations (et donc la supériorité de cette approche sur les autres approches d'évaluation) repose *a priori* sur l'une des quatre hypothèses suivantes.

- (i) L'opération d'externalisation permet de créer de la valeur pour l'actionnaire, car la trésorerie générée par l'opération constitue, en l'absence supposée de toute autre alternative, la seule source de financement disponible pour financer une croissance rentable.
- (ii) L'opération d'externalisation permet de dégager des synergies grâce à une optimisation de la gestion du patrimoine immobilier, désormais confiée à un opérateur spécialisé supposé plus performant en la matière que la société qui continue d'exploiter ledit patrimoine.
- (iii) Le coût implicite des ressources financières dégagées par une opération d'externalisation serait inférieur au coût attaché aux sources de financement alternatives (autofinancement, capitaux propres externes ou dette bancaire), et ceci en raison du dérèglement du marché immobilier qui conduirait les acteurs à surpayer les biens externalisés.
- (iv) L'opération d'externalisation permet d'afficher, pour l'ensemble du patrimoine immobilier de l'entreprise concernée, une valeur certes préexistante mais jusqu'alors imparfaitement prise en compte par le marché financier.

Sur la base des études que nous avons conduites par le passé sur ces problématiques, aucune de ces hypothèses ne résiste à l'analyse. Bien plus, s'agissant de la dernière hypothèse, la communication relativement approfondie du management de *Club Méditerranée* sur sa stratégie et son patrimoine immobilier, ainsi que l'échec de certains projets récents d'externalisation dans des secteurs à forte composante immobilière conduisent à faire douter de la pertinence de cette hypothèse.

Les modalités de mise en œuvre de la méthode DCF doivent être adaptées aux spécificités du modèle économique de la Société

Les caractéristiques du modèle économique de la Société ont un premier impact sur le degré de risque systématique à intégrer dans le taux d'actualisation requis pour la mise en œuvre de la méthode DCF. Conséquence de la forte exposition de l'activité de *Club Méditerranée* à la conjoncture économique mondiale, il est vraisemblable que le portefeuille d'activités de la Société affichera un coefficient bêta (mesure du risque systématique) relativement élevé.

Une deuxième caractéristique du modèle économique de la Société est une forte exposition à de multiples aléas spécifiques. Dans le cadre de la méthode DCF, ces risques spécifiques peuvent être pris en compte soit en ajustant le taux d'actualisation à la hausse via l'ajout d'une prime de risque forfaitaire, soit en ajustant les flux de trésorerie à la baisse via un abattement forfaitaire. On verra plus loin que le processus de planification de *Club Méditerranée* a fait le choix de la seconde méthode en déterminant un niveau de « *buffer* » (abattement forfaitaire) appliqué aux résultats d'exploitation agrégés des villages. Ainsi, dans l'impossibilité d'identifier les villages qui seront concernés par un risque spécifique, mais ayant la quasi-certitude que ces

risques surviendront, le management ajuste systématiquement à la baisse les prévisions qui remontent des exploitants.¹⁴

Dernière caractéristique marquante de l'activité, la Société anticipe une période de forte croissance. Cette croissance, alimentée notamment par les développements en Asie et plus spécifiquement en Chine, a été prise en compte dans le Plan d'affaires. Cependant, à l'horizon de ce plan (soit en 2015), il est probable non seulement que cette croissance perdure, mais plus encore que les marges opérationnelles de la Société n'aient pas encore pleinement intégré les fruits de la croissance passée. Dès lors, pour la mise en œuvre de la méthode DCF, il s'avère indispensable d'extrapoler le Plan d'affaires sur une période additionnelle de manière à prendre en compte le potentiel de croissance de l'activité et ses effets sur la rentabilité économique de l'activité.

La spécificité du modèle économique de la Société rend délicate la mise en œuvre des méthodes analogiques

Les nombreuses spécificités du modèle économique du *Club Méditerranée* rendent délicate toute comparaison avec les autres acteurs du secteur. Dès lors, l'approche analogique de l'évaluation sera sans doute difficile à conduire, qu'il s'agisse de la mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières fondée sur un échantillon de sociétés cotées comparables ou de la méthode des transactions comparables fondée sur un échantillon de transactions récentes impliquant des sociétés comparables.

Cette difficulté est amplifiée aujourd'hui par la situation de retournement de la Société (liée au succès de la stratégie de montée en gamme et au développement attendu en Chine), qui se traduit par des perspectives de croissance élevées du résultat opérationnel. De ce fait, les multiples extériorisés par des sociétés raisonnablement comparables en termes d'activité (et donc de risque) pourraient s'avérer inutilisables si les perspectives de croissance bénéficiaire de ces sociétés devaient s'avérer moins favorables que celles de *Club Méditerranée*.

2.3. Caractéristiques de l'Offre et objectifs du présent rapport d'expertise

2.3.1. Caractéristiques de l'Offre

L'analyse de l'Offre fait apparaître trois caractéristiques importantes : il s'agit d'une offre (i) volontaire, (ii) visant l'acquisition du contrôle, (iii) et susceptible de déboucher sur l'expropriation des actionnaires minoritaires résiduels. Revenons brièvement sur ces trois caractéristiques, car elles sont essentielles pour bien comprendre le rôle et les objectifs de la mission confiée à *Accuracy* en sa qualité d'expert indépendant.

¹⁴ Notons à cet égard que l'EBIT cumulé réalisé sur la période 2009-2012 est légèrement inférieur à l'EBIT cumulé budgété sur la même période, ce qui signifie que, sur les cinq dernières années, la Société a effectivement « utilisé » la totalité des *buffers* qu'elle avait intégrés dans ses budgets annuels..

Premièrement, l'Offre, qui vise les actions et les OCEANE émises par la Société, est une offre « volontaire » en ce sens qu'elle est lancée à la seule initiative de l'Initiateur en l'absence de toute obligation réglementaire. Parallèlement, les actionnaires et les porteurs d'OCEANE sont libres d'y répondre favorablement ou non en décidant de présenter ou de conserver leurs titres.

Deuxièmement, l'Offre vise le contrôle de la Société. Cet objectif apparaît clairement à travers le seuil de renonciation de 50% que l'Initiateur a décidé librement de fixer pour conditionner le succès de son offre.

Troisièmement, l'Offre est susceptible de déboucher sur l'expropriation des actionnaires minoritaires résiduels. En effet, dans le cas où son offre serait plébiscitée par le marché (plus précisément, dans le cas où les actions non apportées à l'Offre ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote), l'Initiateur a indiqué qu'il se réservait alors la possibilité de demander, conformément à la réglementation boursière, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire¹⁵.

Comme nous l'avons rappelé en préambule du présent rapport, l'Initiateur regroupe deux actionnaires significatifs représentés au conseil d'administration et les deux principaux dirigeants de la Société. Dès lors, la désignation d'un expert indépendant est requise par la réglementation boursière, car l'Offre est susceptible de générer, au sein du conseil d'administration de la Société, des conflits d'intérêts de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé que les administrateurs doivent rendre sur l'intérêt de l'Offre ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs d'OCEANE.

Dans ce contexte, défini à la fois par les trois caractéristiques mentionnées ci-dessus et par l'existence du conflit d'intérêts potentiel qui vient d'être rappelé, le présent rapport d'expertise a un double objectif : (i) délivrer une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre, (ii) éclairer les administrateurs non conflictés par l'Offre sur l'intérêt qu'elle présente d'un point de vue financier pour les actionnaires et les porteurs d'OCEANE.

2.3.2. Conditions de l'équité des conditions financières de l'Offre

Le premier objectif de ce rapport est de délivrer « l'attestation d'équité » que tout expert indépendant doit produire au terme de son rapport conformément aux dispositions du Règlement général de l'AMF relatives à l'expertise indépendante. Dans le contexte spécifique d'une offre volontaire, la délivrance d'une telle attestation ne signifie en aucune façon que le prix d'offre est « juste » au sens où il rejoindrait les résultats de l'évaluation multicritères légalement requise dans le cadre d'un retrait obligatoire. Dans le cas présent, l'attestation d'équité a pour objet de confirmer que l'existence du conflit d'intérêts potentiel n'a pas eu d'incidence sur le traitement des différents porteurs de titres visés par l'Offre, actionnaires et porteurs d'OCEANE. Autrement dit, les conditions financières de l'Offre (et non les prix d'offre en tant que tels) sont (i) respectueuses de l'égalité de traitement au sein de ces deux groupes d'investisseurs et (ii) n'ont pas provoqué d'inégalité de traitement entre ces deux mêmes groupes.

¹⁵ Cette procédure viserait également les porteurs d'OCEANE si des conditions similaires étaient remplies.

Dans le cas présent, s'agissant de l'égalité de traitement entre actionnaires, la situation créée par les termes de l'Offre nous a conduit à réaliser les diligences suivantes :

- prise de connaissance de l'*investment agreement* entre les Investisseurs financiers et les Dirigeants ;
- prise de connaissance du *management package* acquis par les Dirigeants ;
- analyse de la nouvelle structure de détention de la Société après Offre.

Il ressort de ces analyses que les Investisseurs financiers et les Dirigeants ont constitué une holding d'acquisition (*Gaillon Invest*, l'Initiateur), qui portera la dette d'acquisition en cas de succès de l'Offre. Cette structure d'acquisition, parfaitement classique dans le cas d'espèce, est en tant que telle sans impact pour les actionnaires minoritaires de la Société.

Les caractéristiques du *management package* acquis par les Dirigeants correspondent également aux pratiques en place en la matière. Le *management package* repose sur le principe de rétrocession d'une fraction de la plus-value réalisée par les Investisseurs financiers, conditionnée par la réalisation d'un niveau minimum de TRI. Les Dirigeants nous ont en outre indiqué qu'ils avaient acquis ce *management package* à sa « juste valeur », telle que déterminée par un cabinet d'expertise.

L'Initiateur a également indiqué que la Société pourrait lever un montant maximum de 160 m€ d'endettement financier afin de financer, postérieurement à l'Offre, une ou plusieurs distributions exceptionnelles de dividendes. Le recours à l'endettement pour financer un dividende exceptionnel devra cependant rester dans la limite fixée par le *covenant* financier (rapport entre la dette financière nette et l'EBITDA) qui figurera dans le contrat de crédits, soit un maximum de 2,50x à compter de 2014 ramené progressivement à 1,75x à partir du 31 janvier 2017. Dès lors, l'augmentation du levier financier de la Société (i.e. rapport entre la dette financière nette et les capitaux propres) résultant d'une distribution exceptionnelle financée par endettement sera nécessairement limitée. De plus, nous estimons que le changement possible de la structure financière de la Société n'est pas susceptible de modifier sa Valeur Intrinsèque, et ceci pour la raison suivante.

Comme souligné plus loin à propos de la détermination du taux d'actualisation requis pour la mise en œuvre de la méthode DCF (cf. *infra*, section 3.3.3), nous considérons que la structure financière est sans impact sur la valeur des actifs, les avantages du recours à l'endettement financier (économies fiscales sur frais financiers) étant supposés intégralement compensés par les coûts explicites ou implicites de l'endettement (coûts de gestion, risque de faillite, coût d'opportunité lié à la perte d'opportunités d'investissement, etc.). De ce fait, le supplément de rentabilité que les actionnaires attendent logiquement d'une augmentation du levier financier via l'effet de levier de la dette n'a aucun impact sur la valeur de l'entreprise, car il vient juste rémunérer le supplément de risque consécutif à l'augmentation du poids représenté par le service de la dette¹⁶.

Enfin, il ressort de la revue de l'*investment agreement*, du *management package* et de la structure d'investissement que AXA PE et Fosun investissent aux mêmes conditions et de manière strictement paritaire au sein de *Holding Gaillon* et que les rétrocessions

¹⁶ Cette hypothèse de la neutralité de structure financière est confortée tant par des considérations théoriques (intégration des coûts de l'endettement et de la fiscalité personnelle dans le raisonnement d'arbitrage initial de Modigliani et Miller), que par des considérations empiriques (absence de corrélation positive entre levier financier et taux de rentabilité des capitaux employés : autrement dit, les groupes les plus rentables sont paradoxalement peu enclins à s'endetter).

qui pourraient être opérées au titre du *management package* sont fonction de la performance financière de l'investissement des Investisseurs financiers dans *Holding Gaillon*. Par ailleurs, il convient de noter que l'investissement des 400 cadres dans *Holding Gaillon* se fait quasi-exclusivement en numéraire sans aucun apport et/ou cession de titres *Club Méditerranée*¹⁷. Ainsi, connaissance prise des conditions relatives aux cessions, aux apports et aux réinvestissements au niveau de *Holding Gaillon*, nous n'avons pas identifié de clauses assimilables à des compléments de prix ou qui sont susceptibles de remettre en cause la pertinence du prix de l'offre ou l'égalité de traitement des minoritaires.

Sur la base de ces différents éléments, on peut d'ores et déjà présumer du caractère équitable des conditions financières de l'Offre du point de vue du respect de l'égalité de traitement au sein des deux groupes d'investisseurs, actionnaires et porteurs d'OCEANE. S'agissant de l'égalité de traitement entre actionnaires et porteurs d'OCEANE, l'absence d'inégalité de traitement entre ces deux groupes peut s'analyser à travers l'analyse de la prime/décote offerte à chaque catégorie d'investisseurs en fonction de leur situation propre. Nous concluons donc plus loin sur ce point à l'aune des résultats de nos travaux d'évaluation sur les actions et les OCEANE.

2.3.3. Modalités d'analyse de l'intérêt de l'Offre d'un point de vue financier

Le deuxième objectif du présent rapport s'inscrit dans la perspective de l'avis motivé sur l'Offre qui doit être rendu par le conseil d'administration de la Société, conformément à la réglementation boursière. Il s'agit d'éclairer les administrateurs non conflictés par l'Offre sur l'intérêt qu'elle présente d'un point de vue financier pour les actionnaires et les porteurs d'OCEANE. En laissant de côté à ce stade la situation des porteurs d'OCEANE, cet éclairage doit consister à notre avis à apporter des réponses aux trois questions suivantes :

- Quelle est la valeur des actions de la Société à la veille de l'Offre dans le cadre de la stratégie mise en œuvre par le management en place (ci-après « Valeur Intrinsèque » des actions) ?
- L'Initiateur est-il en mesure de développer des synergies grâce à la prise de contrôle de la Société et a-t-il décidé d'en partager la valeur avec les actionnaires visés par l'Offre à travers une prime de contrôle qu'il aurait implicitement intégrée dans le prix proposé pour les actions ?
- Les Investisseurs financiers seront-ils en mesure d'obtenir une prime significative par rapport à la Valeur Intrinsèque lorsque, au terme de la période de blocage de leurs titres fixée dans leur *shareholder agreement* (soit à l'horizon 2018), ils souhaiteront retrouver la liquidité de leur investissement en cédant le contrôle de la Société à un tiers ?

La première question relative à la Valeur Intrinsèque est centrale à plus d'un titre. Pour l'actionnaire visé par l'Offre, la Valeur Intrinsèque constitue une référence clé, car elle donne la valeur de ses actions à la veille de l'Offre sans décote de liquidité et en intégrant une exigence de rentabilité conforme à la diversification supposée optimale de son portefeuille. Sur cette base, la comparaison entre la Valeur

¹⁷ L'apport de M. Giscard d'Estaing d'un total de 1 m€ sera réalisé pour 982 k€ en numéraire et de manière très marginale par apport en nature de 783 actions *Club Méditerranée* et 237 OCEANE à *Holding Gaillon*.

Intrinsèque et le prix d'offre fournit une première indication sur l'intérêt de l'Offre d'un point de vue financier. Lorsqu'il est positif, l'écart entre le prix d'offre et la Valeur Intrinsèque correspond à la prime de contrôle et mesure ainsi la fraction des synergies que l'initiateur de l'Offre accepte de partager avec les actionnaires de la société cible. Lorsqu'il est négatif, cet écart signale non seulement l'absence de prime de contrôle, mais mesure également le coût de la liquidité que doit supporter l'actionnaire désireux de réaliser son investissement en apportant ses titres à l'Offre.

Dans le cas présent, l'estimation de la Valeur Intrinsèque reposera principalement, comme c'est fréquemment le cas, sur les estimations issues de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*). Comme le Plan d'affaires du management est l'un des paramètres clés de cette méthode, il conviendra notamment d'examiner si les accords conclus avec les Investisseurs financiers ont conduit ou non les Dirigeants à biaiser dans le sens d'une prudence excessive les hypothèses structurantes de ce plan. A cet égard, les Dirigeants nous ont confirmé formellement dans une lettre d'affirmation que, s'agissant des perspectives de développement, en dehors des projets qui s'inscrivent dans le cours ordinaire des affaires, il n'existe pas à leur connaissance de projet de développement clairement identifié aujourd'hui qui ne serait pas pris en compte dans le Plan d'affaires.

S'agissant de la deuxième question, relative aux synergies, la réponse est donnée par l'Initiateur lui-même dans l'information diffusée auprès du public sur les conditions de l'Offre : « *S'agissant d'une opération d'acquisition de Club Méditerranée associant des fonds d'investissement et des sociétés d'investissement, aucun gain économique ou aucune synergie industrielle ou commerciale entre l'Initiateur et Club Méditerranée ne sont attendus* » (section 1.2.7 du projet de note d'offre). A cet égard, l'Initiateur nous a confirmé formellement dans une lettre d'affirmation que le Plan d'affaires reflète, à sa connaissance, la stratégie envisagée pour les années à venir. Il nous a également confirmé que, en dehors des projets qui s'inscrivent dans le cours ordinaire des affaires, il n'existe pas à sa connaissance de projet de développement clairement identifié aujourd'hui, qui ne serait pas pris en compte dans le Plan d'Affaires, ni de projet dont la réalisation serait conditionnée par le succès de l'Offre. Enfin, s'agissant des perspectives de développement en Chine de la Société, l'Initiateur nous a également confirmé que le Plan d'affaires intègre raisonnablement les effets escomptés de la présence de Fosun dans le capital de la Société.

Du fait de l'absence de synergies, il serait surprenant que le prix d'offre intègre une prime de contrôle. En effet, la valeur du contrôle ne peut résider que dans l'existence de synergies potentielles, sauf à supposer que les principes de gouvernance soient insuffisants pour assurer une protection efficace des actionnaires minoritaires et permettent ainsi à l'actionnaire contrôlant de s'approprier une fraction du résultat au détriment des actionnaires minoritaires. A cet égard, nous avons eu confirmation par l'Initiateur qu'aucun *management fee* ou autre charge similaire ne serait facturé par lui à la Société tant que celle-ci serait cotée en bourse ; en outre, nous avons pu constater que les incitations financières données aux Dirigeants dans le cadre de l'Offre étaient sans impact sur la performance financière de la Société, mais procédaient seulement d'un transfert de valeur entre les Investisseurs financiers et les Dirigeants, conditionné par la plus-value obtenue par les premiers lors de la cession de leur participation.

La troisième et dernière question, relative à la prime de contrôle que les Investisseurs financiers pourraient encaisser lorsqu'ils réaliseront leur investissement, n'est assurément pas la plus simple à traiter. Elle est importante à deux titres. Pour l'Initiateur, la possibilité d'une prime à terme pourrait lui permettre d'intégrer une prime dans le prix d'offre alors même qu'il n'anticipe aucune synergie. En quelque sorte, il accepterait de payer dès à présent aux actionnaires visés par l'Offre une partie de la prime de contrôle future, alors même que le montant de cette prime et sa date de paiement restent incertains. Pour l'actionnaire visé par l'Offre, la possibilité de cette prime future constitue à l'évidence un élément important de sa décision de répondre favorablement ou non à l'Offre au vu du montant de la prime intégrée dans le prix d'offre.

Dans le cas présent, l'historique récent de *Club Méditerranée* et notamment l'abandon du partenariat avec le groupe hôtelier *Accor* ont montré que la réalisation d'un rapprochement avec un opérateur hôtelier n'était pas une évidence. La raison en est l'identité culturelle du *Club* et la stratégie de différenciation forte menée par le management depuis 10 ans qui rendent délicat tout rapprochement industriel avec un autre acteur. Bien plus, après la crise de 2009 et l'effondrement du cours boursier qui en a résulté, la Société représentait une proie facile en raison même de la dispersion de son actionnariat. On pourrait imaginer que l'épisode Tapie n'avait pas d'autre objectif que de faciliter le déclenchement d'une opération et pourtant aucun acteur ne s'est présenté. Par ailleurs, il convient de noter que, dans le cas où la Société serait retirée de la cote, l'Initiateur envisage à terme une nouvelle entrée en bourse sur les marchés boursiers de Paris et de Shanghai, ce qui signifie *a priori* une décote de l'ordre de 15% par rapport à la Valeur Intrinsèque estimée à cette date¹⁸.

En l'absence de synergies et de perspectives de sortie avec prime, et dans la mesure où les exigences de rentabilité des Investisseurs financiers (et plus encore celles des Dirigeants) sont supérieures à celles de l'investisseur parfaitement diversifié pris en compte dans l'estimation de la Valeur Intrinsèque, il serait assez logique d'observer que le prix d'offre soit inférieur à la Valeur Intrinsèque, et ceci sans que cette Offre puisse être considérée comme déraisonnable ou injuste.

Au regard de ce qui précède, on mesure l'importance de la référence représentée par la Valeur Intrinsèque. L'objectif de la section à suivre est précisément d'estimer cette référence à travers la mise en œuvre d'une évaluation multicritères. S'il devait s'avérer que le prix d'offre se situe effectivement dans le bas de la fourchette des estimations obtenues pour la Valeur Intrinsèque, l'intérêt de l'Offre pour l'actionnaire pourrait alors s'apprécier au regard des questions suivantes :

- Quelle est la probabilité que la Société surperforme par rapport aux perspectives de croissance et de rentabilité prises en compte dans l'estimation de la Valeur Intrinsèque ?
- Quelle est la probabilité que les Investisseurs financiers ressortent avec une prime sur la Valeur Intrinsèque ?
- A la lumière des réponses apportées à ces deux questions : le coût de la liquidité inclus dans le prix d'offre est-il acceptable, notamment au regard de la décote affichée par le cours et de la liquidité du marché du titre avant l'Offre ?

¹⁸ Niveau de décote traditionnellement observé entre le prix d'équilibre théorique estimé par les analystes financiers et le prix d'introduction.

3. Evaluation des actions

La présente section expose les résultats de nos travaux d'évaluation sur l'action ordinaire de la Société, les résultats obtenus pour les OCEANE également visées par l'Offre étant exposés dans la section suivante.

Ces différents travaux d'évaluation ont été réalisés dans le respect d'une approche multicritères. S'agissant de l'évaluation des actions ordinaires, cette approche s'est appuyée sur l'analyse des références d'évaluation disponibles et la mise en œuvre de méthodes relevant de deux approches complémentaires de l'évaluation d'entreprises : (i) l'approche intrinsèque fondée sur la méthode DCF, (ii) l'approche analogique fondée sur la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables.

3.1. Références d'évaluation disponibles

3.1.1. Actif net comptable consolidé

En général, l'actif net comptable d'une entreprise n'est pas considéré comme une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque des actions, notamment parce qu'il n'intègre ni le *goodwill* généré en interne par la croissance et la rentabilité du portefeuille d'activités, ni les plus-values éventuelles susceptibles d'être dégagées par la cession d'actifs non directement nécessaires à l'exploitation.

Dans le cas présent, nous écartons également la référence représentée par l'actif net réévalué. En effet, la détermination de cette référence repose sur une approche d'évaluation par somme de parties qui, dans le cas présent, ne nous paraît pas pertinente pour les raisons exposées plus haut (cf. *supra*, section 2.2.4).

3.1.2. Transactions récentes sur le capital

Nous n'avons pas identifié sur la période récente de transaction significative portant sur les actions de la Société (par exemple une augmentation de capital ou la cession d'un bloc de titres représentant plus de 10% du capital) et susceptible de constituer une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque du titre *Club Méditerranée*.

3.1.3. Cours de bourse

L'efficacité du marché du titre *Club Méditerranée* est *a priori* limitée, ce qui signifie qu'aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que le cours de l'action intègre raisonnablement toute l'information disponible. En effet, la Société est de taille modeste et fait donc l'objet d'un suivi limité par les bureaux d'analyse financière de la place. En outre, le volume quotidien échangé sur le titre (avant Offre) semble insuffisant pour assurer un bon niveau d'efficacité du marché.

Cette appréciation *a priori* mitigée sur l'efficacité du marché du titre est confirmée par l'évolution du cours de bourse sur les douze derniers mois. Pour les raisons soulignées plus haut (sensibilité forte à la conjoncture, levier opérationnel élevé), le

cours de l'action *Club Méditerranée* devrait être particulièrement volatil et amplifier largement les mouvements du marché. Pourtant, l'analyse du cours de l'action a montré que le titre évoluait depuis plus d'un an dans un tunnel relativement étroit, entre 12,0 € et 15,0 €. Cette évolution paradoxale confirme le caractère relativement peu efficient du marché du titre.

Au total, le cours de bourse de l'action *Club Méditerranée* ne constitue pas selon nous une référence pertinente pour estimer la Valeur Intrinsèque de l'action.

3.1.4. Prix cibles des analystes financiers

Au cours de la période comprise entre la publication du chiffre d'affaires du premier trimestre 2013 et la veille de l'Offre, nous avons identifié neuf publications d'analystes financiers sur le titre *Club Méditerranée*.

Comme indiqué dans le tableau ci-dessous, il existe un relatif consensus (un analyste fait exception) sur un prix cible entre 15,0 € et 18,6 €, soit un niveau nettement supérieur au cours de l'action sur les douze derniers mois. Six analystes sur neuf recommandent l'achat du titre en affichant à l'appui de ce conseil un écart très significatif entre prix cible et cours de bourse (37% en moyenne avec un écart-type limité de 6%). Deux analystes donnent une recommandation neutre, alors même que l'un d'entre eux affiche un écart relativement élevé entre le prix cible et le cours de bourse qui pourrait justifier une recommandation à l'achat. Un seul analyste recommande le titre à la vente.

Club Méditerranée - Prix cibles et recommandations des analystes avant l'annonce de l'Offre

Date	Bureau d'étude	Recommandation	Cours de la veille (en €)	Prix cible (en €)
15/04/2013	Société Générale	Achat	13,3	18,6
09/04/2013	Gilbert Dupont	Achat	12,5	17,2
08/04/2013	Natixis	Achat	13,2	17,0
03/04/2013	Goldman Sachs	Achat	13,7	17,5
11/03/2013	Raymond James	Achat	14,5	16,0
08/03/2013	Exane BNP Paribas	Neutre	14,5	15,0
07/03/2013	ODDO Securities	Neutre	13,8	17,0
nd	Kepler	Vente	13,8	12,3
07/03/2013	Cheuvreux	Achat	-	16,1

Note : Nous n'avons retenu que les prix cibles et recommandations post-Q1 2013

Sources : Bloomberg, Notes publiées par les bureaux d'étude

Au total, nous considérons que les prix cibles des analystes constituent une référence de la Valeur Intrinsèque qui ne peut être négligée dans le contexte de l'Opération. Compte tenu de la complexité d'analyse de la Société et des caractéristiques du marché du titre (qui limitent l'intérêt d'un suivi approfondi pour un bureau d'étude), la pertinence de cette référence doit sans doute être nuancée.

3.2. De la valeur du portefeuille d'activités à la valeur des capitaux propres

3.2.1. Une démarche d'évaluation en trois étapes qui écarte toute approche directe de la valeur des capitaux propres

Pour l'évaluation des actions *Club Méditerranée*, nous privilégions une démarche en trois étapes consistant à estimer d'abord la valeur du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise), puis la valeur de l'endettement financier net, pour en déduire par solde la valeur des capitaux propres. Cette démarche est celle habituellement retenue par les évaluateurs pour la mise en œuvre des méthodes fondées sur l'actualisation de flux de trésorerie futurs ou sur les multiples. Elle permet notamment d'évaluer séparément des éléments d'actif et de passif qui supportent des risques différenciés et s'avère de ce fait plus rigoureuse que la démarche directe empruntée notamment par les deux méthodes fondées respectivement sur l'actualisation d'un flux de dividendes futurs (méthode DDM pour *Discounted Dividends Model*) et sur l'utilisation du multiple de résultat net (méthode du PER pour *Price Earning Ratio*).

Nous considérons ces deux dernières méthodes comme particulièrement rudimentaires dans le contexte des présents travaux d'évaluation en raison notamment de la diversité des éléments d'actif et de passif à prendre en compte en sus du portefeuille d'activités, comme en témoignent les développements ci-après. Nous avons donc écarté ces méthodes, sans considération de la disponibilité des données nécessaires à leur mise en œuvre.

3.2.2. Eléments pris en compte en sus de la valeur d'entreprise

Economies d'impôts liées aux déficits fiscaux reportables

Le montant des économies potentielles reconnu au bilan consolidé de la Société, soit 23 m€, résulte des seuls déficits pour lesquels le management et les commissaires aux comptes estiment la récupération probable. Il correspond à un montant de déficits de l'ordre de 70 m€, alors même que le montant total des déficits reportables à fin 2012 s'élève à plus de 700 m€. Sur la base des indications données par le management sur la ventilation géographique de ces déficits et sur les possibilités et le délai de récupération de ces déficits, le montant d'économies d'impôts pris en compte dans l'évaluation est de 48 m€. L'écart entre cette estimation et le montant reconnu au bilan résulte de la prise en compte de la totalité des déficits fiscaux reportables en France actualisés au taux d'actualisation de 8,9% défini ci-après (cf. *infra*, section 3.3.3) sur une période d'une trentaine d'années.

Titres de sociétés mises en équivalence, titres disponibles à la vente, prêts et autres immobilisations financières

La valeur d'entreprise estimée ci-après via la méthode DCF et la méthode des comparaisons boursières intègre le portefeuille d'activités des entités juridiques consolidées par intégration globale. Il convient donc d'ajouter la valeur des titres des sociétés consolidées par mise en équivalence et celle des titres disponibles à la vente (soit respectivement 21 m€ et 5 m€ en valeur nette comptable au 30 avril 2013), ainsi que les prêts et créances relatifs à ces participations (- 2 m€ à cette même date). Il convient également d'ajouter la valeur des autres prêts effectués par la Société (crédit vendeur et prêt obligataire accordés lors de la cession du *Club Med Gym*, prêts

accordés à des partenaires) et celle des autres immobilisations financières (soit une valeur nette comptable au 30 avril 2013 de 39 m€). Le montant total pris en compte dans l'évaluation au titre de ces actifs financiers s'élève ainsi à 63 m€.

Intérêts minoritaires

La valeur d'entreprise estimée ci-après intègre l'intégralité des flux économiques futurs générés par le portefeuille d'activités des entités juridiques consolidées par intégration globale, qu'elles soient détenues à 100% ou non. Il convient donc de retrancher la valeur des intérêts minoritaires, soit 58 m€ en valeur comptable au 30 avril 2013.

Provisions pour retraites

La Société comptabilise le « *financial cost* » lié aux retraites dans le résultat financier et non dans les frais de personnel. De ce fait, les flux de trésorerie liés aux provisions pour retraites inscrites au bilan à la date de l'évaluation ne sont pas intégrés dans les flux de trésorerie prévisionnels, si bien que le montant de la provision (net d'impôts), soit 16 m€ au 30 avril 2013, doit venir en déduction de la valeur d'entreprise.

Ajustement de BFR

En raison de la saisonnalité de l'activité de *Club Méditerranée* et corrélativement de la saisonnalité de son BFR, le montant de BFR observé au 30 avril 2013 n'est pas représentatif du montant moyen enregistré sur la durée de l'exercice. L'ajustement positif de 15 m€ pris en compte dans l'évaluation a été estimé en comparant le ratio de BFR (en pourcentage du chiffre d'affaires Villages) observé au 30 avril 2013 et le ratio moyen calculé sur les douze mois précédents.

OCEANE

La valeur des OCEANE prise en compte dans l'évaluation s'élève à 94 m€. Ce montant correspond à la valeur des OCEANE sur la base du prix d'offre proposé par l'Initiateur (19,23 €).

Endettement financier net

L'endettement financier de la Société recouvre pour l'essentiel des emprunts bancaires (pas d'obligations ou d'instruments cotés sur le marché). Nous avons donc retenu la valeur nette comptable au 30 avril 2013, soit un montant de 35 m€.

Autres éléments d'actifs et de passifs pris en compte dans l'évaluation

Sur la base de nos discussions avec le management et de notre analyse du Plan d'affaires de la Société, nous avons considéré que les « actifs destinés à la vente » et les « provisions pour risques et charges » étaient déjà pris en compte dans notre estimation de la valeur d'entreprise car les flux afférents à ces deux éléments sont intégrés dans les *free cash flows* du Plan d'affaires. Dès lors le seul élément pris en compte en sus des précédents est la trésorerie issue de l'exercice supposé des plans de *stock-options* dans la monnaie, soit un montant de 3 m€.

Synthèse

Le tableau ci-après récapitule l'ensemble des éléments ajoutés ou déduits de la valeur d'entreprise (« Total des actifs et passifs hors exploitation courante ») pour calculer la valeur des capitaux propres de la Société.

Club Méditerranée - Total des actifs et passifs hors exploitation courante	
En m€	30/04/2013
+ Valeur actuelle des déficits fiscaux reportables	48
+ Valeur nette comptable des immobilisations financières	63
- Intérêts minoritaires	58
- Provisions pour retraites nettes des IDA afférents	16
- Ajustement de BFR	15
- Valeur des OCEANE	94
- Endettement financier net	35
+ Trésorerie perdue de l'exercice des <i>stock-options</i>	3
= Total des actifs et passifs hors exploitation courante	(103)

3.3. Méthode DCF

3.3.1. Estimation des flux de trésorerie annuels

Période couverte par le Plan d'affaires (2013-2015)

Afin d'estimer les flux de trésorerie prévisionnels générés par l'activité, nous avons repris sans le modifier le Plan d'affaires décrit plus haut (cf. *supra*, section 2.2.3).

Période d'extrapolation 2016-2020

Comme exposé précédemment, l'un des principaux piliers de la stratégie traduite dans le Plan d'affaires est l'ouverture de nouveaux villages en contrat de management, avec pour objectif d'accélérer le développement sur les marchés à fort potentiel de croissance, comme la Chine, et de réduire l'intensité capitalistique grâce à la politique *asset light*. Compte tenu de l'horizon limité du Plan d'affaires (3 ans), de la forte croissance anticipée du volume d'activité sur les villages en contrat de management (proche de +30% en 2015) en raison des nombreuses ouvertures de villages prévues sur la durée du plan (notamment en 2015), il nous a semblé pertinent de construire une période d'extrapolation relativement longue (5 ans) afin d'intégrer le plein effet de la stratégie de la Société dans la valeur de son portefeuille d'activités. Les principales hypothèses prises en compte dans notre modélisation sont exposées ci-après.

- Croissance du volume d'activité Villages

S'agissant des villages exploités en propriété et en location, la stabilité supposée du parc justifie une croissance du volume d'activité « séjours » égale au taux d'inflation anticipé sur le long terme (soit 1,5%). S'agissant des villages en contrat de management, la croissance reste soutenue sur l'ensemble de la période pour deux raisons : (i) plein effet en 2016 des ouvertures de villages prévues

dans le plan d'affaires en 2015¹⁹, (ii) puis signature d'un « gros » contrat de management chaque année de la période. Le reste du volume d'activité (transport, revenus locaux et autres) a été projeté en pourcentage du volume d'activité séjours (ratio constant par rapport à celui de 2015).

- Marge d'EBIT

L'évolution de la marge d'EBIT sur la période intègre l'impact positif du poids accru des villages en contrat de management dans le volume d'activité Villages (effet mix favorable lié à l'absence de coûts immobiliers). La modélisation de cette évolution a reposé sur les deux hypothèses suivantes : (i) un niveau de marge d'EBIT sur les contrats de management fixé en concertation avec le management, (ii) une stabilité de la marge d'EBIT Villages hors contrats de management au niveau attendu au terme du Plan d'affaires. Enfin, les autres composantes du résultat opérationnel (i.e. ROC Patrimoine et ARO) ont été supposées stables en valeur absolue aux niveaux anticipés à l'horizon du Plan d'affaires.

- Evolution des capitaux employés

Nous avons supposé une stabilité du BFR (exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires Villages) au niveau anticipé à fin 2015, hypothèse peut-être optimiste compte tenu d'un profil de BFR moins favorable en Chine (moins d'avances clients compte tenu du nombre important de réservations tardives). Concernant les immobilisations d'exploitation (corporelles et incorporelles), nous avons prolongé la baisse du ratio d'intensité capitalistique enregistrée depuis 2009 grâce à la stratégie *asset light*. En fixant le montant annuel des amortissements à partir des montants attendus au terme du Plan d'affaires, cette hypothèse débouche sur des montants annuels d'investissement un peu supérieurs à ceux observés sur la période 2009-2015. Un tel niveau d'investissement nous semble cependant justifié au regard de la relative ancienneté des *upgrades* de villages à cet horizon (plus de 10 ans) et de la nécessité de rénover plus régulièrement les villages pour maintenir les standards de qualité du haut de gamme.

- Rentabilité des capitaux employés (ROCE)

Au total, les hypothèses de croissance, de marge et d'investissement formulées sur la période d'extrapolation du Plan d'affaires conduisent à une nouvelle amélioration du ROCE qui atteint plus de 11% après impôts²⁰ en fin de période, soit une augmentation d'environ quatre points (+ 60%) sur le niveau attendu en 2015 au terme du Plan d'affaires.

Pour conclure, il convient de s'interroger sur le degré d'optimisme ou de prudence des prévisions ainsi établies. L'objectif est d'assurer une bonne cohérence entre d'une part les flux considérés sur la durée couverte par le Plan d'affaires et la période d'extrapolation et d'autre part le taux d'actualisation qui sera appliqué à ces flux. En effet, si le scénario considéré s'avère plus optimiste que le scénario « moyen »

¹⁹ A cet égard, le management nous a indiqué que le nombre d'ouvertures de villages prévu pour 2015 ne constitue pas une hypothèse de travail réaliste, car ces ouvertures sont seulement inscrites « pour mémoire » dans l'objectif de fixer le nombre de projets susceptibles d'être à l'étude à cette date. Ces ouvertures sont d'ailleurs « positionnées » en fin d'année afin d'être sans impact sur les résultats de l'année. Dès lors, en considérant sur 2016 l'impact en année pleine de la totalité de ces ouvertures, le management considère que notre période d'extrapolation débute sur une base plutôt optimiste en termes de volume d'activités.

²⁰ Le taux d'impôt retenu sur la période d'extrapolation est de 34,4%, soit le niveau considéré par le management comme normatif sur le moyen long terme.

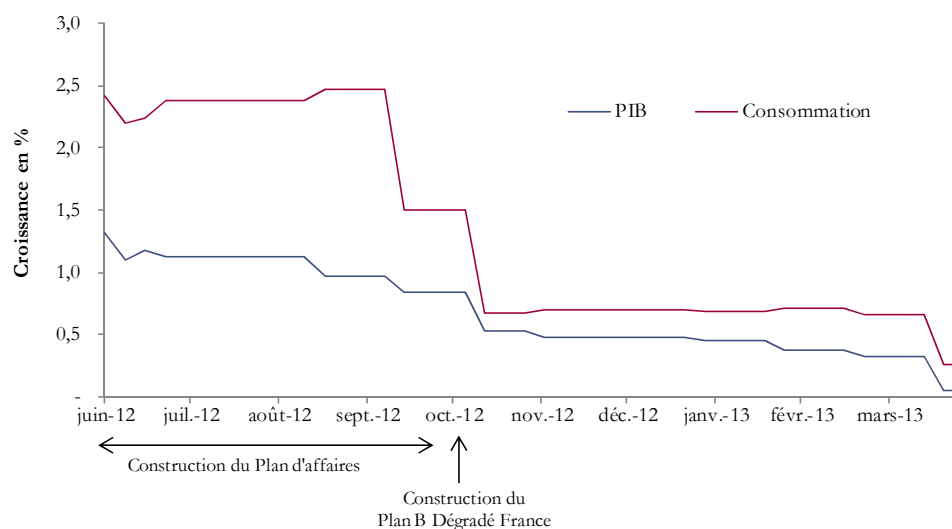
intégrant implicitement plusieurs scénarios probabilisés, il convient d'intégrer cette fraction de risque non pris en compte à ce stade dans l'évaluation soit en ajustant le taux d'actualisation à la hausse via l'ajout d'une prime de risque spécifique forfaitaire, soit en abattant les flux de trésorerie prévisionnels.

Dans le cas présent, comme indiqué plus haut, nous sommes enclins à considérer que le Plan d'affaires reflète un scénario raisonnablement optimiste (cf. *supra*, section 2.2.3). Il en va de même pour la période d'extrapolation décrite ci-dessus que nous avons construite dans le prolongement du Plan d'affaires sur la base d'hypothèses raisonnablement optimistes. Dès lors, nous considérons que le jeu de prévisions défini par le Plan d'affaires et cette période d'extrapolation reflète un scénario haut.

Afin de prendre en compte cet optimisme relatif des prévisions, nous aurions pu intégrer une prime de risque forfaitaire dans le taux d'actualisation. A cette solution relativement abstraite, nous avons préféré la solution plus transparente consistant à ouvrir la fourchette d'estimations en élaborant un scénario bas. Ce dernier a été construit à partir de la version dégradée du Plan d'affaires que le management a élaboré début 2013 pour les raisons rappelées ci-après.

Comme indiqué plus haut, le Plan d'affaires a été élaboré entre mi-juin 2012 et début octobre 2012. Or, au cours du mois d'octobre 2012, les prévisions de croissance du PIB et de la consommation des ménages en France pour l'année 2013 ont été brutalement et drastiquement revues à la baisse, comme attesté par le graphique ci-après.

Evolution des prévisions 2013 de croissance du PIB et de la consommation des ménages - France *



Note (*): Moyenne des prévisions réalisées par le gouvernement, l'OCDE, le FMI et la Communauté Européenne.

Source : Banque de France

Fort de ce constat, mais dans l'impossibilité pratique de reconstruire l'intégralité du plan pour intégrer cette évolution défavorable de la conjoncture économique en France, le management a préparé fin octobre 2012 une version dégradée du Plan d'affaires (« Plan B Dégradé France »). Par rapport à la version de base, cette version dégradée du Plan d'affaires ne diffère qu'au niveau des *buffers*, dont le montant a été

augmenté sur les trois années du plan, ce qui se traduit peu ou prou par une diminution de 1 point de la marge d'EBIT.

Le scénario bas utilisé plus loin s'appuie sur cette version dégradée du Plan d'affaires et une variante dégradée de la période d'extrapolation détaillée ci-dessus dans laquelle les marges d'EBIT ont été amputées d'un point sur chaque année de la période.

3.3.2. Détermination d'une valeur terminale

La valeur du portefeuille d'activités à l'issue de la période d'extrapolation (soit fin octobre 2020) a été déterminée dans chacun des deux scénarios définis ci-dessus selon la méthode usuelle consistant à actualiser, sur un horizon indéterminé, un flux normatif assorti d'un taux de croissance constant.

- Le flux normatif de l'année 2021 a été estimé à partir de la formule suivante qui fait référence à ce taux de croissance et au niveau de ROCE jugé normatif à cet horizon :

$$\text{Flux normatif}_{2021} = \text{Capitaux employés}_{\text{début } 2020} * [\text{ROCE}_{\text{normatif}} - \text{Croissance perpétuelle}]$$

Le ROCE normatif correspond au niveau atteint en 2020 soit plus de 11% dans le scénario haut et près de 10% dans le scénario bas, niveaux qui nous semblent tenables sur le long terme.

- Le taux de croissance perpétuelle a été fixé à 1,5%, soit le taux d'inflation de long terme. Comme indiqué ci-après, ce paramètre est cohérent avec le taux sans risque intégré dans les taux d'actualisation (cf. *infra*, section 3.3.3).

3.3.3. Détermination du taux d'actualisation

Contrairement à la pratique traditionnelle des évaluateurs, nous n'avons pas retenu comme taux d'actualisation le coût moyen pondéré du capital (WACC pour *Weighted Average Cost of Capital*). A cet égard, nous considérons que les modalités de calcul usuelles de ce taux conduisent très probablement à surestimer l'impact positif que la structure financière est supposée produire sur la valeur des actifs. La raison en est notamment que les modalités de calcul usuelles de ce taux n'intègrent que les effets bénéfiques de la dette (les économies fiscales réalisées au niveau de l'entreprise) et ignorent d'autres paramètres moins favorables (fiscalité personnelle, coûts implicites multiples de la dette certes difficiles à chiffrer mais bien réels, comme attesté par les graves problèmes de liquidité rencontrés par de nombreuses entreprises lors de la crise financière de l'automne 2008).

Cette question fait l'objet de débats dans de nombreuses publications académiques. Pour cette raison, nous préférons utiliser une approche alternative, d'ailleurs conforme aux principes du référentiel comptable IFRS, qui stipule l'absence d'impact de la structure financière sur la valeur des actifs. Selon cette approche, les flux espérés sont donc actualisés au coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (ou « coût d'opportunité du capital »).

Ce taux est déterminé à partir de la formule usuelle du MEDAF ; ses composantes sont les suivantes.

- Taux sans risque : Les rendements des emprunts d'Etat de la zone Euro sont impactés de façon très contrastée par le contexte actuel des marchés financiers : ils ont baissé dans les pays considérés comme sûrs en termes de risque crédit (Allemagne notamment) et augmenté notablement dans les pays touchés par la

crise de la dette publique. Cette situation se traduit par une volatilité inhabituelle des taux de rendement des emprunts d'Etat, ce qui rend plus délicate la détermination d'un taux sans risque. Dans ce contexte, la meilleure référence de taux sans risque dans la zone euro serait donnée par le taux payé par un groupe européen noté AAA pour un emprunt à 10 ans. En l'absence de ce type de référence, nous avons retenu dans le cadre d'une approche normative un taux sans risque de 3,5%, soit un niveau intégrant un taux d'intérêt réel (hors inflation) de 2,0% sur le long terme et un taux d'inflation anticipé à long terme de 1,5%.

- Coefficient bêta désendetté. Le coefficient bêta d'une activité est généralement estimé selon une approche analogique à partir des coefficients bêta des actions de sociétés cotées comparables obtenus par une régression linéaire des rentabilités de ces actions sur la rentabilité d'un indice de marché. Concrètement, les coefficients bêta des actions des sociétés comparables sont estimés sur une longue période (4 et 5 ans) sur la base de rentabilités mensuelles afin de réduire le « bruit statistique » engendré par des séries d'observations constituées sur des périodes plus courtes. Seuls les coefficients bêta issus de régressions dont le R^2 est supérieur à 15% sont ensuite retenus. Puis les coefficients bêta ainsi obtenus sont « désendettés » afin d'éliminer l'impact de la structure financière et d'obtenir une fourchette d'estimations du coefficient bêta de l'activité sous-jacente.

Dans le cas d'espèce, nous considérons que les sociétés les plus comparables au *Club Méditerranée* sur les deux principaux facteurs déterminant le coefficient bêta à savoir (i) la sensibilité du volume d'activité à la conjoncture et (ii) le degré de levier opérationnel (poids relatif des charges de structure dans la structure de coûts) sont les croisiéristes (cf. section 3.4.2). La principale différence, en terme de risque, tient à la mobilité des actifs détenus par les croisiéristes qui peuvent être déplacés sur des zones différentes en fonction des événements qui peuvent affecter telle ou telle région. A cet égard, le métier des croisiéristes peut être considéré comme moins risqué que celui du *Club Méditerranée*. Les coefficients bêta désendettés de deux des trois croisiéristes identifiés ressortent néanmoins entre 1,1 et 1,4. Au vu du coefficient bêta désendetté de *Club Méditerranée* (soit 1,1 sur 4 ans et 1,2 sur 5 ans), nous avons retenu pour l'évaluation du portefeuille d'activités de la Société un coefficient bêta de 1,2.

- Prime de risque moyenne anticipée sur le marché des actions. Nous retenons une prime de 4,5%, soit un niveau qui se situe dans le haut de la fourchette des estimations données par les études académiques les plus récentes sur la question, et ceci en raison du risque systémique que la crise financière de l'automne 2008 a mis en évidence et qui vient limiter les bénéfices de la diversification internationale.
- Prime de risque pays. Nous considérons que le niveau des *buffers* intégrés dans les prévisions est suffisant pour prendre en compte tout type d'aléas, y compris ceux liés au contexte géopolitique des pays où le *Club Méditerranée* est implanté. Afin d'éviter tout double comptage, nous n'avons pas intégré de prime de risque pays dans le taux d'actualisation.

Sur cette base, le taux d'actualisation retenu pour l'évaluation du portefeuille d'activités de la Société s'établit à 8,9%, soit :

$$\text{Coût d'opportunité du capital} = 3,5\% + [1,2 * 4,5\%] = 8,9\%$$

3.3.4. Résultats de la méthode

Le tableau ci-après donne le résultat de la méthode DCF. La valeur du titre *Club Méditerranée* au 30 avril 2013, coupon 2012 attaché, ressort ainsi dans une fourchette d'estimations comprises entre 16,0 € et 18,8 €.

Club Méditerranée - Evaluation DCF au 30 avril 2013		
En m€	Scénario bas	Scénario haut
Valeur actuelle des flux S2 2013 - 2015	111	127
+ Valeur actuelle des flux 2016-2020	169	192
+ Valeur actuelle de la valeur terminale	333	385
= Valeur d'entreprise	613	703
Multiple d'EBIT 2013	41,9 x	34,4 x
Multiple d'EBIT 2014	15,6 x	14,4 x
Multiple d'EBIT 2015	11,2 x	11,0 x
+ Total des actifs (passifs) hors exploitation courante	(103)	(103)
= Valeur des capitaux propres au 30/04/2013	510	600
/ Nombre d'actions dilué	31 913 791	31 913 791
Nombre d'actions en circulation au 30/04/2013	31 840 594	31 840 594
Nombre d'actions auto-détenues au 30/04/2013	(223 717)	(223 717)
Nombre d'actions nouvelles après exercice des stock-options dans la	296 914	296 914
= Valeur de l'action au 30/04/2013, coupon 2012 attaché	16,0 €	18,8 €

3.4. Méthode des comparaisons boursières

3.4.1. Choix des multiples pertinents

S'agissant des ratios d'évaluation (ou « multiples ») retenus pour la mise en œuvre de la méthode, nous avons écarté les multiples de résultat net (PER) qui ne permettent pas de prendre en compte les écarts éventuels de structures financières. Nous avons également rejeté les multiples de chiffre d'affaires en raison des biais résultant des écarts de rentabilité éventuels entre la société évaluée et les sociétés comparables.

Du fait des écarts majeurs observés dans les politiques de détention des actifs immobiliers, nous privilégions les multiples d'EBIT aux multiples d'EBITDA, car les premiers ne sont pas biaisés par les écarts d'intensité capitalistique.

Enfin, en raison du caractère récurrent des coûts intégrés au ROC Patrimoine et à l'ARO (coûts résultant des variations de périmètre, litiges, restructurations, événements naturels, etc.), aussi bien chez *Club Méditerranée* qu'au sein des sociétés comparables identifiées, nous avons retenu comme agrégat l'EBIT (qui intègre ces éléments) et non l'EBIT Villages.

3.4.2. Sélection des sociétés comparables

Les deux principaux déterminants des multiples d'EBIT extériorisés par la valeur de marché d'un portefeuille d'activités sont d'une part le risque systématique et d'autre part la croissance bénéficiaire future.

Dans une première étape, afin de capturer le premier de ces deux déterminants (le risque systématique), nous avons constitué un échantillon relativement large de sociétés cotées engagées dans des activités comparables à celles de *Club Méditerranée*.

Nous n'avons identifié aucune société cotée proposant des séjours *all inclusive* en complexe hôtelier type « *resort* » sur un modèle raisonnablement proche de celui de *Club Méditerranée*. En particulier, aucun des concurrents directs identifiés (*Sandals, Beachcomber, Breezes, SuperClubs, Henan Resort*, etc.) n'est coté en bourse. Les seuls groupes cotés d'une taille significative dans le secteur sont des opérateurs de complexes hôteliers associés à des casinos ; or cette dernière activité possède des spécificités à la fois opérationnelles (activité, public, implantation, etc.) et immobilières (véritable activité de promotion voire de spéculation immobilière) qui interdisent en pratique toute comparaison avec *Club Méditerranée*.

Faute de comparables directs, nous avons constitué un échantillon de sociétés centrées sur des activités raisonnablement proches de celles de *Club Méditerranée*, à savoir la prestation de services sur le marché du tourisme. Nous nous sommes plus particulièrement concentrés sur le segment de la vente et de l'organisation de voyages, ainsi que sur le segment des prestations de services d'hébergement.

Partant de ces critères, nous avons constitué trois sous-échantillons de sociétés :

- (i) Les vendeurs et organisateurs de voyages (ou tour-opérateurs) : *Kuoni Reisen, Thomas Cook et TUI Travel Plc* ;
- (ii) Les groupes hôteliers : *Pierre et Vacances, Melia Hotels, Accor, NH Hoteles, Hyatt Hotels, Starwood Hotels, Marriott International, Intercontinental, Millenium, Choice* ainsi que *Rezidor* ;
- (iii) Les croisiéristes : *Royal Caribbean, Carnival Corp et Norwegian Cruise*.

Nous avons ensuite étudié le degré de comparabilité de ces sociétés avec *Club Méditerranée* en nous fondant sur l'analyse des critères suivants :

- structure de coûts et levier opérationnel ;
- structure de détention des actifs immobiliers ;
- comparabilité de l'offre et du positionnement commercial.

Echantillon de tour-opérateurs

Les vendeurs et organisateurs de voyages (tour-opérateurs) ont des coûts majoritairement variables. Ces coûts recouvrent principalement des achats de prestations d'hébergement et de transport qui sont ensuite « packagées » et revendues au client final. Les tour-opérateurs possèdent donc un levier opérationnel limité qui ne peut être comparé à celui de *Club Méditerranée*.

Club Méditerranée - Tour-opérateurs - Structure de coûts								
	Kuoni		Thomas Cook		TUI Travel		Club Med.	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
% Coûts variables	81 %	82 %	81 %	79 %	94 %	93 %	40 %	40 %
% Coûts fixes	19 %	18 %	19 %	21 %	6 %	7 %	60 %	60 %

Source : Rapports annuels 2012

D'autre part, les capitaux engagés de ces sociétés sont structurellement négatifs. En effet, contrairement à *Club Méditerranée*, ces sociétés ne disposent d'aucun actif immobilisé significatif (en particulier immobilier).

Club Méditerranée - Tour-opérateurs - Rotation des immobilisations corporelles							
	Kuoni		Thomas Cook		TUI Travel		Club Med.
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011 2012
Rotation des immobilisations corporelles	25,4	31,6	15,4	15,8	14,7	13,2	1,8 1,9

Note : Ratio calculé en rapportant les immobilisations corporelles fin d'année au chiffre d'affaires de l'année

Source : Rapports annuels 2012

Le degré de comparabilité des tour-opérateurs avec le *Club Méditerranée* est donc relativement faible.

Echantillon de groupes hôteliers

La comparaison de *Club Méditerranée* avec des groupes hôteliers se révèle également peu satisfaisante. Tout d'abord, comme attesté par le tableau ci-dessous, les modes détention du patrimoine immobilier varient d'un groupe à l'autre..

Club Méditerranée - Groupes hôteliers - Mode de détention du parc			
En % de la capacité totale*	Propriété / Location	Management / Franchise	Rotation des immobilisations corporelles en 2012
Club Méditerranée	88 %	12 %	1,9
Choïce	-	100 %	5,9
Intercontinental	-	100 %	1,7
Mariott	3 %	97 %	1,6
Starwood	6 %	94 %	1,2
Hyatt	20 %	80 %	0,6
Rezidor	24 %	76 %	8,3
Acor	43 %	57 %	1,7
Melia	47 %	53 %	0,8
Millenium	57 %	43 %	0,4
NH	78 %	22 %	0,6
P&V	96 %	4 %	4,0

* Excepté pour Intercontinental, Millenium, Melia et Starwood (exprimé en pourcentage du nombre d'hôtels)

Source : Rapports annuels 2012

Ainsi, la plupart des groupes hôteliers ont adopté une stratégie d'exploitation de leur parc articulée principalement autour de franchises et de contrats de management (à l'exception de *Pierre & Vacances*, *NH Hoteles* et *Millenium*), contrairement au *Club Méditerranée* dont le parc de villages est aujourd'hui principalement exploité en pleine propriété et en location.

D'autre part, pour toutes les sociétés de l'échantillon et quel que soit le mode de détention des actifs, les charges encourues sont fixes à 80% (charges de personnel, loyers, dépenses de marketing, charges administratives, etc.). Cette différence en termes de structure de coûts avec *Club Méditerranée* s'explique principalement par le spectre de prestations proposées (offre *all inclusive*, y compris transport, pour *Club Méditerranée* contre hébergement simple pour les groupes hôteliers). Ainsi, il apparaît que les groupes hôteliers ont un levier opérationnel *a priori* supérieur à celui de *Club Méditerranée*. Rappelons cependant que ce risque est en partie compensé par le recours aux contrats de management et de franchise par les groupes hôteliers.

Le degré de comparabilité des groupes hôteliers avec *Club Méditerranée* apparaît donc relativement limité.

Echantillon de croisiéristes

Les croisiéristes ont une structure de coûts proche de celle de *Club Méditerranée*, comprenant environ 30% de coûts variables (commissions versées aux agences de voyage, nourriture servie à bord, etc.) et 70% de coûts fixes (charges de personnel, énergie, charges administratives, coûts de réparation et de maintenance, etc.). Cette similarité des structures de coûts s'explique principalement par la comparabilité des prestations proposées (modèle *all inclusive*). Les croisiéristes possèdent donc un levier opérationnel significatif et relativement proche de celui du *Club Méditerranée*.

Club Méditerranée - Croisiéristes - Structure de coûts								
	Royal Caribbean		Carnival		Norwegian Cruise		Club Med.	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
% Coûts variables	34 %	33 %	29 %	28 %	37 %	37 %	40 %	40 %
% Coûts fixes	66 %	67 %	71 %	72 %	63 %	63 %	60 %	60 %

Source : Rapports annuels 2012

De plus, les croisiéristes détiennent en propre la totalité des navires de croisière qu'ils exploitent et ont donc une intensité capitalistique forte comme en témoigne le faible niveau de rotation de leurs immobilisations corporelles.

Club Méditerranée - Croisiéristes - Rotation des immobilisations corporelles								
	Royal Caribbean		Carnival		Norwegian Cruise		Club Med.	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Immo. corporelles	16 935	17 451	32 054	32 137	4 640	4 960	768	773
Chiffre d'affaires	7 537	7 688	15 793	15 382	2 219	2 276	1 409	1 447
Rotation des immobilisations corporelles	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	1,8	1,9

Note : Ratio calculé en rapportant les immobilisations corporelles fin d'année au chiffre d'affaires de l'année

Source : Rapports annuels 2012

Enfin, le *Club Méditerranée*, qui se positionne sur un marché haut de gamme, cible une clientèle de vacanciers aisés. Ce positionnement est assez comparable à celui des croisiéristes qui se positionnent également sur un marché haut de gamme, *Royal Caribbean* et *Norwegian Cruise* dégageant un revenu moyen par passager et par jour de 170 €.

Deux différences doivent être relevées :

- les croisiéristes disposent, grâce à une clientèle captive une fois montée à bord, d'un important levier commercial sur les activités qui viennent s'ajouter à l'hébergement *all inclusive* (excursions, etc.), levier dont le *Club Méditerranée* ne dispose pas de façon aussi significative ;
- comme souligné plus haut lors de la détermination du taux d'actualisation (cf. *supra*, section 3.3.3, les croisiéristes sont *a priori* moins sensibles à la conjoncture économique générale puisqu'ils disposent d'une certaine capacité à réaffecter les navires lorsque des risques se matérialisent dans une région du monde.

A l'issue de cette première étape de sélection de sociétés comparables, il apparaît donc que, en dépit des réserves qui viennent d'être formulées, les croisiéristes sont les sociétés les plus comparables au *Club Méditerranée* tant en termes de levier opérationnel que de positionnement ou encore de modèle économique (et ceci malgré une intensité capitalistique sensiblement supérieure).

Dans une deuxième étape, afin de capturer le second déterminant des multiples évoqué plus haut (croissance bénéficiaire future), nous avons étudié le profil de croissance d'EBIT des sociétés des trois échantillons considérés. Le tableau ci-dessous présente les perspectives de croissance bénéficiaire des sociétés de ces trois échantillons.

Club Méditerranée - Perspectives de croissance bénéficiaire des différents échantillons				
		Croissance de l'EBIT en 2013	Croissance de l'EBIT en 2014	Croissance de l'EBIT en 2015
Tour opérateurs	Kuoni Reisen-Reg	17,8 %	18,5 %	11,3 %
	Thomas Cook Group	24,3 %	22,5 %	14,3 %
	Tui Travel Plc	10,1 %	5,9 %	7,6 %
	Moyenne	17,4 %	15,6 %	11,1 %
Groupes hôteliers	<i>Pierre & Vacances</i>	<i>ns*</i>	68,7 %	<i>nd</i>
	<i>Melia Hotels</i>	(18,2)%	(4,0)%	(51,0)%
	Acor	0,9 %	10,3 %	7,9 %
	<i>Nb Hoteles</i>	(125,0)%	128,8 %	28,3 %
	Hyatt Hotels	42,2 %	29,1 %	22,9 %
	Starwood	(0,7)%	4,3 %	10,4 %
	Marriott	11,6 %	12,8 %	12,7 %
	Intercontinental	6,4 %	5,2 %	8,2 %
	Millennium	14,8 %	8,6 %	8,6 %
	Choice	3,4 %	8,7 %	12,0 %
	<i>Rejidor</i>	90,7 %	49,6 %	24,0 %
	Moyenne	11,2 %	11,3 %	11,8 %
Croisiéristes	Royal Caribbean	11,7 %	16,6 %	17,4 %
	Carnival Corp	(11,8)%	32,6 %	27,2 %
	Norwegian Cruise	18,7 %	52,0 %	11,9 %
	Moyenne	6,2 %	33,8 %	18,9 %

* Taux non pertinent en raison d'un EBIT négatif en 2012

Source : Bloomberg

Royal Caribbean, *Carnival* et *Norwegian Cruise* présentent des perspectives de croissance bénéficiaire élevées, car ils se situent sur un segment de marché plus porteur que le marché du tourisme considéré dans son ensemble. A cet égard, ils peuvent être comparés au *Club Méditerranée* qui présente également des perspectives de croissance bénéficiaire importantes, en raison de sa stratégie de développement en Asie et plus particulièrement en Chine.

Les croisiéristes représentent donc l'échantillon de sociétés dont les caractéristiques sont les plus comparables à celles du *Club Méditerranée* en termes de profil de croissance bénéficiaire.

3.4.3. Multiples des sociétés de l'échantillon

Le tableau ci-dessous présente les multiples d'EBIT 2013, 2014 et 2015 extériorisés par les sociétés des trois échantillons.

Club Méditerranée - Perspectives de croissance bénéficiaire des différents échantillons				
		VE/ EBIT 2013	VE/ EBIT 2014	VE/ EBIT 2015
Tour opérateurs	Kuoni Reisen-Reg	10,0 x	7,4 x	6,2 x
	Thomas Cook Group	10,1 x	7,5 x	6,3 x
	Tui Travel Plc	9,0 x	8,3 x	nd
	Moyenne	9,7 x	7,7 x	6,2 x
Groupes hôteliers	<i>Pierre & Vacances</i>	<i>15,3 x</i>	<i>9,0 x</i>	<i>nd</i>
	<i>Melia Hotels</i>	<i>17,3 x</i>	<i>18,0 x</i>	<i>36,8 x</i>
	Accor	12,9 x	11,7 x	10,9 x
	<i>Nb Hoteles</i>	<i>81,7 x</i>	<i>35,7 x</i>	<i>27,8 x</i>
	Hyatt Hotels	31,3 x	24,2 x	19,7 x
	Starwood	16,4 x	15,8 x	14,3 x
	Marriott	15,4 x	13,7 x	12,1 x
	Intercontinental	9,4 x	9,0 x	8,3 x
	Millennium	13,3 x	12,3 x	11,3 x
	Choice	15,6 x	14,3 x	12,8 x
	<i>Rezidor</i>	<i>126,2 x</i>	<i>84,4 x</i>	<i>68,1 x</i>
	Moyenne	16,3 x	14,4 x	12,8 x
Croisiéristes	Royal Caribbean	18,4 x	15,8 x	13,4 x
	Carnival Corp	22,3 x	16,8 x	13,2 x
	Norwegian Cruise	21,6 x	14,2 x	12,7 x
	Moyenne	20,7 x	15,6 x	13,1 x

Source : Bloomberg

Les multiples extériorisés par les tour-opérateurs ainsi que par les croisiéristes présentent une grande homogénéité au sein de chacun des échantillons concernés, ce qui valide la cohérence des échantillons constitués.

Concernant les groupes hôteliers, la dispersion des multiples au sein de l'échantillon est plus importante en raison des différences de mode de détention d'actifs évoquées dans les sections précédentes (qui reflètent des niveaux de risques hétérogènes).

3.4.4. Résultats de la méthode

Au vu des analyses précédentes, nous n'avons retenu que les seuls multiples de l'échantillon de croisiéristes.

- La comparaison des perspectives de croissance bénéficiaire 2013-2015 avec celles de *Club Méditerranée* nous a conduit dans un premier temps à exclure le multiple d'EBIT 2013 et à privilégier les multiples d'EBIT les plus éloignés (2014 et 2015).
- Cependant, en raison de la fiabilité limitée des prévisions obtenues pour 2015 (seule la moitié des analystes présentent des prévisions à cet horizon), nous avons également exclu le multiple d'EBIT 2015 pour ne retenir que le multiple d'EBIT moyen 2014.

L'utilisation de ce dernier multiple débouche sur une fourchette d'estimations comprises entre 15,7 € et 20,6 € par action, selon que l'on considère l'EBIT de la Société donné par le scénario bas ou le scénario haut. Cette fourchette d'estimations conforte le caractère raisonnable des estimations issues de la méthode DCF.

3.5. Méthode des transactions comparables

3.5.1. Principe de la méthode

La méthode des transactions comparables repose sur les informations rendues publiques par l'acheteur ou le vendeur lors d'une opération *M&A*. Une des difficultés de la méthode est que l'information fournie sur la société cible est généralement limitée et ne porte que sur des données historiques, si bien que les multiples habituellement utilisés par les évaluateurs s'appuient généralement sur les données du dernier exercice clos.

3.5.2. Constitution d'un échantillon de transactions récentes

Pour la constitution d'un échantillon de transactions comparables, deux approches sont couramment envisagées :

- la première consiste à construire un échantillon de transactions très récentes, en considérant que celles-ci sont les plus à même de rendre compte du contexte économique et concurrentiel prévalant à la date de l'évaluation ;
- la seconde consiste à considérer un échantillon de transactions intervenues sur une longue période, avec l'avantage de gommer les effets de cycle sur le niveau des multiples mais avec le risque d'intégrer des caractéristiques opérationnelles qui ne sont plus représentatives des sociétés du secteur.

Dans le cas d'espèce, étant donné la sensibilité à la conjoncture de ces activités, nous avons opté pour la première approche et nous avons identifié les transactions impliquant des sociétés évoluant dans les secteurs d'activité évoqués à la section 3.4 (opérateurs de *resorts*, tour-opérateurs, groupes hôteliers, croisiéristes).

Pour les raisons exposées plus haut lors de la mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières, nous considérons que les multiples d'EBIT sont *a priori* les seuls pertinents.

Nous avons identifié huit transactions impliquant des tour-opérateurs, cinq transactions portant sur des groupes hôteliers, mais aucune transaction portant sur des opérateurs de *resorts* ou des croisiéristes et présentant des données suffisantes pour calculer des multiples d'EBIT.

Le tableau ci-après présente l'échantillon retenu. Il ressort de l'analyse de ce tableau que les transactions identifiées font ressortir des multiples hétérogènes qui ne permettent pas de conclure de façon suffisamment fiable sur le multiple d'évaluation pertinent pour estimer la Valeur Intrinsèque de *Club Méditerranée*.

Club Méditerranée - Transactions comparables intervenues sur les deux dernières années

	Date d'annonce	Cible	Acquéreur	% du capital acquis	VE / EBIT
Tour-opérateurs	02/04/2013	Amber Travel Partnership Ltd	ECI Partners LLP	100 %	9,5x
	01/01/2013	Club Tourism International Inc	Kinki Nippon Tourist Co Ltd	100 %	9,9x
	14/08/2012	Thomas Cook (India) Ltd	Fairbridge Capital Private Ltd	77 %	13,6x
	31/08/2012	Expotel Hotel Reservations Ltd	Capita plc	100 %	7,1x
	31/05/2012	Iglu.com Ltd	Growth Capital Partners LLP	100 %	3,8x
	20/04/2012	Alpitour S.p.A.	Wise Venture SGR SpA; J Hirsch & Co	100 %	30,6x
	27/09/2011	Holidaybreak Plc	Cox & Kings India Ltd	100 %	10,7x
	08/04/2011	Svoy Travel Ltd	TUI Travel Russia & CIS	100 %	70,4x
	Moyenne				12,2x
Groupes hôteliers	22/05/2012	Accor S.A (US Hotel division)	Blackstone Real Estate Partners VII, LP	100 %	126,7x
	13/03/2012	Great Wolf Resorts Inc	Apollo Global Management, LLC	100 %	35,9x
	13/12/2011	Hoteles Y Clubs De Vacaciones S.A.	Iberostar Hoteles Y Apartamentos S.L.	100 %	26,0x
	25/10/2011	Marriott Vacations Worldwide Corp.	Marriott International Inc	100 %	11,6x
	25/03/2011	Oaks Hotels and Resorts Ltd	Minor International Public Co. Ltd.	80 %	3,3x
	Moyenne				19,2x

3.5.3. Résultats de la méthode

La mise en œuvre de la méthode des transactions comparables se heurte dans le cas présent, comme souvent, à la faiblesse de l'information disponible, en particulier sur les perspectives de croissance bénéficiaire des cibles. De ce fait, la pertinence de l'échantillon ne peut être garantie. De même, les écarts de multiples parfois importants observés d'une transaction à l'autre restent inexpliqués ; un multiple de transaction élevé peut en effet avoir des causes diverses : des perspectives de forte croissance bénéficiaire, un retournement en cours, une forte volonté d'acheter chez l'acquéreur, l'importance des synergies attendues, ou encore un mix de ces différents facteurs.

Sur ces bases et compte tenu des réserves que nous avons formulées plus haut à propos de la comparabilité des tour-opérateurs et des groupes hôteliers avec le *Club Méditerranée*, nous avons considéré que les conditions n'étaient pas réunies pour permettre une mise en œuvre satisfaisante de la méthode des transactions comparables.

4. Evaluation des OCEANE

4.1. Références disponibles

Cours de bourse

Comme indiqué plus haut, en raison de la réalisation des échanges sur le titre pour une grande partie en dehors des marchés réglementés (*OTC*), il est difficile d'estimer la liquidité du titre et donc la pertinence du cours des OCEANE.

Dès lors nous écartons toute référence au cours de bourse de l'OCEANE pour estimer la Valeur Intrinsèque de ces titres.

Prix de Remboursement Anticipé

Les termes du contrat d'émission prévoient une modalité de remboursement anticipé au gré des porteurs des OCEANE en cas de changement de contrôle de la Société.

Selon les termes du prospectus, le remboursement interviendrait à un prix égal au pair (soit 16,365 €) majoré des intérêts courus depuis la dernière date de paiement d'intérêts jusqu'à la date fixée pour le remboursement. En supposant un remboursement anticipé au 8 octobre 2013 (soit 30 jours ouvrés après la date de règlement-livraison estimée au 27 août 2013), les intérêts courus s'élèvent à 0,934 €.

Au total, le « Prix de Remboursement Anticipé » s'élève à 17,3 €. L'offre entraînant, en cas de succès, un changement de contrôle, le prix de remboursement anticipé constitue une référence incontournable pour les porteurs d'OCEANE.

Prix de Conversion des OCEANE

Le « Prix de Conversion » de l'OCEANE mesure la contrepartie obtenue par le porteur d'OCEANE dans l'hypothèse où il décide de convertir ses titres en actions de la Société.

En cas d'offre publique susceptible d'entraîner le changement de contrôle de la Société, le ratio d'attribution fait l'objet d'un ajustement à la hausse. Le coefficient d'ajustement du ratio d'attribution dépend de deux facteurs : la prime d'émission initiale des OCEANE (27,5%) et le délai restant à courir entre l'ouverture de l'Offre et la maturité des OCEANE. En supposant l'ouverture de l'Offre le 12 juillet 2013, il reste 842 jours à courir jusqu'à la maturité de l'OCEANE (sur une durée de vie totale des OCEANE de 1 851 jours). Sur cette base, le ratio d'attribution serait porté à 1,125.

Sur la base de ce ratio et du prix offert pour l'action (17,0 €), chaque OCEANE permet donc d'obtenir une contrevaletur en actions de 19,125 €.

4.2. Estimation de la valeur théorique des OCEANE

La valeur théorique d'une OCEANE rejoint la notion de Valeur Intrinsèque de l'action, et à ce titre, nous considérons qu'elle constitue une valeur de référence pertinente à prendre en compte dans le cadre de l'Offre, dès lors que les dispositions contractuelles figurant dans le contrat d'émission des OCEANE donnent des références moins favorables.

Cette valeur théorique comprend deux composantes :

- la valeur nue (ou composante obligataire de l'OCEANE), que nous avons estimée sur la base d'une approche actuarielle traditionnelle ;
- la valeur de l'option de conversion (ou composante optionnelle de l'OCEANE), que nous avons estimée à l'aide un modèle d'évaluation binomial adapté pour tenir compte des caractéristiques de l'OCEANE.

L'estimation de la valeur nue des obligations repose entièrement sur deux paramètres.

- Taux sans risque.

Le taux sans risque retenu est fondé sur les taux de rendement offerts par les OAT au 14 juin 2013.

- Coût du risque emprunteur (*spread*) à appliquer à l'OCEANE.

Ce coût du risque a été estimé sur la base des modalités de financement de l'Opération qui font apparaître un *spread* emprunteur de 400 points de base. Ce niveau de *spread* est cohérent avec l'émission récente de la Société en placement privé obligataire Allemand (émission de 20 m€ à 97,715% du pair, avec un *spread* de 300bp).

L'estimation de la composante optionnelle de l'OCEANE s'est appuyée sur les paramètres suivants.

- Volatilité anticipée du sous-jacent.

La volatilité attendue à long terme par les investisseurs sur une action donnée n'est pas directement observable sur le marché puisqu'il s'agit de l'estimation d'une volatilité future. Toutefois, deux approches (historique et implicite) sont généralement envisagées pour estimer ce paramètre, sans qu'aucune de ces deux approches ne soit pleinement satisfaisante. Dans le cas présent, il n'est pas possible de mettre en œuvre l'approche implicite en l'absence de produits optionnels cotés ayant pour sous-jacent *Club Méditerranée* (à l'exception de l'OCEANE elle-même). Le niveau de 25% retenu correspond à un niveau moyen entre les niveaux de volatilité à court et long terme observés sur le titre *Club Méditerranée*.

- Prix d'exercice de l'option de conversion.

Au nominal, soit 16,365 €.

- Valeur du sous-jacent (i.e. action *Club Méditerranée*).

Dans le contexte de l'Offre, nous avons considéré deux références pour estimer la valeur de référence de l'action *Club Méditerranée*.

- o La première référence est le dernier cours de l'action avant l'annonce de l'Offre (soit 13,85 €, le cours moyen pondéré par les volumes observés sur les 20 derniers cours de bourse précédant l'Offre étant de 13,20 €).

o La seconde est la valeur intrinsèque estimée du cours de l'action. A cet égard, nous avons retenu le milieu de la fourchette d'estimations issue de la méthode DCF, soit 17,4 €. Cette estimation est proche du prix d'offre retenu pour l'action (17,00 €).

- Coût du refinancement (repo rate).

Le coût de refinancement retenu, soit 1,00%, correspond à la valeur basse des fourchettes d'estimations généralement retenues en la matière (entre 0,20% et 2,50%).

- Maturité.

La date de maturité de l'OCEANE est le 1^{er} novembre 2015.

Sur la base des hypothèses précédentes, la valeur théorique des OCEANE ressort dans une fourchette d'estimations comprises entre 18,7 € et 20,29 €.

Le bas de cette fourchette d'estimations, assis sur une estimation de la valeur de l'action *Club Méditerranée* égale au cours de bourse avant l'annonce de l'Offre, constitue à l'évidence un minorant du prix susceptible d'être proposé dans le cadre de l'Offre, puisqu'elle correspond à la valeur théorique de l'OCEANE avant l'Offre.

Le haut de la fourchette d'estimations, assis sur une estimation de la valeur de l'action conforme à notre estimation de la Valeur Intrinsèque de l'action, constitue en revanche un majorant du prix susceptible d'être proposé dans le cadre de l'Offre, puisque cette estimation fait l'hypothèse qu'à la suite de l'Offre et quel que soit le résultat observé, le cours de l'action se stabilisera durablement au niveau de notre estimation de la Valeur Intrinsèque de l'action.

Relevons enfin qu'en raison du poids de la composante obligatoire (valeur nue) de l'OCEANE, la fourchette d'estimations donnée ci-dessus est peu sensible au niveau de volatilité retenu ; à titre d'illustration, avec une volatilité moindre égale à 20%, la fourchette d'estimations s'établit entre 18,36 € et 19,97 €.

4.3. Estimation de la « valeur intrinsèque » des OCEANE

Nous avons enfin considéré une dernière référence de valeur pour l'OCEANE, correspondant à la valeur nue de l'OCEANE augmentée de la valeur de l'option de conversion privée de la valeur temps (couramment dénommée « valeur intrinsèque » de l'option). Cette référence constitue un plancher pour le prix d'offre de l'OCEANE, puisqu'elle néglige la valeur temps de l'option de conversion.

Sur la base d'un prix d'offre pour l'action de 17,0 € et d'un prix d'exercice de l'option de 16,365 €, la valeur intrinsèque de l'option de conversion est de 0,635 €. Dès lors, la valeur intrinsèque de l'OCEANE est égale à 17,62 €.

4.4. Conclusion

Nous estimons que le prix de 19,23 €, coupon attaché, proposé dans le cadre de l'Offre n'induit pas de rupture dans l'égalité de traitement avec les porteurs d'actions, car ce prix se situe dans la fourchette d'estimations de la valeur théorique de l'OCEANE.

5. Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre fournis par les Banques

Dans le cadre de notre mission, nous avons examiné les éléments d'appréciation de l'Offre fournis par les Banques dans le projet de note d'information déposé auprès de l'AMF le 27 mai 2013. Cette analyse nous conduit à formuler les commentaires suivants.

5.1. Evaluation des actions

5.1.1. Méthodologie d'évaluation

En termes de méthodologie d'évaluation, les Banques ont adopté une approche multicritères et retiennent dans ce cadre (i) les références d'évaluation constituées par les cours de bourse historiques et les prix cibles des analystes financiers et (ii) les estimations issues des deux méthodes d'évaluation que nous avons également mises en œuvre (méthode DCF et méthode des comparaisons boursières). Parallèlement, pour les mêmes raisons que celles évoquées plus haut, les Banques écartent les références représentées par l'actif net comptable et rejettent la méthode des transactions comparables, ainsi que l'approche d'évaluation fondée sur la somme des parties avec pour objectif la détermination de l'actif net réévalué.

La démarche d'évaluation est donc similaire à celle que nous avons conduite, avec néanmoins deux nuances qu'il convient de souligner. La première réside dans le jugement mitigé que nous portons sur la pertinence des cours de bourse non pas pour apprécier l'intérêt de l'Offre d'un point de vue financier, mais pour estimer la Valeur Intrinsèque des actions. La seconde tient à l'appréciation que nous portons sur la pertinence des estimations issues de la méthode des comparaisons boursières. Compte tenu du degré de comparabilité relatif des sociétés considérées avec *Club Méditerranée*, ces estimations ne sont retenues dans notre analyse que parce qu'elles permettent de conforter le caractère raisonnable des estimations données par la méthode DCF et non parce qu'elles fourniraient par elles-mêmes une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque de la Société.

Il existe enfin des différences dans les modalités de mise en œuvre des deux méthodes retenues. Un premier série d'écarts réside dans la définition et le chiffrage des éléments pris en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres. Par exemple, notre appréciation diffère de celle des Banques sur les montants à prendre en compte au titre des économies d'impôts liées aux déficits fiscaux reportables²¹, des provisions pour risques et charges ou encore des OCEANE. Les autres différences relatives aux modalités de mise en œuvre, présentées ci-après, sont propres à l'une ou l'autre des deux méthodes retenues.

²¹ Les Banques retenant le montant figurant au bilan de la Société et audité par les commissaires aux comptes.

5.1.2. Méthode DCF

S'agissant de l'estimation des flux de trésorerie, à l'instar des Banques nous avons retenu sans le modifier le Plan d'affaires du management dans sa version de base et sa version dégradée. Cependant, pour les raisons détaillées plus haut (cf. *supra*, section 3.3.1), nous avons n'avons pas repris la période d'extrapolation de deux ans (2016-2017) définie par le management de *Club Méditerranée*, mais construit une période d'extrapolation plus longue (soit une période de cinq ans couvrant la période 2016-2020). De ce fait, les estimations que nous obtenons nous paraissent prendre en compte de façon plus explicite la croissance de l'activité et du résultat ainsi que l'évolution de l'intensité capitalistique qui sont attendues à court et moyen terme du développement des contrats de management en Asie et notamment en Chine.

S'agissant du taux d'actualisation, les Banques utilisent un taux supérieur au nôtre (10,5% contre 8,9%), et ceci en dépit de la bonification de taux que le calcul traditionnel du WACC retenu par les Banques est supposé produire, grâce aux économies fiscales générées par l'endettement financier, à la différence du calcul du coût d'opportunité du capital que nous avons retenu et qui postule au contraire la neutralité de la structure financière sur la valeur des actifs. La cause de cet écart réside principalement dans les choix différenciés effectués de part et d'autre pour déterminer plusieurs composantes de la formule du MEDAF : taux sans risque, coefficient bêta désendetté, et prime de risque moyenne anticipée sur le marché des actions (désignée ci-après « Prime de marché »). La différence majeure réside dans les démarches adoptées pour l'estimation de ce dernier paramètre. Les Banques s'appuient sur les estimations figurant pays par pays dans la base de données *Bloomberg* pour calculer un coût des capitaux propres moyen pondéré sur la base des volumes d'activité des zones émettrices anticipés au terme du Plan d'affaires. Ce faisant, elles adoptent une approche prospective tout en reflétant la réalité du risque opérationnel de *Club Méditerranée*. Comme expliqué plus haut, la Prime de marché que nous prenons en compte est une prime « mondiale » déterminée de façon normative. Au total, les Banques retiennent implicitement (i) une Prime de marché de l'ordre de 9%, soit un niveau nettement supérieur à celui retenu dans nos travaux (4,5%) et (ii) un taux sans risque de 2,6% contre 3,5% dans nos travaux.

En raison des différences mentionnées ci-dessus, la fourchette d'estimations affichée par les Banques (14,8 € - 17,6 €) est inférieure à la nôtre (16,0 € – 18,8 €).

5.1.3. Méthodes des comparaisons boursières

Les Banques retiennent un échantillon de cinq sociétés comprenant trois tours opérateurs (*Kuoni*, *Thomas Cook* et *Tui Travel*) et deux *resorts operators* (*Melia Hotels* et *Pierre & Vacances*). Les trois premières sociétés recouvrent précisément l'échantillon de tours opérateurs que nous avons examiné, tandis que les deux autres sociétés font partie de l'échantillon plus large de groupes hôteliers que nous avons également examiné. Nous avons expliqué plus haut (cf. *supra*, section 3.4.2), les raisons qui nous ont conduits à écarter les sociétés de ces deux secteurs pour privilégier un échantillon de croisiéristes. Parallèlement, en raison des biais introduits par les écarts d'intensité capitalistique, nous avons privilégié les multiples d'EBIT aux multiples d'EBITDA, alors que ces deux multiples sont indifféremment utilisés par les Banques. Enfin, en raison de la forte croissance bénéficiaire attendue par le management de *Club Méditerranée* sur 2014 (bien supérieure à celle anticipée sur les comparables retenus), nous avons écarté l'année 2013 pour le calcul des multiples.

Ces différences d'appréciation sur les principaux paramètres qui conditionnent les résultats de la méthode (i.e. sélection des sociétés comparables, choix du type de multiple et choix des exercices pour le calcul des multiples retenus) expliquent l'écart important observé entre la fourchette d'estimations affichée par les Banques (9,5 € - 16,8 €) et notre propre fourchette (15,7 € - 20,6 €).

5.2. Evaluation des OCEANE

Les Banques considèrent une approche multicritères d'évaluation sur la base de références et méthodes d'évaluation identiques à celles que nous avons retenues. Tel est le cas notamment de la méthode mise en œuvre pour estimer la valeur théorique des OCEANE.

Dans le cadre de cette méthode, le choix des paramètres d'évaluation proprement dits appelle les commentaires suivants.

- Nous avons retenu un taux sans risque fondé sur les OAT de l'Etat français plutôt que la courbe des taux swap comme le font les Banques en se reposant sur une maturité identique à celle de l'OCEANE.
- Les Banques fondent leur fourchette d'estimations de la valeur théorique des OCEANE sur le cours de l'action avant annonce de l'Offre (soit 13,85 €, référence utilisée pour l'estimation de la borne basse de la fourchette) et sur le prix d'offre proposé pour l'action (soit 17,0 €, référence utilisée pour l'estimation de la borne haute de la fourchette). Pour notre part, nous avons fondé la borne haute de la fourchette sur notre estimation de la Valeur Intrinsèque de l'action (soit 17,4 €, référence égale au milieu de la fourchette des estimations issue de la méthode DCF).

Au total, les Banques obtiennent une fourchette d'estimations de la valeur théorique des OCEANE comprises entre 18,76 € et 20,14 €, soit une fourchette très proche de la nôtre (18,7 € - 20,29 €).

6. Conclusions

Le 30 mai 2013, *Gaillon Invest*, société associant, à travers sa société mère *Holding Gaillon*, les deux principaux actionnaires de *Club Méditerranée* (« la Société »), à savoir un fonds d'investissement géré par une entité du groupe *AXA PE* et une entité du groupe chinois *Fosun* (collectivement désignés ci-après « les Investisseurs financiers ») a déposé une offre publique d'achat visant les actions et OCEANE de la Société (« l'Offre »). L'opération est amicale, car en cas de réussite de l'Offre (l'Initiateur a fixé un seuil de renonciation à 50% du capital et des droits de vote sur une base diluée), les deux principaux dirigeants de *Club Méditerranée*, MM. Giscard d'Estaing et Wolfowski (« les Dirigeants »), participeront au capital de *Holding Gaillon*.

Notre désignation en qualité d'expert indépendant est motivée par deux dispositions du règlement général de l'AMF :

- l'existence du conflit d'intérêts potentiel résultant des accords que les Dirigeants ont conclu avec les Investisseurs financiers,
- l'existence de deux catégories de titres visés par l'offre (actions ordinaires et OCEANE) et la possibilité d'une rupture dans l'égalité de traitement entre les porteurs des deux catégories de titres.

Par ailleurs, l'analyse de l'Offre fait apparaître trois caractéristiques importantes. Il s'agit en effet d'une offre :

- volontaire (à laquelle les actionnaires de la Société sont libres de répondre favorablement ou non),
- visant l'acquisition du contrôle (comme attesté par le seuil de renonciation susmentionné),
- susceptible de déboucher sur l'expropriation des actionnaires minoritaires résiduels (dans l'hypothèse où les actions non apportées à l'Offre ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote).

Sur la base des deux éléments contextuels qui viennent d'être rappelés, le présent rapport d'expertise a donc un double objectif :

- attester le caractère équitable des conditions financières de l'Offre en vérifiant que celles-ci sont respectueuses de l'égalité de traitement des actionnaires et n'ont pas provoqué d'inégalité de traitement entre les actionnaires et les porteurs d'OCEANE.
- éclairer les administrateurs non conflictés par l'Offre sur l'intérêt qu'elle présente d'un point de vue financier pour les actionnaires et les porteurs d'OCEANE.

Nos conclusions sur ces deux éléments sont présentés ci-après.

6.1. Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre

S'agissant de l'analyse des situations de conflit d'intérêts par l'expert indépendant, la recommandation de l'AMF du 28 septembre 2006 sur l'expertise financière indépendante indique que « *l'expert examine, sur la base de la documentation y afférente, si les situations de conflits d'intérêts identifiées peuvent avoir des conséquences économiques et financières défavorables pour les porteurs de titres visés par l'offre* ». Plus précisément, s'agissant du conflit d'intérêts potentiel susmentionné, relatif aux Dirigeants et Investisseurs financiers, cette recommandation définit le travail de l'expert en précisant que « *lorsqu'existent des accords entre l'initiateur et les dirigeants de la société cible ou les personnes qui la contrôlent [...], ces éléments font l'objet d'une revue critique par l'expert afin d'établir en quoi ces accords ou opérations ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité du projet d'offre* ». S'agissant du second conflit d'intérêts potentiel entre actionnaires et porteurs d'OCEANE, la recommandation indique que « *lorsque l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes [...], l'expert indépendant examine si les conditions de prix auxquelles est libellée l'offre sont susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre*. »

A partir du protocole d'investissement conclu entre les Investisseurs financiers et les Dirigeants, nous avons analysé la nouvelle structure de détention de la Société après l'Offre, les caractéristiques du *management package* acquis par les Dirigeants. La structure d'acquisition, au demeurant tout à fait classique dans ce type d'opérations financières, est en tant que telle sans impact pour les actionnaires minoritaires de la Société. Les caractéristiques du *management package* correspondent également aux pratiques de place en la matière. Dès lors, nous estimons que le conflit d'intérêts potentiel évoqué plus haut est sans incidence sur l'égalité de traitement des actionnaires.

Par ailleurs, sur la base des résultats issus de nos travaux d'évaluation sur les actions et les OCEANE, nous estimons que les prix unitaires de 17,0 € et de 19,23 € respectivement offerts par l'Initiateur pour les actions et les OCEANE de la Société n'induisent pas de rupture dans l'égalité de traitement.

6.2. Conclusion sur les paramètres conditionnant l'intérêt de l'Offre d'un point de vue financier

Afin d'éclairer les administrateurs non conflictés par l'Offre sur l'intérêt qu'elle présente d'un point de vue financier pour les actionnaires, nous avons apporté des éléments de réponse aux trois questions suivantes.

- Quelle est la valeur des actions de la Société à la veille de l'Offre dans le cadre de la stratégie mise en œuvre par le management en place (« Valeur Intrinsèque ») ?
- Sur la base des estimations obtenues pour la Valeur Intrinsèque des actions, le prix d'offre de 17,0 € intègre-t-il une prime de contrôle ?
- Les Investisseurs financiers seront-ils en mesure d'obtenir une prime significative par rapport à la Valeur Intrinsèque lorsqu'ils souhaiteront retrouver la liquidité de leur investissement en cédant le contrôle de la Société à un tiers ?

Sur la base des travaux d'évaluation effectués, la Valeur Intrinsèque des actions de la Société ressort dans une fourchette d'estimations comprises entre 16,0 € – 18,8€. Cette fourchette s'appuie sur les résultats issus de la méthode DCF, méthode qui nous a semblé la plus à même de rendre compte de la valeur des actifs (corporels et immatériels) et des perspectives de développement de la Société. Elle est par ailleurs confortée par les résultats issus de la méthode des comparaisons boursière.

Par ailleurs, en considérant le référence de Valeur Intrinsèque donnée par le milieu de la fourchette d'estimations indiquée ci-dessus, soit 17,4 €, il apparaît que le prix d'offre de 17,0 € n'intègre aucune prime de contrôle. Un tel résultat n'est guère surprenant au regard des deux considération suivantes. Tout d'abord, l'Initiateur n'est pas un acteur industriel mais un investisseur financier, si bien qu'aucune synergie n'est attendue de l'opération. Ensuite, en raison de la moindre diversification de leur patrimoine, la rentabilité exigée par l'Initiateur et tout particulièrement par les Dirigeants est supérieure à celle de l'investisseur parfaitement diversifié pris en compte dans l'estimation de la Valeur Intrinsèque via la méthode DCF.

Enfin, la forte identité culturelle de *Club Méditerranée* et plus généralement la stratégie de différenciation menée par le management depuis 10 ans rendent délicat tout rapprochement industriel avec un autre acteur. A cet égard, l'historique récent de *Club Méditerranée* et notamment l'abandon du partenariat avec le groupe hôtelier *Accor* ont montré que la réalisation d'un rapprochement avec un opérateur hôtelier n'était pas une évidence. Ainsi, la cession ultérieure du contrôle de la Société à un acteur du secteur susceptible de dégager d'importantes synergies et par suite de payer une prime de contrôle significative n'est sans doute pas le scénario le plus probable. Relevons à ce sujet que, dans le cas où la Société serait retirée de la cote, les Investisseurs financiers envisagent à terme une nouvelle entrée en bourse sur les marchés boursiers de Paris et de Shanghai, ce qui exclut l'encaissement d'une prime de contrôle mais signifie au contraire une décote de l'ordre de 15% par rapport à la Valeur Intrinsèque estimée à cette date.

Sur la base des considérations précédentes, l'alternative que l'Offre propose aux actionnaires de la Société peut donc se résumer de la manière suivante :

- soit l'actionnaire décide d'apporter ses titres à l'Offre et il réalise ainsi son investissement à un prix (17,0 €) qui extériorise d'une part une prime d'environ 23% par rapport au dernier cours coté avant l'annonce de l'Offre et d'autre part une faible décote de liquidité d'environ 2% (soit l'écart entre la Valeur Intrinsèque de 17,4 € - estimation milieu de fourchette - et le prix d'offre de 17,0 €) ;
- soit il décide de conserver ses titres et il reste ainsi aux côtés de l'Initiateur en partageant avec lui l'espérance d'une surperformance du titre *Club Méditerranée* au cours des prochaines années, laquelle proviendra sans doute moins de la cession du contrôle de la Société avec une prime significative sur la Valeur Intrinsèque que de résultats opérationnels supérieurs à ceux définis par un scénario médian par rapport aux scénarios bas et haut présentés plus haut..

Relevons pour conclure que les deux branches de cette alternative ne sont pas du tout équivalentes en termes de risque encouru. Dans la première, l'actionnaire et le porteur d'OCEANE encaissent immédiatement le produit de la vente de leurs titres sur la base des prix d'offre de 17,0 € et 19,23 €. Dans la seconde branche de l'alternative, les actionnaires et porteurs d'OCEANE restent en risque sans assurance

d'obtenir à l'avenir une performance supérieure à celle normalement offerte par des placements équivalents.

Au total, nous confirmons le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires et les porteurs d'OCEANE de la Société.

Paris, le 24 juin 2013

Pour Accuracy,

Bruno Husson
Associé

Henri Philippe
Associé

Expertise Indépendante

dans le cadre de l'offre publique d'achat
initiée par Gaillon Invest sur les actions et les OCEANE
émises par Club Méditerranée

Addendum au rapport présenté le 24 juin 2013
au conseil d'administration de Club Méditerranée

Juin 2013

Transaction Support & Advisory

Forensics, Litigation & Arbitration

Valuation & Fairness Opinion

Corporate Recovery Services

Economics & Business Analysis

Expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique d'achat initiée par Gaillon Invest sur les actions et les OCEANE émises par Club Méditerranée

Addendum au rapport présenté le 24 juin 2013 au conseil d'administration de Club Méditerranée

Le conseil d'administration de *Club Méditerranée* (« la Société ») s'est réuni le 24 juin 2013 aux fins notamment d'émettre un avis motivé sur l'offre publique d'achat (« l'Offre ») que *Gaillon Invest*, agissant de concert avec les fonds d'investissement gérés ou conseillés par *AXA Private Equity* participant à l'Offre, *Fosun* et MM. Henri Giscard d'Estaing et Michel Wolfovski, a initié sur l'ensemble des actions et OCEANE de la Société non détenues par les membres du concert.

A cette occasion, nous avons présenté à l'ensemble des administrateurs le rapport d'expertise que nous avons réalisé au nom d'*Accuracy* en sa qualité d'expert indépendant, nommé par ce même conseil le 29 mai 2013 sur le fondement de l'article 261-1 I, 2° et 5° du règlement général de l'*AMF*. Avant de quitter la séance, nous avons répondu à l'ensemble des questions posées sur notre rapport en présence des seuls administrateurs non conflictés par l'Offre.

A l'issue du conseil, après que l'initiateur de l'Offre ait fait connaître sa décision d'améliorer sa proposition en relevant les prix offerts de 17,00 € à 17,50 € pour les actions et de 19,23 € à 19,79 € pour les OCEANE, le conseil d'administration a considéré à l'unanimité que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires, et l'ensemble des administrateurs détenant des titres *Club Méditerranée* ont indiqué qu'ils apporteraient leurs titres à l'Offre à l'exception des actions qu'ils devront conserver en tant qu'administrateur, en application du règlement intérieur de la Société.

Nous indiquons ci-après dans quelle mesure cette révision des conditions financières de l'Offre affecte les conclusions de notre rapport en date du 24 juin 2013.

S'agissant des OCEANE, nous observons que l'augmentation du prix d'offre (0,56 €) correspond précisément à l'augmentation du prix offert sur les actions (0,50 €) multiplié par le ratio d'attribution prévalant en cas d'offre (1,125). Dès lors, nous réitérons notre conclusion sur l'absence de rupture d'égalité de traitement entre les porteurs des deux catégories de titres, actions et OCEANE.

S'agissant des actions, nous observons que l'augmentation du prix d'offre fait disparaître la décote de 0,4 € que le prix d'offre initial (17,0 €) extériorisait par rapport au milieu de la fourchette d'estimations de la Valeur Intrinsèque issue de la méthode DCF (17,4 €). Sur cette base et à raison du nouveau prix d'offre (17,5 €), l'actionnaire de la Société désireux de réaliser son investissement en apportant ses titres à l'Offre peut donc le faire sans supporter de décote de liquidité.

Une fois prise en compte cette évolution favorable des conditions financières de l'Offre, l'ensemble des conclusions formulées dans notre rapport en date du 24 juin 2013 reste inchangé.

Paris, le 25 juin 2013

Pour Accuracy,

Bruno Husson
Associé

Henri Philippe
Associé