

# OFFRE PUBLIQUE DE RACHAT D'ACTIONS (OPRA)

INITIÉE PAR



PRÉSENTÉE PAR



## NOTE D'INFORMATION

**TERMES DE L'OFFRE** : 5,75 euros par action Homair Vacances

**DUREE DE L'OFFRE** : 20 jours calendaires



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers ("**AMF**") a, en application de la décision de conformité de l'offre publique de rachat d'actions du 18 février 2014, apposé le visa n° 14-042 en date du 18 février 2014 sur la présente note d'information. Cette note d'information a été établie par Homair Vacances et engage la responsabilité de son signataire. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié "si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes". Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

La note d'information est disponible sur le site Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) ainsi que sur le site Internet d'Homair Vacances ([www.homair-finance.com](http://www.homair-finance.com)) et peut être obtenue sans frais auprès de :

- **Homair Vacances**, 570, avenue du Club Hippique – Immeuble le Derby – 13090 Aix-en-Provence – France, et
- **Portzamparc Société de Bourse**, 13, rue de la Brasserie, 44100 Nantes.

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'Homair Vacances seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de rachat.

## SOMMAIRE

|       |                                                                                              |    |
|-------|----------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1.    | PRÉSENTATION DE L'OFFRE .....                                                                | 3  |
| 1.1.  | Conditions générales de l'Offre .....                                                        | 3  |
| 1.2.  | Motifs de l'Offre.....                                                                       | 3  |
| 1.3.  | Répartition du capital et des droits de vote de la Société .....                             | 4  |
| 1.4.  | Intentions de la Société pour les douze mois à venir .....                                   | 4  |
| 1.5.  | Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue | 5  |
| 2.    | CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE .....                                                            | 6  |
| 2.1.  | Termes de l'Offre .....                                                                      | 6  |
| 2.2.  | Nombre et nature des actions visées par l'Offre .....                                        | 6  |
| 2.3.  | Titres financiers donnant accès à terme au capital de la Société.....                        | 6  |
| 2.4.  | Modalités de dépôt de l'Offre.....                                                           | 8  |
| 2.5.  | Période d'apport .....                                                                       | 9  |
| 2.6.  | Procédure d'apport a l'Offre .....                                                           | 9  |
| 2.7.  | Calendrier indicatif de l'Offre.....                                                         | 10 |
| 2.8.  | Engagement des principaux actionnaires et Titulaires de BSA Exerçables.....                  | 10 |
| 2.9.  | Financement de l'Offre .....                                                                 | 11 |
| 2.10. | Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière.....     | 11 |
| 2.11. | Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....                                            | 13 |
| 2.12. | Régime fiscal de l'Offre .....                                                               | 14 |
| 3.    | ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DE L'OFFRE .....                                                     | 21 |
| 4.    | RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT .....                                                        | 32 |
| 5.    | AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE.....                                                  | 32 |
| 6.    | PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION.....                           | 81 |
| 6.1.  | Pour la Société .....                                                                        | 81 |
| 6.2.  | Pour la présentation de l'Offre .....                                                        | 81 |

## 1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

### 1.1. Conditions générales de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement de l'article 233-1 5° du règlement général de l'AMF, Homair Vacances, société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 13.108.981,00 euros dont le siège social est situé au 570, avenue du Club Hippique – Immeuble le Derby – 13090 Aix-en-Provence, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés d'Aix-en-Provence, sous le numéro 484 881 917 ("**Homair Vacances**" ou la "**Société**"), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la Société d'acquérir, dans les conditions décrites ci-après (l'"**Offre**") la totalité de leurs actions Homair Vacances au prix unitaire de 5,75 euros en vue de leur annulation, en application des articles L. 225-204 et L. 225-207 du Code de Commerce.

Les actions Homair Vacances sont admises aux négociations sur le marché Alternext d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0010307322.

L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société, déduction faite (i) des actions d'autocontrôle, (ii) des actions détenues par les actionnaires s'étant engagés à ne pas les apporter à l'Offre et des actions qui résulteraient de l'exercice de bons de souscription d'actions, leurs titulaires s'étant engagés à ne pas les exercer préalablement à la clôture de l'Offre (voir section 2.8 "Engagements des principaux actionnaires et Titulaires de BSA Exerçables") et (iii) des actions gratuites attribuées en cours d'acquisition, soit 863.609 actions Homair Vacances à la date de la présente note d'information.

L'Offre est réalisée à un prix de rachat de 5,75 euros par action Homair Vacances, selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Elle est présentée par Portzamparc Société de Bourse qui, conformément aux dispositions de l'article 231-13 I du règlement général de l'AMF, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société dans le cadre de l'Offre.

### 1.2. Motifs de l'Offre

Par un communiqué en date du 28 novembre 2013, Homair Vacances a informé le marché de l'acquisition à cette même date, dans le cadre du programme de rachat d'actions, de 1.038.550 de ses propres actions (le "**Rachat d'Actions**"), représentant environ 7,74% de son capital, auprès du FCPR Ekkio Capital 1, de la société anonyme Avenir Tourisme, de Monsieur Serge Mesguich et de la société par actions simplifiée Unexo (les "**Vendeurs**"). Le Rachat d'Actions a été réalisé à un prix unitaire de 5,75 euros.

Cette opération s'est inscrite dans une perspective de bonne gestion financière des cash-flows de la Société générés notamment par la mise en place de sa politique de cessions immobilières. La Société a en effet procédé au cours des deux dernières années, à des cessions immobilières pour un montant d'environ 20 millions d'euros et va procéder dans les prochains mois à deux cessions complémentaires (terrains des campings de La Ciotat et de Marseillan) pour un montant d'environ 13 millions d'euros. Ces apports de trésorerie ont permis de financer le Rachat d'Actions et l'excédent sera en priorité affecté au paiement du prix de rachat des actions visées par la présente Offre.

Concomitamment au Rachat d'Actions, la société Iliade ("**Iliade**") a également procédé le 28 novembre 2013 à l'acquisition de 1.391.304 actions Homair Vacances, représentant environ 10,37% du capital de la Société, auprès des Vendeurs et à un prix unitaire de 5,75 euros.

Le 2 décembre 2013, la Société a procédé à l'annulation de 302.608 de ses propres actions, portant ainsi son capital social à 13.108.981 euros.

Dans une même perspective de bonne gestion financière des cash-flows générés par la Société et afin d'offrir une liquidité à ses actionnaires, le Conseil de surveillance de la Société lors de sa séance du 17 décembre 2013 a autorisé, sous réserve d'un vote favorable de l'assemblée générale mixte d'Homair Vacances convoquée le 13 février 2014, la mise en œuvre d'une réduction du capital social conformément aux articles L. 225-204 et L. 225-207 du Code de commerce, par voie d'offre publique de rachat d'actions réalisée à un prix de rachat unitaire égal à 5,75 euros.

Dans le cadre des dispositions des articles 261-1 3° et suivants du règlement général de l'AMF, Homair Vacances a désigné en date du 8 janvier 2014 la société HAF Audit & Conseil, membre de Crowe Horwath International, représentée par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre.

### 1.3. Répartition du capital et des droits de vote de la Société

À la date de la présente note d'information, la répartition du capital est la suivante :

| Répartition Capital Homair Vacances           | Actions           | %              | DDV théoriques    | %              | DDV réels         | %              |
|-----------------------------------------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
| <i>Iliade</i>                                 | 10 280 128        | 78,42%         | 13 494 219        | 78,48%         | 13 494 219        | 83,32%         |
| <i>Eric Bismuth</i>                           | 45 033            | 0,34%          | 90 066            | 0,52%          | 90 066            | 0,56%          |
| <i>Daniel Elalouf</i>                         | 14 122            | 0,11%          | 18 008            | 0,10%          | 18 008            | 0,11%          |
| <i>Jean Marc Espalioux</i>                    | 90 152            | 0,69%          | 90 152            | 0,52%          | 90 152            | 0,56%          |
| <i>Anne Espalioux</i>                         | 19 699            | 0,15%          | 19 699            | 0,11%          | 19 699            | 0,12%          |
| <i>Daniel Guez</i>                            | 1 221             | 0,01%          | 2 442             | 0,01%          | 2 442             | 0,02%          |
| <i>SARL Pèbre</i>                             | 795 710           | 6,07%          | 1 591 420         | 9,25%          | 1 591 420         | 9,83%          |
| <i>Jérôme Faucheur</i>                        | 407               | 0,00%          | 814               | 0,00%          | 814               | 0,01%          |
| <i>Naxicap Partners<sup>(1)</sup></i>         | 1                 | 0,00%          | 1                 | 0,00%          | 1                 | 0,00%          |
| <b>Total actionnaires agissant de concert</b> | <b>11 246 473</b> | <b>85,79%</b>  | <b>15 306 821</b> | <b>89,02%</b>  | <b>15 306 821</b> | <b>94,51%</b>  |
| Auto contrôle                                 | 998 899           | 7,62%          | 998 899           | 5,81%          | -                 | 0,00%          |
| Flottant                                      | 863 609           | 6,59%          | 889 533           | 5,17%          | 889 533           | 5,49%          |
| <b>Total Actions</b>                          | <b>13 108 981</b> | <b>100,00%</b> | <b>17 195 253</b> | <b>100,00%</b> | <b>16 196 354</b> | <b>100,00%</b> |

<sup>(1)</sup> L'action détenue par Naxicap Partners fait l'objet d'un prêt de consommation d'action consenti par la Société.

### 1.4. Intentions de la Société pour les douze mois à venir

#### 1.4.1. Stratégie – politique industrielle et commerciale

La Société entend poursuivre son activité dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre notamment en matière :

- d'externalisation de certains actifs immobiliers possédés par le Groupe Homair Vacances, étant précisé que la Société a initié un processus de cession des terrains des campings de La Ciotat et de Marseillan, et
- de croissance organique.

Homair Vacances étant un acteur de référence dans la consolidation du secteur, la Société reste également attentive à toute opportunité de croissance externe.

#### 1.4.2. Orientation en matière d'emploi

L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence particulière en matière d'emploi.

#### 1.4.3. Composition des organes sociaux et de direction de la Société

La réalisation de l'Offre n'entraînera pas de changement au sein des organes sociaux et de direction de la Société.

#### 1.4.4. Intérêt de l'opération pour les actionnaires d'Homair Vacances

L'Offre constitue une opportunité pour les actionnaires qui le souhaitent de trouver une liquidité que le marché ne leur offre pas aujourd'hui eu égard à la faible rotation du flottant et ce, à un prix incluant une prime sur le cours de bourse de clôture de la veille de l'annonce du Rachat d'Actions.

L'Offre respecte l'intérêt des actionnaires qui souhaiteraient accompagner la Société dans la poursuite de son développement et qui n'y participeraient pas, puisqu'ils bénéficieront d'un impact relatif sur le bénéfice net par action.

#### 1.4.5. Synergies envisagées et perspective de fusion

S'agissant d'une OPRA, l'Offre ne s'inscrit pas dans un projet de rapprochement avec d'autres sociétés. En conséquence, il n'existe pas de synergies ou de gains économiques. En outre, aucune fusion n'est envisagée à la suite de l'Offre.

#### 1.4.6. Politique de distribution de dividendes

La réalisation de l'Offre n'affectera pas la politique de dividendes de la Société qui sera poursuivie de manière pragmatique en fonction des résultats du Groupe Homair Vacances, de ses perspectives et de son environnement.

À ce titre, il est rappelé que les actionnaires d'Homair Vacances ont, dans le cadre de l'assemblée générale mixte du 13 février 2014, approuvé la distribution d'un dividende d'un montant de 0,13 euro par action Homair Vacances.

#### 1.4.7. Retrait obligatoire et radiation du marché Alternext d'Euronext Paris

L'Offre n'aura pas pour conséquence la mise en œuvre d'une radiation des actions Homair Vacances de la cotation du marché Alternext d'Euronext Paris.

La société n'a pas l'intention de demander la radiation de ses propres actions de la cotation du marché Alternext d'Euronext Paris et Iliade a déclaré par une lettre adressée à la Société le 11 février 2014, ne pas avoir l'intention, au cours des douze prochains mois, ni de demander la radiation des actions Homair Vacances, ni d'initier une offre publique visant les actions Homair Vacances qui serait suivie, le cas échéant, de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

#### 1.5. Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

Comme indiqué à la section 1.2 ci-dessus, concomitamment au Rachat d'Actions, Iliade a également procédé le 28 novembre 2013 à l'acquisition de 1.391.304 actions Homair Vacances, représentant environ 10,37% du capital de la Société, auprès des Vendeurs et à un prix unitaire de 5,75 euros.

Ces acquisitions font suite à la signature d'une promesse synallagmatique de vente et d'achat d'actions signée le 19 septembre 2013 avec les Vendeurs qui prévoit un droit de suite applicable en cas de cession avant le 1<sup>er</sup> mars 2014 de tout ou partie des actions acquises dans le cadre du Rachat

d'Actions à un prix supérieur au prix d'acquisition de 5,75 euros. Ce droit de suite ne trouvera toutefois pas à s'appliquer dans la mesure où la société Iliade s'est engagée à ne pas céder les actions Homair Vacances qu'elle détient avant le 1<sup>er</sup> mars 2014.

## **2. CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE**

### **2.1. Termes de l'Offre**

L'Offre est effectuée suite à l'adoption, par l'assemblée générale mixte des actionnaires d'Homair Vacances du 13 février 2014, de la septième résolution relative à l'autorisation de procéder à une réduction de capital portant sur un nombre maximum de 12.110.081 actions de la Société par voie d'offre publique de rachat d'actions initiée par cette dernière et portant sur ses propres actions suivie de leur annulation.

La Société a publié le 14 février 2014 un communiqué indiquant que la résolution ci-dessus a été approuvée par ladite assemblée générale mixte.

La Société propose à ses actionnaires de racheter leurs actions au prix unitaire de 5,75 euros.

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Portzamparc Société de Bourse garantit, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société dans le cadre de l'Offre.

### **2.2. Nombre et nature des actions visées par l'Offre**

A la date de la présente note d'information, Homair Vacances détient 998.899 de ses propres actions, représentant 7,62 % du capital social et 5,81 % des droits de vote théoriques de la Société sur la base d'un capital composé de 13.108.981 actions représentant 17.195.253 droits de vote théoriques (calculés en application de l'article 223-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF).

L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société, déduction faite des actions d'autocontrôle et des actions détenues par les actionnaires s'étant engagés à ne pas apporter leurs actions à l'Offre (voir section 2.8 "Engagements des principaux actionnaires et Titulaires de BSA Exerçables"), soit 863.609 actions Homair Vacances à la date de la présente note d'information.

Les actions d'Homair Vacances sont toutes de même catégorie et ont une valeur nominale de un (1) euro chacune.

### **2.3. Titres financiers donnant accès à terme au capital de la Société**

A la date du présent document, le détail des titres de capital ou instruments financiers pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote d'Homair Vacances figure ci-après.

### 2.3.1. Bons de souscription d'actions Homair Vacances

|                                                                    | <b>BSA 1</b>  | <b>BSA 3</b>                                                                                                | <b>BSA 4</b>                                                                                                | <b>BSA 1 - 2013</b> | <b>BSA 2 - 2013</b> |
|--------------------------------------------------------------------|---------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|---------------------|
| Date de l'Assemblée                                                | 05-janv-06    | 11-févr-09                                                                                                  | 28-janv-11                                                                                                  | 10-juil-12          | 10-juil-12          |
| Nombre total de BSA pouvant être exercés                           | 3 400 000     | 1 215 000                                                                                                   | 1 000 000                                                                                                   | 1 540 000           | 660 000             |
| Point de départ de l'exercice                                      | 05-janv-06    | <div>¼ au 11/02/2009</div> <div>¼ au 11/02/2010</div> <div>¼ au 11/02/2011</div> <div>¼ au 11/02/2012</div> | <div>¼ au 28/01/2011</div> <div>¼ au 28/01/2012</div> <div>¼ au 28/01/2013</div> <div>¼ au 28/01/2014</div> | 02-avr-18           | 02-avr-18           |
| Durée d'exercice                                                   | 10 ans        | 10 ans                                                                                                      | 10 ans                                                                                                      | 2 ans               | 2 ans               |
| Prix du BSA                                                        | N/A           | 0,10 €                                                                                                      | 0,13 €                                                                                                      | 0,23 €              | 0,135 €             |
| Prix de souscription de l'action                                   | 1 €           | 2,50 €                                                                                                      | 5,00 €                                                                                                      | 7,00 €              | 10 €                |
| Nombre de BSA exercés au 30/09/10                                  | 400 000       | 0                                                                                                           | 0                                                                                                           | N/A                 | N/A                 |
| Nombre de BSA exercés entre le 1/10/2010 et le 30/09/12            | 0             | 0                                                                                                           | 0                                                                                                           | N/A                 | N/A                 |
| Nombre de BSA exercés entre le 1/10/2010 et le 30/09/13            | 0             | 159 391                                                                                                     | 0                                                                                                           | N/A                 | N/A                 |
| Nombre de BSA exercés depuis le 1/10/13                            | 0             | 0                                                                                                           | 0                                                                                                           | N/A                 | N/A                 |
| Nombre de BSA restant à exercer à la date de la note d'information | 3 000 000     | 1 055 609 <sup>1</sup>                                                                                      | 1 000 000                                                                                                   | 1 540 000           | 660 000             |
| <i>Dont mandataires sociaux</i>                                    | <i>37 104</i> | <i>478 172</i>                                                                                              | <i>531 302</i>                                                                                              | <i>1 540 000</i>    | <i>660 000</i>      |

Les BSA 1, BSA 3 et BSA 4 exerçables à la date de la présente Offre sont ci-après désignés ensemble, les "**BSA exerçables**" et leurs titulaires, les "**Titulaires de BSA Exerçables**".

Les Titulaires de BSA Exerçables, se sont engagés à ne pas exercer, préalablement à la date de clôture de l'Offre, les BSA Exerçables. Cet engagement a en effet été pris par :

- Monsieur Alain Calmé qui détient notamment 531.302 BSA 4,
- Monsieur Jérôme Faucheur de Battisti qui détient 159.391 BSA 3,
- Monsieur Daniel Guez qui détient 318.781 BSA 3,
- Iliade qui détient 2.962.896 BSA 1, 569.467 BSA 3 et 468.698 BSA 4,
- Monsieur Daniel Elalouf qui détient 9.276 BSA 1, et
- Monsieur Eric Bismuth qui détient 27.828 BSA 1.

---

<sup>1</sup> Il est précisé que parmi les 1.055.609 BSA 3, 7.970 BSA 3 détenus par Madame Françoise Boissin ne peuvent plus être exercés du fait du départ à la retraite de cette dernière intervenu en décembre 2011 dans la mesure où ils sont exerçables sous condition de présence effective dans l'entreprise à chaque date anniversaire d'attribution.

### 2.3.2. Attribution gratuite d'actions

Le Directoire d'Homair Vacances, sur délégation de l'assemblée générale des actionnaires, a décidé le 2 avril 2013, de mettre en place un programme d'attribution d'actions gratuites sur une durée de deux ans, étant précisé que les actions à émettre dans ce cadre résulteront d'une augmentation de capital au profit du personnel et des mandataires sociaux de la Société ou des sociétés qui lui sont liées. Le nombre total d'actions attribuées gratuitement ne pourra représenter plus de 100.000 actions Homair Vacances, soit 0,75% du capital de la Société. Ces actions gratuites seront réparties très largement auprès du personnel, chaque employé qualifié pour l'émission recevant entre 450 et 900 actions gratuites selon sa situation. Cette émission a pour objectif de mobiliser l'ensemble des salariés autour du développement de l'entreprise.

À ce titre, il a d'ores et déjà été procédé le 2 avril 2013 à l'attribution gratuite de 93.150 actions Homair Vacances (les "**Actions Gratuites**").

Toutefois, l'attribution des actions n'étant définitive qu'à l'issue d'une période de deux ans suivant la date de leur attribution (période d'acquisition), les Actions Gratuites ne pourront pas être apportées à l'Offre.

### 2.4. Modalités de dépôt de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Portzamparc Société de Bourse, agissant pour le compte de la Société, a déposé le 30 janvier 2014 auprès de l'AMF le projet d'Offre. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)).

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse relatif aux principaux éléments du projet de note d'information et précisant les modalités de mise à disposition du projet de note d'information, a été diffusé par la Société sur son site Internet ([www.homair-finance.com](http://www.homair-finance.com)) le 30 janvier 2014.

L'AMF a déclaré conforme après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité en date du 18 février 2014 emportera visa de la présente note d'information.

L'Offre sera ouverte après publication par la Société, dans un journal d'annonces légales et au bulletin des annonces légales obligatoires, des avis d'achat visés aux articles R. 225-153 et R. 225-154 du Code de commerce.

L'AMF publiera un avis d'ouverture de l'Offre et Euronext Paris publiera, dans un avis, le calendrier et les modalités de l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, la présente note d'information est tenue gratuitement à la disposition du public aux sièges d'Homair Vacances et de Portzamparc Société de Bourse et a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et d'Homair Vacances ([www.homair-finance.com](http://www.homair-finance.com)).

La note d'information visée par l'AMF ainsi que le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront disponibles sur les sites Internet de l'AMF et d'Homair Vacances et seront mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles gratuitement aux sièges d'Homair Vacances et de Portzamparc Société de Bourse. Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé par la Société sur son site Internet ([www.homair-finance.com](http://www.homair-finance.com)).

#### 2.5. Période d'apport

L'Offre sera ouverte pendant 20 jours calendaires.

#### 2.6. Procédure d'apport à l'Offre

Les actions Homair Vacances apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement et autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. La Société se réserve le droit d'écarter toute action apportée qui ne répondrait pas à cette condition.

La propriété des actions apportées sera transférée à la Société à la date de règlement-livraison de l'Offre (voir section 2.7 "Calendrier indicatif de l'Offre"). Tous les droits attachés aux actions Homair Vacances seront transférés à la Société à la date de règlement-livraison de l'Offre.

##### 2.6.1. Procédure d'apport des actions Homair Vacances à l'Offre

Les actionnaires, dont les actions Homair Vacances sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) et qui souhaitent présenter leurs actions Homair Vacances à l'Offre, devront remettre à l'intermédiaire financier, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre de présentation à l'Offre, conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par leur intermédiaire financier.

Les actions Homair Vacances inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société devront être converties au nominatif administré pour être apportées à l'Offre, à moins que leur titulaire ne demande la conversion au porteur, auquel cas ces actions perdront les avantages attachés à la forme nominative. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les détenteurs d'actions inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société devront demander à CACEIS Corporate Trust, dans les meilleurs délais, la conversion de leurs actions au nominatif administré ou au porteur.

##### 2.6.2. Centralisation des ordres

Chaque intermédiaire financier et établissement teneur de compte de la Société devra, à la date indiquée dans l'avis publié par Euronext, transférer à Euronext à Paris les actions Homair Vacances pour lesquelles il aura reçu un ordre de présentation à l'Offre. Après réception par Euronext à Paris de tous les ordres de présentation à l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, Euronext centralisera l'ensemble de ces ordres et déterminera le résultat de l'Offre.

##### 2.6.3. Frais de négociation

Les frais de négociation (à savoir les frais de courtage et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

#### 2.6.4. Révocabilité des ordres

Conformément aux dispositions de l'article 232-2 du règlement général de l'AMF, les ordres de présentation des actions Homair Vacances à l'Offre pourront être révoqués à tout moment et jusqu'au jour de la clôture de l'Offre (inclus). Après cette date ils seront irrévocables.

#### 2.7. Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext publieront respectivement un avis d'ouverture et un avis annonçant les caractéristiques et le calendrier de l'Offre.

Un calendrier indicatif est proposé ci-dessous :

| Date            | Objet                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|-----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 30 janvier 2014 | Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF et mise en ligne sur le site Internet de l'AMF ( <a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a> ) et de la Société ( <a href="http://www.homair-finance.com">www.homair-finance.com</a> ) du projet de note d'information de la Société                                                                                                |
| 13 février 2014 | Assemblée Générale Mixte autorisant la réduction du capital                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 14 février 2014 | Diffusion d'un communiqué indiquant l'adoption par l'assemblée générale mixte de la résolution relative à la réduction du capital<br>Début de la période d'opposition des créanciers (20 jours calendaires)                                                                                                                                                                                |
| 18 février 2014 | Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de la Société                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 18 février 2014 | Mise en ligne sur le site Internet de l'AMF ( <a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a> ) et de la Société ( <a href="http://www.homair-finance.com">www.homair-finance.com</a> ) (i) de la note d'information de la Société visée par l'AMF, et (ii) du document "Autres Informations" relatifs aux caractéristiques juridiques, comptables et financières de la Société |
| 20 février 2014 | Diffusion d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de la note d'information et des autres informations relatives à la Société                                                                                                                                                                                                                                         |
| 21 février 2014 | Ouverture de l'Offre                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 12 mars 2014    | Clôture de l'Offre                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 19 mars 2014    | Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre<br>Publication par Euronext de l'avis de résultat de l'Offre                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 19 mars 2014    | Décision du Directoire constatant la réalisation de la réduction de capital par annulation des actions rachetées                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 24 mars 2014    | Règlement-livraison de l'Offre                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |

#### 2.8. Engagement des principaux actionnaires et Titulaires de BSA Exerçables

A la date de la présente Offre, les actionnaires d'Homair Vacances agissant de concert (voir section 1.3 - "Répartition du capital et des droits de vote de la Société") et les Titulaires de BSA Exerçables ont fait part à la Société de leur engagement respectif, à savoir pour les premiers, de ne pas apporter

leurs titres à l'Offre et pour les seconds, de ne pas exercer leurs BSA exerçables préalablement à la date de clôture de l'Offre.

La société Iliade s'est également engagée à ne pas céder les actions Homair Vacances qu'elle détient avant le 1<sup>er</sup> mars 2014.

A l'exception des engagements décrits ci-dessus, la Société n'a connaissance d'aucun autre engagement d'apport ou de non apport à l'Offre.

## 2.9. Financement de l'Offre

### 2.9.1. Frais liés à l'Offre

Les frais exposés dans le cadre de l'Offre seront supportés par la Société. Leur montant global est estimé à environ 130.000 euros toutes taxes comprises.

Ces frais comprennent notamment les frais relatifs aux transactions, les honoraires et autres frais de conseils financiers, juridiques, comptables ainsi que tous experts et autres consultants, ainsi que ceux relatifs à la mise en place du financement de l'Offre.

### 2.9.2. Mode de financement de l'Offre

Dans l'hypothèse où la totalité des actions visées par l'Offre, soit au moment de la présente note d'information, 863.609 actions Homair Vacances, seraient apportées à l'Offre, le montant total de la contrepartie en numéraire devant être payé par la Société aux porteurs d'actions Homair Vacances (hors commissions et frais annexes) s'élèverait à environ cinq millions d'euros.

Le paiement des sommes dues par la Société dans le cadre de l'Offre sera prélevé sur la trésorerie disponible de la Société principalement générée par les cessions immobilières réalisées par Homair Vacances, tel que précisé à la section 1.2 de la présente note.

## 2.10. Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière

### 2.10.1. Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote

A la date de la présente note d'information, le capital de la Société est divisé en 13.108.981 actions. La répartition du capital et des droits de vote figure à la section 1.3 de la présente note d'information.

L'actionnariat évoluerait comme suit, après annulation des actions apportées à l'Offre dans l'hypothèse selon laquelle 50% des actions visées par l'Offre seraient effectivement rachetées par Homair Vacances<sup>1</sup> :

| Hypothèse de rachat de 50% des titres visés  | Actions           | %              | DDV théoriques    | %              |
|----------------------------------------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
| <i>Illiade</i>                               | 10 280 128        | 81,09%         | 13 494 219        | 80,50%         |
| <i>Eric Bismuth</i>                          | 45 033            | 0,36%          | 90 066            | 0,54%          |
| <i>Daniel Elalouf</i>                        | 14 122            | 0,11%          | 18 008            | 0,11%          |
| <i>Jean Marc Espalioux</i>                   | 90 152            | 0,71%          | 90 152            | 0,54%          |
| <i>Anne Espalioux</i>                        | 19 699            | 0,16%          | 19 699            | 0,12%          |
| <i>Daniel Guez</i>                           | 1 221             | 0,01%          | 2 442             | 0,01%          |
| <i>SARL Pèbre</i>                            | 795 710           | 6,28%          | 1 591 420         | 9,49%          |
| <i>Jérôme Faucheur</i>                       | 407               | 0,00%          | 814               | 0,00%          |
| <i>Naxicap Partners<sup>2</sup></i>          | 1                 | 0,00%          | 1                 | 0,00%          |
| <b>Total actionnaire agissant de concert</b> | <b>11 246 473</b> | <b>88,71%</b>  | <b>15 306 821</b> | <b>91,31%</b>  |
| Auto contrôle                                | 998 899           | 7,88%          | 998 899           | 5,96%          |
| Flottant                                     | 431 805           | 3,41%          | 457 729           | 2,73%          |
| <b>Total Actions</b>                         | <b>12 677 177</b> | <b>100,00%</b> | <b>16 763 449</b> | <b>100,00%</b> |

#### 2.10.2. Incidence sur les comptes d'Homair Vacances

Les calculs de l'incidence de l'Offre sur les capitaux propres et les résultats consolidés de la Société, qui figurent dans le tableau ci-après, ont été effectués sur la base des informations et hypothèses suivantes :

- capitaux propres et résultat net du Groupe Homair Vacances, tels qu'ils ressortent des comptes consolidés d'Homair Vacances de l'exercice clos le 30 septembre 2013,
- rachat de 50% ou 100% des actions visées par l'Offre, suivi de leur annulation, et
- nombre d'actions composant le capital social d'Homair Vacances à la date d'ouverture de l'Offre égal à 13.108.981 actions.

<sup>1</sup> Il est pris pour hypothèse que les droits de vote doubles détenus par les actionnaires du Flottant seraient intégralement conservés.

<sup>2</sup> L'action détenue par Naxicap Partners fait l'objet d'un prêt de consommation d'action consenti par la Société

|                                        | Situation avant l'OPRA            |                                                                                                                                                                                    | Situation après l'OPRA                                 |                                                         |
|----------------------------------------|-----------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|
|                                        | Données consolidées au 30/09/2013 | Données ProForma à la date de dépôt tenant compte :<br><i>1/ du rachat du bloc de 1.038.550 du 28 novembre 2013 et<br/>2/de l'annulation de 302.608 actions le 2 décembre 2013</i> | Hypothèse d'apport des actions visées à hauteur de 50% | Hypothèse d'apport des actions visées à hauteur de 100% |
| Capitaux propres part du groupe (M€)   | 41,37                             | 39,63                                                                                                                                                                              | 37,02                                                  | 34,53                                                   |
| Résultat net part du groupe (M€)       | 0,62                              | 0,62                                                                                                                                                                               | 0,62                                                   | 0,62                                                    |
| Endettement financier net              | 59,46                             | 65,43                                                                                                                                                                              | 68,04                                                  | 70,53                                                   |
| Nombre d'actions (hors auto-détention) | 13 148 631                        | 12 110 082                                                                                                                                                                         | 11 678 278                                             | 11 246 473                                              |
| Capitaux propres par action (€)        | 3,15                              | 3,27                                                                                                                                                                               | 3,17                                                   | 3,07                                                    |
| Résultat net par action (€)            | 0,047                             | 0,051                                                                                                                                                                              | 0,053                                                  | 0,055                                                   |

### 2.10.3. Incidence sur la capitalisation boursière

Sur la base du cours de clôture de l'action Homair Vacances précédant l'annonce au marché de la mise en œuvre du programme de rachat d'actions visée à la section 1.2 ci-dessus, soit sur la base du cours de clôture du 26 novembre 2013 de 3,45 euros et d'un capital composé de 13.108.981 actions à la date de la présente note d'information, la capitalisation boursière de la Société s'élève à 45.225.984,45 euros.

A l'issue de l'Offre, dans l'hypothèse où 50% des actions visées seraient apportées à l'Offre puis annulées, le capital social d'Homair Vacances serait composé de 12.677.177 actions et la capitalisation boursière de la Société sur la base du cours de clôture au 26 novembre 2013 de 3,45 euros s'élèverait à 43.736.260,65 euros.

### 2.11. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France. La présente note d'information n'est pas destinée à être distribuée dans des pays autres que la France.

La diffusion de la présente note d'information et tout autre document relatif à l'Offre, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des actions Homair Vacances peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation depuis un pays où l'Offre ferait l'objet de telles restrictions. Les personnes en possession de ce document sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. Homair Vacances décline toute responsabilité quant à une éventuelle violation par qui que ce soit des restrictions applicables.

La présente note d'information et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre de vente ou une sollicitation ou une offre d'achat de valeurs mobilières dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale. L'Offre ne fera l'objet d'aucun enregistrement ou visa en dehors de la France.

Notamment, concernant les Etats-Unis, il est précisé que la présente note d'information ne constitue pas une extension de l'Offre aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement à des personnes ayant leur résidence Etats-Unis ou à des "US persons" (au sens de *Regulation S* pris en vertu de l'U.S. Securities Act de 1933), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des Etats-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie de la présente note d'information, et aucun autre document relatif à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué ou diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire d'Homair Vacances ne pourra apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie de la présente note d'information ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis en relation avec l'Offre, (iii) qu'il n'est pas une personne ayant sa résidence aux Etats-Unis ou une "US person", (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou, transmis son ordre d'apport d'actions, et (v) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport d'actions qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus (à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte d'Homair Vacances, à la discrétion de cette dernière). La présente note d'information ne constitue ni une offre de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat de valeurs mobilières aux Etats-Unis.

Pour les besoins du paragraphe précédent, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ses Etats et le District de Columbia.

## 2.12. Régime fiscal de l'Offre

L'attention des actionnaires est appelée sur le fait que les informations contenues dans la présente note d'information ne constituent qu'un résumé du régime fiscal applicable en vertu de la législation en vigueur à ce jour, notamment dans le Code général des impôts (ci-après «**CGI**»). Les règles dont il est fait mention dans le présent document sont susceptibles d'être modifiées par d'éventuelles modifications législatives et réglementaires qui pourraient être assorties d'un effet rétroactif.

Les actionnaires doivent préalablement s'assurer, auprès d'un conseiller fiscal habilité, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

Les non-résidents fiscaux français doivent se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence, sous réserve de l'application d'une convention fiscale internationale signée entre la France et cet Etat.

### 2.12.1. Régime fiscal pour la Société

Le rachat par la Société de ses propres actions dans le cadre de l'Offre, qui sera suivi de leur annulation, rendra exigible la contribution additionnelle à l'impôt sur les sociétés.

Les sociétés ou organismes passibles de l'IS sont redevables d'une contribution additionnelle de l'IS au taux de 3% au titre des sommes distribuées. Les sommes distribuées soumises à la contribution additionnelle s'entendent des revenus distribués au sens des articles 109 à 117 du CGI. Cette contribution s'appliquera toutefois seulement à la fraction du prix de rachat ayant la nature de revenus distribués (les sommes traitées comme du remboursement d'apports ne rendront pas exigibles la contribution de 3%) (article 235 ter ZCA du CGI et BOI-IS-AUT-30-20130718 du 18 juillet 2013).

### 2.12.2. Régime fiscal pour les actionnaires

L'Offre s'analyse comme une opération de rachat par la Société de ses propres titres entraînant une imposition de la totalité du gain réalisé par l'actionnaire. En l'état actuel de la législation, en application des dispositions de l'article 112-1° et 150-0 A-II-6° du CGI, les sommes attribuées aux actionnaires à l'occasion d'une réduction de capital par rachat d'actions réalisée dans le cadre de l'article L. 225-207 du Code de commerce sont susceptibles d'être taxées comme une distribution de revenus mobiliers et comme des plus-values de cession de valeurs mobilières.

### 2.12.3. Personnes physiques résidentes fiscales françaises détenant les actions dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé en dehors d'opérations de bourse à titre habituel

En application des articles 112, 1°, 161 alinéa 2, 150-0 D 8 ter du CGI, les sommes perçues dans le cadre de l'Offre par un actionnaire personne physique résidente de France sont susceptibles de relever (BOI-RPPM-RCM-10-20-30-20 du 12 septembre 2012) :

- (i) du régime des revenus de capitaux mobiliers à hauteur de l'excédent du prix de rachat des actions apportées à l'Offre sur le montant des apports compris dans la valeur nominale des titres rachetés qui, compte tenu de l'historique des capitaux propres d'Homair Vacances, est égal à 1,667 euros par action ou si l'actionnaire a acquis ses titres pour un prix supérieur au montant des apports, l'imposition est égale à la différence entre le montant du rachat des droits sociaux et leur prix d'acquisition ;
- (ii) du régime des plus ou moins-values de cession de titres à hauteur de l'excédent du prix de rachat des actions apportées à l'Offre sur leur prix d'acquisition ou de souscription, diminué du montant du revenu distribué imposable à l'impôt sur le revenu dans la catégorie des revenus de capitaux mobiliers.

### **Quote-part des sommes relevant du régime des revenus de capitaux mobiliers ("RCM")**

La quote-part du prix de rachat taxable comme une distribution de revenus mobiliers sera soumise au barème progressif de l'impôt sur le revenu, à la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus ainsi qu'aux prélèvements sociaux.

### **Imposition au barème progressif de l'impôt sur le revenu**

Ces RCM sont soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu après application, le cas échéant, d'un abattement de 40% (article 158-3 du CGI).

Toutefois, avant d'être imposés au barème progressif de l'IR, l'établissement payeur doit verser un prélèvement à la source obligatoire au taux de 21% au Trésor Public (article 117 quater du CGI). Ce prélèvement à la source obligatoire calculé sur le revenu brut (avant abattement) n'est pas libératoire de l'impôt sur le revenu. Ce prélèvement à la source est un acompte d'impôt sur le revenu imputable sur l'impôt sur le revenu dû au titre de l'année au cours de laquelle ce prélèvement est réalisé et restituable si ce prélèvement excède le montant de l'impôt sur le revenu.

Les personnes physiques appartenant au foyer fiscal dont le revenu fiscal de référence de l'avant dernière année précédant le paiement (soit, en l'occurrence, celui de l'année 2012) est inférieur à 50 000 euros pour les contribuables célibataires, divorcés ou veufs ou à 75 000 euros pour les contribuables soumis à une imposition commune peuvent demander sous leur responsabilité à être dispensés de ce prélèvement à la source obligatoire. Les contribuables susceptibles d'être dispensés du prélèvement du 21% ont dû produire à leur établissement payeur, au plus tard le 30 novembre 2013, une attestation sur l'honneur indiquant que leur revenu fiscal de référence était inférieur aux plafonds susvisés.

Le prélèvement à la source de 21% et les prélèvements sociaux de 15,5% sont déclarés et versés au Trésor Public dans les 15 premiers jours du mois qui suit celui du paiement des revenus distribués.

Outre le régime fiscal décrit ci-dessus, la fraction des sommes perçues dans le cadre de la présente Offre et taxable en tant que revenu distribué peut être soumise à une retenue à la source au taux de 75% en France prélevée par l'établissement payeur si ces revenus sont versés sur un compte ouvert à l'étranger dans les livres d'un établissement situé dans un Etat ou territoire non coopératif (ETNC) au sens de l'article 238-0 A du CGI ou, en l'absence d'une inscription en compte, à une personne domiciliée ou établie dans un ETNC (article 187-2 du CGI et BOI-RPPM-RCM-30-30-10-20-20120912 du 12 septembre 2012).

### **Prélèvements sociaux**

La distribution de revenus mobiliers effectivement perçue et correspondant au montant brut des revenus distribués (sans application d'abattement pour durée de détention), est par ailleurs soumise aux prélèvements sociaux à un taux global de 15,5% comprenant :

- 8,2% au titre de la contribution sociale généralisée («**CSG**») dont 5,1% sont déductibles du revenu imposable à l'impôt sur le revenu,
- 0,5% au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale («**CRDS**») non déductible du revenu imposable à l'impôt sur le revenu,
- 4,5% au titre du prélèvement social et 0,3% au titre de la contribution additionnelle au prélèvement social, non déductibles du revenu imposable à l'impôt sur le revenu, et
- 2% au titre du prélèvement de solidarité non déductible du revenu imposable à l'impôt sur le revenu.

Les prélèvements sociaux doivent être déclarés et versés au Trésor dans les 15 premiers jours du mois suivant le paiement des revenus de capitaux mobiliers.

### **Quote-part des sommes relevant du régime des plus-values de cession de valeurs mobilières**

En application de l'article 150-0 A du CGI et sous réserve des cas d'exception prévus par la loi (PEA notamment), la quote-part du prix de rachat taxable comme une plus-value sur valeurs mobilières sera soumise à l'impôt sur le revenu selon le barème progressif (après application le cas échéant d'un abattement pour durée de détention).

Les prélèvements sociaux décrits ci-dessus sont applicables à l'éventuelle plus-value réalisée sans application de l'abattement pour durée de détention au taux global de 15,5%. En cas de moins-values de cession d'actions, celles-ci sont imputables sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession ou des 10 années suivantes.

### **Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus**

A compter de l'imposition des revenus de l'année 2011 (et de celui des années suivantes, aussi longtemps que le déficit des administrations publiques n'aura pas été résorbé), il est mis à la charge des contribuables passibles de l'impôt sur le revenu une contribution assise sur le revenu fiscal de référence du foyer tel qu'il est défini par l'article 1417, IV du CGI.

Le revenu fiscal de référence est soumis aux taux suivants :

- pour les célibataires, veufs, séparés ou divorcés : 3% entre 250 001 euros et 500 000 euros, 4% à partir de 500 001 euros ;
- pour les contribuables soumis à une imposition commune : 3% entre 500 001 euros et 1 000 000 euros et 4% à partir de 1 000 001 euros.

En particulier, sont pris en compte pour le calcul du revenu fiscal de référence les dividendes ainsi que les plus-values de cessions de valeurs mobilières.

### **Régime spécifique applicable au Plan d'Epargne en Actions («PEA»)**

Pendant la durée du plan, les dividendes et plus-values que procurent les placements effectués dans le cadre du PEA ne sont pas imposables à l'impôt sur le revenu à condition d'être réinvestis dans le PEA. Les produits des placements effectués en actions ou parts de sociétés non cotées ne bénéficient toutefois de l'exonération d'impôt sur le revenu que dans la limite de 10% du montant de ces placements.

Au cas présent, la Société étant cotée, cette limitation ne s'applique pas (le prélèvement à la source de 21% issu de l'article 117 quater du CGI ne sera pas exigible).

Il est précisé qu'au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA, laquelle s'entend de la date du premier versement) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), le gain net réalisé depuis l'ouverture du plan bénéficie d'une exonération d'impôt sur le revenu mais reste soumis à la CSG, à la CRDS, au prélèvement social ainsi qu'à la contribution additionnelle au taux global de 15,5%.

Les moins-values subies dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre ; il est précisé que les pertes éventuellement constatées lors de la clôture anticipée du PEA avant l'expiration de la cinquième année (ou, sous certaines conditions, en cas de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année lorsque la valeur liquidative du plan est inférieure au montant des versements effectués sur le plan depuis son ouverture) sont imputables sur les gains de même nature (i.e. notamment ceux réalisés à l'occasion de la cession des droits sociaux et de valeurs mobilières soumises au régime de l'article 150-0 A du CGI, quel que soit leur taux d'imposition) réalisés au cours de la même année ou des dix années suivantes.

#### 2.12.4. Personnes morales résidentes fiscales françaises soumises à l'impôt sur les sociétés

L'Offre entraîne chez les personnes morales participantes la constatation (BOI-RPPM-RCM-10-20-30-20 du 12 septembre 2012) :

- d'un revenu distribué égal à la différence entre le prix de rachat des actions apportées à l'Offre et le montant des apports réels ou assimilés compris dans la valeur nominale des titres rachetés qui, compte tenu de l'historique des capitaux propres d'Homair Vacances, est égal à 1,667 euros par action ou, si elle est supérieure, la valeur d'inscription à l'actif;
- d'un profit (ou d'une perte) égal à la différence entre le prix de revient fiscal des titres rachetés et le second terme de la différence mentionné ci-dessus. Ce profit (ou cette perte) relèvera du régime des plus-values (ou moins-values).

##### **Quote-part du prix de rachat relevant du régime des revenus distribués**

L'impôt sur les sociétés est applicable au taux de droit commun, soit 33,1/3% majoré de la contribution sociale de 3,3% assise sur l'impôt sur les sociétés, après application d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze mois (article 235 ter ZC du CGI).

Toutefois, pour les entreprises dont le chiffre d'affaires hors taxes au cours de l'exercice, le cas échéant ramené à douze mois, est inférieur à 7.630.000 euros et dont le capital social, entièrement libéré, est détenu de manière continue pendant la durée de l'exercice considéré, pour au moins 75%, (calculés dans les conditions prévues à l'article 219 I-b du CGI) par des personnes physiques ou par des sociétés satisfaisant elles-mêmes à l'ensemble de ces conditions, le taux de l'impôt sur les sociétés est fixé, dans la limite de 38.120 € du bénéfice imposable par période de douze mois, à 15%.

Ces entreprises sont, en outre, exonérées de la contribution sociale de 3,3% mentionnée ci-dessus.

En outre, pour les exercices clos à compter du 31 décembre 2013 et jusqu'au 30 décembre 2015, il est mis à la charge des redevables de l'impôt sur les sociétés qui réalisent au cours de l'exercice ou de la période d'imposition, ramené le cas échéant à douze mois, un chiffre d'affaires supérieur à 250.000.000 euros une contribution exceptionnelle égale à 10,7% du montant de l'impôt sur les sociétés avant imputation des réductions, crédits d'impôts et créances fiscales de toute nature.

Conformément aux dispositions des articles 145 et 216 du CGI, les personnes morales ayant souscrit ou détenant des actions représentant au moins 5% du capital de la société émettrice, peuvent sous certaines conditions bénéficier, sur option, du régime des sociétés mères en vertu duquel les revenus distribués par la société mère ne sont pas soumis à l'impôt sur les sociétés, à l'exception d'une quote-part représentative des frais et charges supportés par cette société.

Cette quote-part est fixée forfaitairement et uniformément à 5% du montant desdits dividendes. Outre le régime fiscal décrit ci-dessus, la fraction des sommes perçues dans le cadre de la présente Offre et relevant du régime des revenus distribués peut être soumise à une retenue à la source au taux de 75% en France prélevée par l'établissement payeur si elle est versée sur un compte ouvert à l'étranger dans les livres d'un établissement situé dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI (article 187-2 du CGI).

##### **Quote-part du prix de rachat relevant du régime des plus ou moins-values**

Dans l'hypothèse où le prix de revient des titres est inférieur au montant des apports réputés remboursés ou à la valeur d'inscription des titres à l'actif si elle est supérieure, cette partie du profit

relèvera du régime des plus-values et sera soumise à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun précitées, sauf à appliquer le régime des plus-values à long terme si les titres présentés au rachat satisfont aux conditions prévues par l'article 219 I-a quinquies du CGI.

Conformément à cet article, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession de titres de participation remplissant les conditions prévues par cet article et qui ont été détenus depuis au moins deux ans sont exonérées d'impôt moyennant la réintégration, dans les résultats imposables à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun, d'une quote-part de frais et charges égale à 12% du montant brut des plus-values réalisées.

Constituent des titres de participation pour l'application de l'article 219 I-a quinquies du CGI les actions revêtant ce caractère sur le plan comptable, les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères si ces actions ou titres sont inscrits en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, à l'exception des titres de sociétés à prépondérance immobilière.

Les conditions d'utilisation et de report des moins-values à long terme obéissent à des règles fiscales spécifiques et les contribuables concernés sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel pour déterminer les règles qui leur sont applicables. En particulier, les moins-values nettes à long terme réalisées à l'occasion de la cession de titres de participation répondant à la définition donnée par l'article 219-I-a quinquies du CGI et qui ont été détenus pendant au moins deux ans ne seront ni reportables ni imputables.

#### 2.12.5. Actionnaires non-résidents

##### **Quote-part du prix de rachat relevant du régime des revenus distribués**

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, l'opération de rachat est en principe soumise, pour l'excédent du prix de rachat sur le montant des apports compris dans les titres rachetés, à une retenue à la source de 30% (article 119 bis 2 et 187-1 du CGI) lorsqu'elle bénéficie à des personnes qui n'ont pas leur domicile fiscal ou leur siège en France, ce taux étant porté à 21% en cas de paiement à une personne physique domiciliée dans un Etat de l'Union européenne ou dans un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen ayant conclu avec la France une convention d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude et l'évasion fiscales, et à 75% (article 119 bis 2 et 187-2 du CGI) lorsqu'elle est payée hors de France dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

Il est toutefois admis que l'assiette de la retenue à la source soit constituée de l'excédent du prix de rachat des titres sur le prix ou la valeur d'acquisition, s'il est supérieur au montant des apports sous réserve (i) d'une part, que les actionnaires non-résidents justifient auprès de la société qui procède au rachat de ses titres du prix ou de la valeur d'acquisition des titres rachetés et (ii) d'autre part, que la société qui procède au rachat tienne à la disposition de l'administration fiscale française tout document de nature à justifier du prix ou de la valeur d'acquisition des titres rachetés aux associés ou actionnaires. A défaut de pouvoir justifier du prix ou de la valeur d'acquisition des titres rachetés, la retenue à la source est exigible sur la différence entre le prix de rachat et le montant des apports compris dans les titres rachetés (BOI-RPPM-RCM-10-20-30-20 du 12 septembre 2012).

##### **Quote-part du prix de rachat relevant du régime des plus ou moins-values**

Sous réserves des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, les plus-values réalisées à l'occasion de cessions d'actions dans le cadre de l'Offre par les personnes physiques ou morales qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4 B du CGI, ou dont le siège social est situé hors de France, sont généralement exonérées d'impôt en France, sous réserve (i) que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou une base fixe soumis à l'impôt en France, et (ii) que les droits détenus, directement ou indirectement, par le cédant avec son conjoint, leurs ascendants ou leurs descendants, dans les bénéfices sociaux de la société dont les titres sont cédés n'aient, à aucun moment au cours des cinq années précédant la cession, dépassé ensemble 25% de ces bénéfices, auquel cas l'imposition est établie au taux de 45% (sous réserve des stipulations plus favorables prévues par une convention fiscale internationale) (articles 244 bis B et C du CGI).

Toutefois, et sous réserve de l'application des conventions fiscales, et quel que soit le pourcentage de droits détenus dans les bénéfices de la société dont les titres sont cédés, ces plus-values sont imposées au taux forfaitaire de 75%, lorsqu'elles sont réalisées par des personnes ou organismes domiciliés, établis ou constitués hors de France dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI (article 244 bis B du CGI).

#### 2.12.6. Autres situations

Les actionnaires soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel.

### 3. ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DE L'OFFRE

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant ci-dessous ont été préparés par Portzamparc Société de Bourse, pour le compte de la Société, selon les principales méthodes usuelles d'évaluation, et sur la base d'informations publiques disponibles sur Homair Vacances, son secteur d'activité et ses concurrents, ainsi que du plan d'affaires préparé par la Société afin de refléter ses derniers développements stratégiques. Il n'entrait pas dans la mission de Portzamparc Société de Bourse de vérifier ces informations ni de vérifier ou d'évaluer les actifs ou les passifs d'Homair Vacances.

#### 3.1. Méthodologie

##### 3.1.1. Méthodes retenues

Pour apprécier le prix offert par l'Initiateur, la valorisation a été menée par Portzamparc Société de Bourse dans le cadre d'une approche multicritères. Les méthodes suivantes ont été jugées pertinentes dans le cadre de l'activité de HOMAIR VACANCES :

- appréciation par les cours de Bourse,
- transactions récentes sur le capital,
- comparaison de multiples boursiers de sociétés comparables,
- actualisation des flux de trésorerie d'exploitation futurs ("Discounted Cash Flows" ou "DCF").

##### 3.1.2. Méthodes écartées

Les méthodes suivantes n'ont pas été retenues pour l'appréciation du prix offert :

#### ▪ **Actif Net Comptable**

Cette méthode permet d'estimer la valeur des actions d'une société par différence entre la somme des actifs et l'ensemble des dettes. Cette approche ne permet pas de prendre en compte les perspectives de HOMAIR VACANCES.

A titre d'information, l'actif net comptable de HOMAIR VACANCES s'élève à 41,4M€ soit 3,09€/action au 30 septembre 2013 sur la base du nombre d'actions en circulation au 30/09/2013 (13 411 589). L'offre actuelle à 5,75€/action présente donc une prime de +86% sur cette valeur d'actif net comptable.

#### ▪ **Actif Net Réévalué (ANR)**

Cette méthode consiste à rétablir la valeur de marché des différents éléments d'actif et de passif du bilan de la société en identifiant d'éventuelles plus-values ou moins-values latentes. La méthode de l'actif net réévalué (ANR) est surtout pertinente dans le cas d'évaluation de holdings diversifiées ou de sociétés détentrices de nombreux actifs – notamment immobiliers ou non utiles à l'exploitation susceptibles de voir leur valeur historique inscrite au bilan très en-deçà ou au-delà de leur valeur de réalisation économique immédiate. Elle ne s'applique pas à l'activité d'hôtellerie de plein air de HOMAIR VACANCES dont une part importante de la valeur réside dans la capacité de la société à entretenir et développer sa clientèle.

- **Actualisation des flux de dividendes futurs (Discounted Dividend Model ou DDM)**

Cette approche de valorisation par actualisation des dividendes prend pour hypothèse que la valeur d'une action est déterminée par la valeur de ses dividendes futurs actualisés. Cette méthode présente l'inconvénient de ne pas prendre en compte la totalité de la capacité de la société à générer des flux (les flux réinvestis dans la société n'étant pas pris en compte). Par ailleurs, cette approche demeure intrinsèquement liée au taux de distribution qui peut être arbitrairement fixé par la direction et être ainsi décorrélée de la capacité propre de l'entreprise à générer des flux de trésorerie pour l'actionnaire.

En l'absence de versement de dividendes de manière régulière, nous n'avons pas retenu cette méthode dans le cas de HOMAIR VACANCES. A titre d'information : i/ au cours des six derniers exercices, la société n'a versé qu'un seul dividende de 0,08€ / action au titre de l'exercice 2012 et ii/ la convocation à l'Assemblée Générale du 13 février 2014, publiée au BALO le 6 janvier 2014, fait état, dans la quatrième résolution relative à l'affectation du résultat de l'exercice 2013, d'un dividende exceptionnel de 0,13€ / action.

- **Approche par comparaison avec les transactions comparables**

Cette méthode consiste à comparer le prix d'offre avec le prix induit par les multiples moyens d'un échantillon de transactions récentes concernant des sociétés comparables à HOMAIR VACANCES. Les transactions identifiées lors de nos travaux sur le secteur loisirs/tourisme ne nous ont pas permis d'identifier un nombre suffisant d'opérations comparables ou pour lesquelles les conditions financières ont été rendues publiques. Par conséquent, nous n'avons pas retenu cette approche.

### 3.1.3. Hypothèses retenues pour la valorisation

Portzamparc Société de Bourse a effectué son évaluation de la société HOMAIR VACANCES à partir des informations publiques propres à une société cotée, d'entretiens avec le management et, en matière d'informations prévisionnelles, à partir des éléments communiqués par le management.

Les éléments retenus pour les sociétés cotées prises dans l'échantillon de comparables sont issus des informations publiques de ces sociétés et des informations issues des consensus sur les valeurs retenues.

Ces informations et ces éléments prévisionnels n'ont pas fait l'objet d'audits spécifiques de la part de Portzamparc Société de Bourse et ne sauraient engager sa responsabilité s'ils n'étaient pas conformes à la réalité ou s'ils comportaient des omissions de nature à en altérer la portée.

Les travaux reposent sur des états financiers consolidés audités, certifiés par les commissaires aux comptes et publiés par HOMAIR VACANCES aux 30 septembre 2011 et 2012. Par ailleurs, il nous a été fourni des comptes consolidés au 30 septembre 2013 qui n'ont pas été audités.

Le management de HOMAIR VACANCES a communiqué à Portzamparc un plan d'affaires pour la période 2014-2018.

Les travaux d'évaluation s'inscrivent dans le cadre de l'offre et se placent donc dans une perspective de continuité d'exploitation.

#### **Le nombre d'actions :**

Tous nos calculs ont été arrêtés sur la base du nombre d'actions existantes à la date de réalisation de ce rapport soit 13 108 981 diminué du nombre d'actions auto-détenues (998 899), augmenté du nombre d'actions potentielles à provenir des instruments dilutifs dans la monnaie (5 047 639 ; BSA 1, 22

BSA 3 et BSA 4) et du nombre d'actions potentielles à provenir du Programme d'Attribution d'Actions Gratuites (93 150).

| <b>Nombre d'actions</b>                                         |                   |
|-----------------------------------------------------------------|-------------------|
| Actions en circulation                                          | 13 108 981        |
| - actions auto détenues                                         | - 998 899         |
| + actions issues de l'exercice des BSA 1, BSA 3 et BSA 4        | 5 047 639         |
| + actions issues du Programme d'Attribution d'Actions Gratuites | 93 150            |
| <b>Nombre d'actions de référence</b>                            | <b>17 250 871</b> |

Le nombre d'actions pris en compte dans nos calculs est donc de 17 250 871 actions.

Le tableau ci-dessous recense les instruments potentiellement dilutifs :

|                                  | <b>BSA 1</b>     | <b>BSA 3</b>                                                     | <b>BSA 4</b>                                                     | <b>BSA 2013 1</b> | <b>BSA 2013 2</b> | <b>PAAG</b>   |
|----------------------------------|------------------|------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|-------------------|-------------------|---------------|
| Date d'Assemblée                 | 05/01/2006       | 11/02/2009                                                       | 28/01/2011                                                       | 10/07/2012        | 10/07/2012        | 10/07/2012    |
| Nb pouvant être exercés          | 3 400 000        | 1 215 000                                                        | 1 000 000                                                        | 1 540 000         | 660 000           | <b>93 150</b> |
| Parité                           | 1 pour 1 action  | 1 pour 1 action                                                  | 1 pour 1 action                                                  | 1 pour 1 action   | 1 pour 1 action   | -             |
| Point de départ de l'exercice    | 05/01/2006       | ¼ au 11/02/09<br>¼ au 11/02/10<br>¼ au 11/02/11<br>¼ au 11/02/12 | ¼ au 28/01/11<br>¼ au 28/01/12<br>¼ au 28/01/13<br>¼ au 28/01/14 | 02/04/2018        | 02/04/2018        | -             |
| Durée de l'exercice              | 10 ans           | 10 ans                                                           | 10 ans                                                           | 2 ans             | 2 ans             | -             |
| Prix du BSA                      | N/A              | 0,10 €                                                           | 0,13 €                                                           | 0,23 €            | 0,135 €           | -             |
| Prix de souscription de l'action | 1,00 €           | 2,50 €                                                           | 5,00 €                                                           | 7,00 €            | 10,0 €            | -             |
| Nb exercés                       | 400 000          | 159 391                                                          | 0                                                                | 0                 | 0                 | -             |
| Nb caducs                        | -                | 7 970                                                            | -                                                                | -                 | -                 | -             |
| <b>Nb restant à exercer</b>      | <b>3 000 000</b> | <b>1 047 639</b>                                                 | <b>1 000 000</b>                                                 | <b>1 540 000</b>  | <b>660 000</b>    | <b>93 150</b> |
| % de dilution potentielle        | 22,9%            | 8,0%                                                             | 7,6%                                                             | 11,7%             | 5,0%              | 0,7%          |

BSA : Bon de Souscription d'Actions ; PAAG : Programme d'Attribution d'Actions Gratuites

### L'endettement financier net :

Nos calculs d'endettement financier net sont basés sur les comptes consolidés du dernier exercice clos au 30 septembre 2013 et, par souci d'homogénéité vis-à-vis du nombre d'actions retenu dans nos calculs, intègrent i/ le débours de trésorerie lié au rachat d'actions propres opérés par HOMAIR VACANCES le 28 novembre 2013 et ii/ l'apport de trésorerie lié à l'exercice théorique des instruments dilutifs dans la monnaie (BSA 1, BSA 3, BSA 4).

| <b>Calcul de la dette financière nette retraitée (M€)</b> | <b>Nature / commentaire</b>                            |
|-----------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| Emprunts et dettes financières                            | 77,822 Dettes financières courantes et non courantes   |
| + Provisions                                              | 0,095 Indemnités de Départ à la Retraite               |
| + Intérêts minoritaires                                   | 2,789                                                  |
| - Disponibilités                                          | -20,941 Trésorerie et équivalents hors actions propres |
| + Achat d'actions propres post clôture                    | 5,972 1 038 550 actions rachetées à 5,75€              |
| - Entrée de trésorerie provenant de l'exercice des BSA    | -10,619 BSA 1, BSA 3 et BSA 4                          |
| <b>Dette financière nette retraitée au 30/09/2013</b>     | <b>55,117</b>                                          |

Sources : Société, Portzamparc

### 3.2. Valorisation des actions HOMAIR VACANCES selon les méthodes retenues

#### 3.2.1. Appréciation par les cours de Bourse

Cette méthode d'évaluation repose sur la comparaison du prix d'offre de 5,75€ avec le dernier cours de clôture précédant l'annonce du Rachat d'Actions (séance du 26 novembre 2013) et les cours moyens pondérés de HOMAIR VACANCES au cours du mois précédent, des trois derniers, des six derniers et des douze derniers mois.

Les actions de HOMAIR VACANCES sont cotées sur NYSE Alternext Paris sous le code ISIN FR0010307322. Le titre a été introduit en Bourse en 2007 au prix de 5,10€ par action. Il fait partie de l'indice Alternext Allshare.

Le tableau ci-dessous présente la prime induite entre le prix d'offre de 5,75€ et les cours moyens pondérés par les volumes du titre HOMAIR VACANCES sur les douze derniers mois.

| Approche par les cours de Bourse |                                          |                               |                                               |                    |
|----------------------------------|------------------------------------------|-------------------------------|-----------------------------------------------|--------------------|
|                                  | Volume<br>quotidien moyen<br>(nb titres) | Volume quotidien<br>moyen (€) | Cours moyen<br>pondéré par les<br>volumes (€) | Prime induite en % |
| Clôture du 26/11/13              |                                          |                               | 3,45 €                                        | 67%                |
| 1 mois                           | 114                                      | 440                           | 3,85 €                                        | 49%                |
| 3 mois                           | 419                                      | 1545                          | 3,68 €                                        | 56%                |
| 6 mois                           | 313                                      | 1141                          | 3,65 €                                        | 58%                |
| 1 an                             | 347                                      | 1397                          | 4,02 €                                        | 43%                |

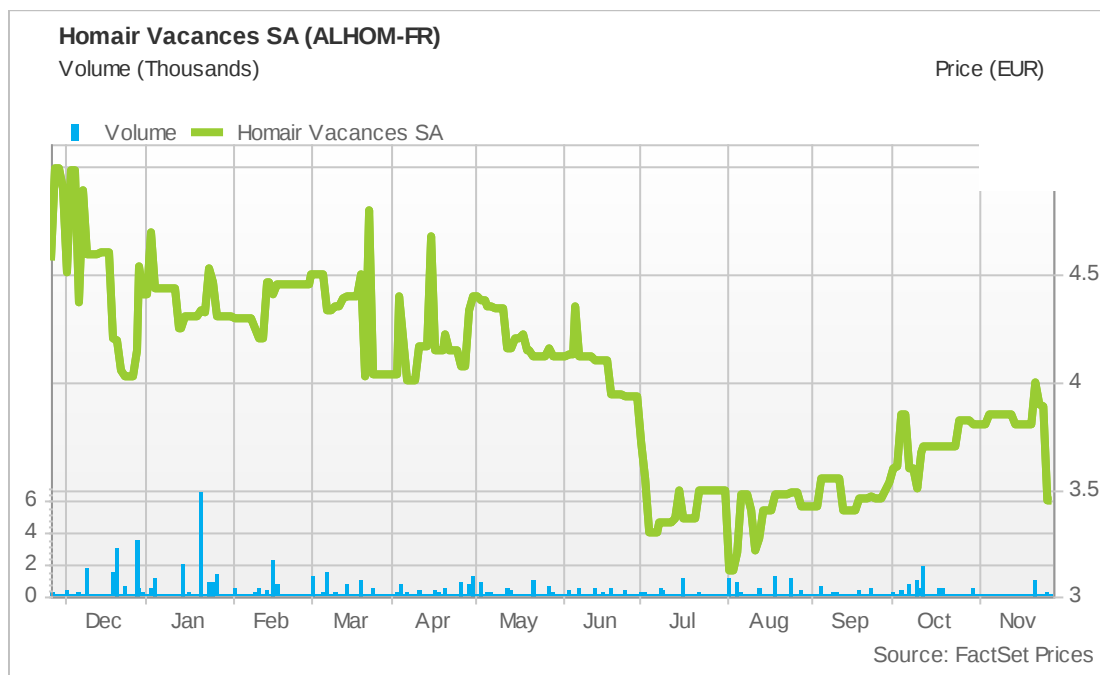
Sources : Euronext, FactSet

Les cours de clôture les plus bas /plus haut sur 52 semaines sont respectivement de 3,13€ et de 4,99€. Les primes induites par le prix d'offre de 5,75€ sont respectivement de 84% et 15%.

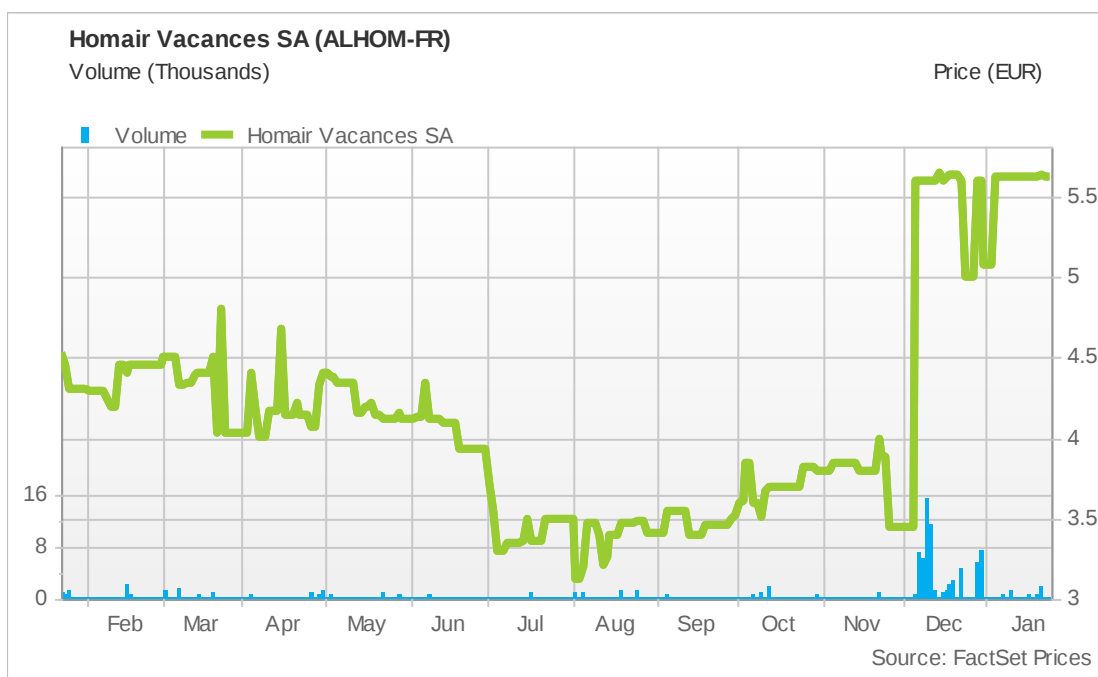
Cette méthode nous paraît pertinente au regard de la prise en compte par le cours de Bourse de l'information régulière donnée par la Société conformément aux obligations en la matière sur NYSE Alternext. La Société diffuse sur son site Internet et sur les sites dédiés de NYSE Euronext et de l'AMF l'information financière périodique et ponctuelle.

Selon l'approche par les cours de Bourse, la valorisation ressort entre 3,45€ et 4,02€ par action. Le prix de l'offre de 5,75€/action présente une prime comprise entre 43% et 67% selon l'approche par les cours de Bourse.

A titre d'information, le graphique ci-après retrace l'évolution du cours et des volumes traités sur le titre au cours des douze mois précédant l'annonce de l'opération.



A titre d'information, le graphique ci-après retrace l'évolution du cours et des volumes traités sur le titre au cours des douze derniers mois, notamment depuis l'annonce du Rachat d'Actions le 28 novembre 2013.



### 3.2.2. Transactions récentes sur le capital

Cette méthode repose sur l'analyse des transactions récentes significatives sur le capital de la Société. Nous avons identifié les transactions suivantes :

| Date          | Description                                                                                                                                                                          | Prix  | Prime décote) |
|---------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|---------------|
| Novembre 2013 | Acquisition par Iliade de 1 391 304 actions HOMAIR VACANCES, représentant environ 10,37% du capital de la Société, auprès des Vendeurs, à un prix unitaire de 5,75 euros.            | 5,75€ | 0%            |
| Novembre 2013 | Acquisition par HOMAIR VACANCES, dans le cadre de son programme de rachat d'actions, d'environ 7,7% du capital de la Société, auprès des Vendeurs, à un prix unitaire de 5,75 euros. | 5,75€ | 0%            |

*A noter que la promesse synallagmatique de vente et d'achat d'actions signée entre Iliade et les cédants prévoit un complément de prix dans le cas où, avant le 28 février 2014, Iliade et/ou HOMAIR VACANCES procéderait à une cession des actions à un prix supérieur à 5,75€. Le complément de prix serait alors égal à la différence entre le prix de cession et 5,75€. Iliade s'est engagée à ne pas céder d'action HOMAIR VACANCES avant le 1<sup>er</sup> mars 2014. Nous n'avons donc pas tenu compte de ce complément de prix dans notre évaluation.*

Ces opérations ont été réalisées sur une base de 5,75€ par action soit un prix équivalent à celui de la présente offre. Elles constituent une référence particulièrement significative et ce, pour deux raisons:

- 1/ elles portent sur une part significative du capital de la société (18,1% au total), et
- 2/ compte tenu de leur proximité avec la date de l'opération, elles intègrent un niveau d'information équivalent sur la situation et les perspectives de HOMAIR VACANCES.

### 3.2.3. Multiples de sociétés cotées comparables

L'approche par les multiples boursiers consiste à valoriser HOMAIR VACANCES sur la base de ratios de valorisation observés sur un échantillon d'entreprises cotées comparables.

La pertinence de la méthode des comparables boursiers est liée à :

- la nécessité de disposer d'un échantillon de sociétés similaires en termes de profil d'activité, de positionnement, de taille et de rentabilité,
- la stabilité et la représentativité à long terme des performances opérationnelles de la cible, dans la mesure où cette méthode, à la différence du DCF, est construite sur un horizon relativement court, en l'espèce 2014 à 2015.

Dans cette approche, ont été retenus les ratios de EV/EBITDA et EV/EBIT. La valeur d'entreprise est définie comme la somme de la capitalisation au 16/01/2014 et des dettes financières nettes de l'exercice de référence. Cette valeur d'entreprise est rapportée à l'EBITDA (Excédent Brut d'Exploitation) ou à l'EBIT (Résultat Opérationnel). Le ratio VE/CA n'a pas été retenu au regard des différences de marges entre les sociétés de l'échantillon. Le ratio P/E n'a pas été retenu car il peut introduire, en fonction du niveau d'endettement et de la fiscalité, un biais dans la valorisation des titres.

### Définition des comparables :

Nous avons retenu un échantillon de sociétés comparables qui traduit, selon nous, le profil de HOMAIR VACANCES caractérisé par une activité de prestation hôtelière exposée aux tendances du marché du tourisme européen. Bien qu'il n'existe aucune société directement comparable à HOMAIR VACANCES, l'analyse détaillée des caractéristiques des différentes sociétés cotées nous a amenés à retenir les sociétés suivantes :

**CLUB MEDITERRANEE** (EURONEXT PARIS : CU) figure parmi les 1<sup>ers</sup> exploitants mondiaux de villages de vacances. A fin octobre 2012, Club Méditerranée exploitait 71 villages et villas implantés en Europe (51), en Amérique (11) et en Asie (9). Le groupe réalise près des trois quarts de son chiffre d'affaires en Europe. Depuis juillet 2013, Club Méditerranée fait l'objet d'une OPA initiée par le groupe chinois Fosun et le fonds Axa Private Equity.

**COMPAGNIE DES ALPES** (EURONEXT PARIS : CDA) est un acteur majeur des loisirs actifs en Europe. Le groupe est présent sur 26 sites, dont 11 grands Domaines Skiables (56%CA) et 15 Parcs de loisirs (44%CA ; Parc Astérix, Musée Grévin, Walibi et Futuroscope) situés en France (9), en Belgique (3), aux Pays Bas (2) et en Allemagne.

**PIERRE & VACANCES** (EURONEXT PARIS : VAC) Pierre & Vacances est le 1<sup>er</sup> exploitant européen de résidences et de villages touristiques. Le groupe exploite près de 50 000 appartements et maisons sous les enseignes Pierre & Vacances, Center Parcs, Adagio et Maeva notamment. Le groupe réalise l'intégralité de son chiffre d'affaires en Europe.

**TUI TRAVEL** (LONDON : TT) est un tour opérateur spécialisé dans les vols, hôtels, circuits, croisières, locations de voitures et magasins de vente au détail. La répartition géographique de l'activité est la suivante : Royaume-Uni (31%), Allemagne (27%), France (9%) et autres (32%). Le groupe est issu de la fusion de First Choice Holidays et de la section touristique de TUI AG.

**THOMAS COOK** (LONDON : TCG) est un tour opérateur qui détient, exploite et gère des agences de voyage et agences de location de voitures. L'activité est assurée au travers de marques telles que Thomas Cook, Airtours, Neckermann, etc. La société réalise essentiellement son activité en Europe (97%) dont 36% au Royaume-Uni.

**VOYAGEURS DU MONDE** (ALTERNEXT PARIS : ALVDM) est une agence de voyage organisée autour de l'organisation de voyages : i/ individuels personnalisés, ii/ d'aventures, iii/ collectifs à destinations des comités d'entreprise et associations, iv/ d'affaires (séminaires, congrès, conventions). Les clients sont essentiellement français.

#### Détails valorisation des comparables

|                             | Club Med | Cie des Alpes | P & V   | TUI Travel | Thomas Cook | Voy. du monde | MOY   | Homair  |
|-----------------------------|----------|---------------|---------|------------|-------------|---------------|-------|---------|
| Pays                        | France   | France        | France  | UK         | UK          | France        |       | France  |
| Date de clôture des comptes | 31-oct   | 30-sept       | 30-sept | 30-sept    | 30-sept     | 31-déc        |       | 30-sept |
| CA 2013 (M€)                | 1 408    | 678           | 1 307   | 17 901     | 11 079      | 286*          | 5 443 | 71      |
| ROP 2013 (M€)               | 14       | 29            | 3       | 687        | 297         | 8*            | 173   | 6,7     |
| MOP 2013 (%CA)              | 1,0%     | 4,3%          | 0,2%    | 3,8%       | 2,7%        | 2,7%*         | 2,5%  | 9,4%    |
| TMVA CA 2008-2013           | -1,2%    | 3,2%          | -1,7%   | -0,4%      | -1,1%       | 3,9%*         | 0,5%  | 17,1%   |
| MOP Moy. 2008-2013          | 2,2%     | 10,8%         | 1,6%    | 3,1%       | 2,6%        | 3,3%*         | 3,9%  | 12,4%   |

| Critères retenus                 |   |   |   |   |   |   |   |
|----------------------------------|---|---|---|---|---|---|---|
| Secteur d'activité (= tourisme)  | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Présence géographique (= Europe) | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |

\* données arrêtées aux 31/12/2012 (données 2013 non publiées)

Sources : FactSet, Portzamparc

#### • Echantillon de valeurs sélectionnées

| Ratios de référence     | Capi (M€)    | Ev/EBITDA<br>14 | Ev/EBITDA<br>15 | Ev/EBIT 14    | Ev/EBIT 15   |
|-------------------------|--------------|-----------------|-----------------|---------------|--------------|
| Club Mediterranee SA    | 557          | 5,0 x           | 4,2 x           | 10,7 x        | 7,7 x        |
| Compagnie des Alpes SA  | 389          | 4,9 x           | 4,6 x           | 13,8 x        | 12,3 x       |
| Pierre & Vacances SA    | 278          | 6,0 x           | 4,5 x           | 17,9 x        | 10,1 x       |
| TUI Travel PLC          | 5 738        | 5,3 x           | 4,6 x           | 7,3 x         | 6,2 x        |
| Thomas Cook Group plc   | 3 209        | 5,6 x           | 4,4 x           | 8,2 x         | 6,0 x        |
| Voyageurs du Monde SA   | 114          | 2,3 x           | 1,8 x           | 3,0 x         | 2,4 x        |
| <b>Moyenne</b>          | <b>1 714</b> | <b>4,8 x</b>    | <b>4,0 x</b>    | <b>10,1 x</b> | <b>7,5 x</b> |
| VE Homair Vacances (M€) |              | 107             | 97              | 78            | 64           |
| Valeur par action (€)   |              | 4,22€           | 3,97€           | 2,52€         | 2,08€        |
| <b>Moyenne (€)</b>      | <b>3,20€</b> |                 |                 |               |              |

Sources : FactSet, Portzamparc, données au 16/01/2014

Le tableau précédent regroupe les résultats de la valorisation par la méthode des comparables boursiers.

Compte tenu du niveau de profitabilité et du rythme de croissance plus élevés de HOMAIR VACANCES par rapport aux sociétés comparables, nous n'avons pas retenu de décote de taille malgré sa capitalisation boursière plus faible. La valorisation moyenne par la méthode des multiples boursiers s'établit ainsi à 3,20€/action. Le prix de l'offre de 5,75€ fait ressortir une prime de 80% sur cette valeur.

A titre d'information, le tableau ci-dessous présente la prime induite par l'offre publique de 5,75€ selon que l'on retienne la moyenne ou la médiane des multiples de VE/EBITDA et VE/EBIT de l'échantillon :

| Ratios MOYENS | Prix par action | Prime |
|---------------|-----------------|-------|
| EV/EBITDA 14  | 4,22 €          | 36%   |
| EV/EBITDA 15  | 3,97 €          | 45%   |
| EV/EBITDA     | 4,10 €          | 40%   |
| EV/EBIT 14    | 2,52 €          | 128%  |
| EV/EBIT 15    | 2,08 €          | 177%  |
| EV/EBIT       | 2,30 €          | 150%  |

| Ratios MEDIANs | Prix par action | Prime |
|----------------|-----------------|-------|
| EV/EBITDA 14   | 4,62 €          | 24%   |
| EV/EBITDA 15   | 4,55 €          | 26%   |
| EV/EBITDA      | 4,59 €          | 25%   |
| EV/EBIT 14     | 2,20 €          | 161%  |
| EV/EBIT 15     | 1,82 €          | 216%  |
| EV/EBIT        | 2,01 €          | 186%  |

Source : Portzamparc

### 3.2.4. Evaluation par actualisation des flux futurs de trésorerie

Cette méthode considère la valorisation d'une entreprise par la somme des cash flow d'exploitation, après financement des investissements de capex nets et besoins en fonds de roulement sur une période définie. A l'issue de cette période, une valeur terminale est définie par l'actualisation du flux normatif à l'infini. Chacun des flux est actualisé à un taux équivalent au coût moyen pondéré du capital. La somme des flux obtenue correspond à la valeur d'entreprise de laquelle il convient de retirer la dette nette afin de déterminer la valeur des capitaux propres de l'entreprise.

Cette évaluation repose sur le plan d'affaires réalisé par le management de la société visée, HOMAIR VACANCES, sur la période 2014-2018, sans croissance externe. La période 2019-2023 s'appuie sur l'extrapolation du plan d'affaires par Portzamparc en concertation avec le management de la société afin d'arriver sur une période de maturité. A l'horizon 2023, la valeur terminale est calculée à partir d'une rente à l'infini actualisée sur la base d'un flux normatif.

Les principales hypothèses sont décrites ci-après :

- sur la période du plan d'affaires 2014-2018. Le tmva CA 13-18 ressort à 7,1%, le tmva EBITDA à 10% et le tmva EBIT à 15%. La marge d'EBIT atteint 13,6% en fin de période (vs 9,4% en 2013).
- sur la période d'extrapolation 2019-2023. Il a été retenu un taux de croissance de l'activité en diminution progressive convergeant vers la croissance à l'infini de 1,5% et une marge opérationnelle stable à 13,6% en 2023, niveau tenant compte d'une inflation des coûts identique à la croissance du chiffre d'affaires. Le niveau de marge opérationnelle normatif de 13,6% est cohérent avec le niveau moyen enregistré par le groupe sur les 7 derniers exercices à savoir 13,0% (avec un point haut à 17% en 2007 et un point bas à 9,4% en 2013).
- les investissements de capex ressortent à près de 18% sur la période du plan d'affaires 2014-2018. En 2014, la cession prévue d'actifs fonciers pour 10M€ explique le faible niveau d'investissement net apparent. Sur la période d'extrapolation 2019-2023, les investissements sont normalisés à 18% du chiffre d'affaires. Ils intègrent les investissements de renouvellement (achats de mobil-homes) et les dépenses de développement (acquisitions de fonds de commerce et dépôts de garanties).
- le poids du BFR en % du CA reste stable sur la période 2014-2023 à -2% du CA, niveau conforme au niveau moyen constaté sur les précédentes années.
- le taux d'actualisation retenu est le coût moyen pondéré du capital de la société HOMAIR VACANCES calculé à partir du coût des fonds propres et du coût de la dette.

Le coût des fonds propres est estimé sur la base de la formule du MEDAF (Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers), selon laquelle le coût des fonds propres est la somme d'un taux sans risque correspondant au retour attendu sur un investissement non risqué et d'une prime de risque qui correspond au surplus de rentabilité demandé par l'investisseur eu égard au profil de risque de l'investissement.

Coût des fonds propres = Taux sans risque + Prime de risque du marché français \* beta

Le taux sans risque retenu est le taux d'intérêt de l'OAT (Obligation Assimilable du Trésor) à 10 ans. Celui-ci s'élève à 2,37% (source FactSet, 16/01/2014).

La prime de risque retenue pour le marché action français s'élève à 5,26% (source : FactSet, 16/01/2014).

Le beta<sup>1</sup> est calculé à partir du beta moyen des sociétés comparables de l'échantillon constitué (corrigé pour annuler l'impact de la structure financière de la société comparable). Celui-ci s'élève à 0,70 désendetté soit 2,04 sur la base du ratio dettes nettes sur fonds propres part du groupe de HOMAIR VACANCES de 140% au 30/09/2013 et du correctif de taille<sup>2</sup>.

Le coût de la dette avant impôt retenu est de 6,5%. Nous avons pris pour référence le coût du dernier emprunt significatif de la Société, à savoir l'emprunt obligataire d'un montant de 15M€ réalisé en mai 2013. Le coût de la dette après impôt retenu ressort à 4,3%.

Le taux d'actualisation retenu s'élève donc à 9,3%.

La valeur terminale est calculée par la méthode de la rente actualisée à l'infini à partir du cash flow disponible normatif. Ce montant est actualisé au coût moyen pondéré du capital. Le taux de croissance à l'infini appliqué au flux de trésorerie normatif à maturité est de 1,5% correspondant au taux de croissance moyen attendu à long terme de l'économie européenne. La valeur terminale représente 48% de la valeur d'entreprise.

### Conclusion :

L'approche par actualisation des flux futurs de trésorerie fait ressortir une valorisation de 4,12€ par action.

Le prix de l'offre de 5,75€/action présente une prime de 40% selon l'approche par l'actualisation des flux.

Une étude de sensibilité a été effectuée sur la base des paramètres suivants :

- coût moyen pondéré du capital (CMPC),
- taux de croissance à l'infini (g),
- marge opérationnelle normative (MOPn)

---

<sup>1</sup> Le beta statistique de HOMAIR VACANCES ne peut être retenu comme mesure du risque spécifique du titre. Il présente des valeurs non significatives avec des coefficients R2 faibles.

<sup>2</sup> Le correctif de taille (0,35) est calculé selon l'abaque de M. Eric-Eugène Grena – membre SFAF, travaux réalisés sur l'évaluation des valeurs moyennes

| Sensibilité approche DCF €/action |        |        |        |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|
| CMPC / g                          | 1,0%   | 1,5%   | 2,0%   |
| 8,3%                              | 4,84 € | 5,17 € | 5,56 € |
| 9,3%                              | 3,88 € | 4,12 € | 4,38 € |
| 10,3%                             | 3,13 € | 3,30 € | 3,49 € |

Source : Portzamparc

| Sensibilité approche DCF €/action |        |        |        |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|
| CMPC / MOPn                       | 12,6%  | 13,6%  | 14,6%  |
| 8,3%                              | 4,85 € | 5,17 € | 5,50 € |
| 9,3%                              | 3,86 € | 4,12 € | 4,37 € |
| 10,3%                             | 3,09 € | 3,30 € | 3,51 € |

Source : Portzamparc

### 3.3. Synthèse générale

Le prix offert dans le cadre de l'OPRA de 5,75€ se compare comme suit aux différents critères de valorisation retenus. Il fait ressortir une prime médiane de 49% et moyenne de 54%.

|                                             | Prix par action | Prime induite en % |
|---------------------------------------------|-----------------|--------------------|
| <b>Appréciation par les cours de Bourse</b> |                 |                    |
| Clôture du 26 novembre 2013                 | 3,45 €          | 67%                |
| 1 mois                                      | 3,85 €          | 49%                |
| 3 mois                                      | 3,68 €          | 56%                |
| 6 mois                                      | 3,65 €          | 58%                |
| 1 an                                        | 4,02 €          | 43%                |
| <b>Transactions récentes sur le capital</b> | 5,75 €          | 0%                 |
| <b>Méthode des comparables boursiers</b>    |                 |                    |
| EV/EBITDA                                   | 4,10 €          | 40%                |
| EV/EBIT                                     | 2,30 €          | 150%               |
| <b>Actualisation des flux de trésorerie</b> |                 |                    |
| Valeur min                                  | 3,09 €          | 86%                |
| Valeur centrale                             | 4,12 €          | 40%                |
| Valeur max                                  | 5,56 €          | 4%                 |

Source : Portzamparc

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

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet HAF Audit & Conseil, membre du réseau Crowe Horwath International, a été désigné par le Conseil de surveillance de la société Homair Vacances le 8 janvier 2014 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique de Rachat d'Actions (OPRA).

Dans le cadre de l'Offre Publique de Rachat d'Actions (ci-après « l'Offre »), portant sur les actions de la société Homair Vacances (ci-après « Homair Vacances »), nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par cette dernière, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes.

Notre désignation a été effectuée en application de l'article 261-1 I 3° du règlement général de l'AMF en raison de conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil de Surveillance de la société de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du Conseil, les actionnaires de référence contrôlant la Société au sens de l'article L.233.3 du Code de commerce n'apportant pas leurs titres à l'offre publique de rachat lancée par la Société sur ses propres titres.

Le prix proposé aux actionnaires minoritaires de la société Homair Vacances dans le cadre de l'Offre s'établit à 5,75€ par action.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010). Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par la société Homair Vacances et ses conseils, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Présentation de l'opération
2. Présentation de l'expert indépendant
3. Eléments d'appréciation du prix proposé
4. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur
5. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

##### 4.1. Présentation de l'opération

###### 4.1.1. Société concernée par l'opération

###### 4.1.1.1. **Présentation de la société objet de l'Offre**

Homair Vacances est une société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 13.108.981,00 euros dont le siège social est situé au 570 avenue du Club Hippique, 13090 Aix en Provence, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Aix en Provence, sous le numéro

484.881.917, et dont les actions sont admises aux négociations sur NYSE Alternext Paris sous le code ISIN FR0010307322.

#### **4.1.1.1.1. Historique du groupe Homair Vacances**

En 1989, Daniel Guez crée la société Ingénierie Loisirs Développement (ILD) dédiée à l'aménagement de terrains sportifs et de loisirs pour le compte de collectivités locales. Rapidement, ILD réoriente son activité vers l'aménagement et la gestion de campings en Délégation de Service Public. En 1994, les premiers Mobil-homes sont implantés et la marque Homair Vacances est lancée.

La société s'est ensuite développée en alliant partenariats stratégiques et croissance externe, avec notamment la fusion avec Campasun en 1996. Les premières commercialisations par internet et l'internationalisation ont lieu dès le début des années 2000, avec l'ouverture d'un site marchand en 2003.

En 2006, la société Homair Vacances nouvellement créée par deux fonds communs de placement à risque gérés par la société Montefiore Investment ("**Montefiore Investment**") et Daniel Guez acquiert ILD avant de s'introduire sur Alternext en 2007 au prix de 5,10€/action. Depuis, le groupe a poursuivi sa politique de croissance organique par partenariat stratégique et de croissance externe avec notamment l'acquisition en 2011 de la société Thomsom Al Fresco (1070 mobil-homes et 45 campings) auprès de TUI Travel PLC.

En avril 2012, la société Banque Populaire Développement, filiale du groupe Natixis, a pris une participation minoritaire aux cotés de Montefiore Investment dans la holding de contrôle Iliade à hauteur de 40,8% sur la base d'un prix de 7,00€/action Homair Vacances.

Aujourd'hui le Groupe est un des leaders européens de l'hôtellerie de plein air avec deux marques exploitées et reconnues à l'échelle européenne, Homair Vacances et Al Fresco, une implantation dans six pays (Espagne, Croatie, Italie, Portugal, Autriche et Pays Bas), et plus de 8 500 mobil-homes exploités et répartis sur 143 sites<sup>1</sup>.

#### **4.1.1.1.2. Activité du groupe Homair Vacances**

Homair Vacances propose à ses clients des séjours touristiques en mobil-homes. Homair Vacances adresse sa clientèle au travers de ses différents canaux de commercialisation : la commercialisation en direct, canal principal de distribution de Homair Vacances, et les ventes aux comités d'entreprise ou via les tours opérateurs.

La commercialisation en direct des séjours proposés par Homair Vacances s'effectue via trois canaux de commercialisation complémentaires :

- Un site marchand opérationnel depuis 2003, édité en six langues présentant l'offre complète du groupe. Le site internet est le canal privilégié de réservation des clients. Il attire plus de

---

<sup>1</sup> Source : [www.homair-finance.com](http://www.homair-finance.com)

2,5 millions de visiteurs et représente les deux tiers du chiffre d'affaires commercialisé en direct.

- Un catalogue papier complet édité en six langues et expédié aux clients présents dans la base de données du groupe en amont de la saison.
- Une plateforme téléphonique en France et en Angleterre dédiée à la vente et au SAV pour les clients du groupe.

L'approche par commercialisation directe est privilégiée par le groupe car elle permet une meilleure maîtrise de la distribution, un meilleur contrôle de son exploitation et la constitution d'une base de données client importante.

L'offre du Groupe se distingue par sa variété en termes de destinations (mer, campagne, montagne), d'emplacements, de taille et de qualité des mobil-homes, et par la qualité des services proposés: équipements, accueils, activités (sports, excursions, mini-clubs...) qui séduisent un grand nombre de clients européens.

L'exploitation des sites sélectionnés par Homair Vacances peut prendre deux formes :

- Une exploitation via des partenariats de services portant sur un nombre d'emplacements à exploiter. Des contrats à durée déterminée sont signés avec le partenaire pour une durée allant de 1 à 7 ans (en moyenne 3 ans) et prévoyant généralement les conditions générales d'exploitation comme le loyer indexé sur l'inflation (3k€ en moyenne sur 2013). En 2013, le groupe exploitait 5 317 mobil-homes via des partenaires de services.
- Une exploitation en propres où Homair Vacances exploite la totalité des emplacements du site. Ce mode est utilisé par Homair Vacances pour certains sites stratégiques et selon les opportunités du marché. Pour ce type d'exploitation, Homair Vacances effectue généralement une opération de « Sales and lease back » avec ses partenaires financiers. En 2013, le groupe exploitait 3 269 mobil-homes en propres.

Grace à sa force commerciale et son positionnement, le groupe a réussi à devenir le leader de l'hôtellerie de plein air en France et l'un des principaux acteurs en Europe.

#### 4.1.1.1.3. Performance financière historique

| En m€                       | 30.09.10    | 30.09.11    | 30.09.12    | 30.09.13    | TCAM <sup>1</sup><br>2010-2013 |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------------------|
| <b>Chiffres d'affaires</b>  | <b>46,6</b> | <b>61,7</b> | <b>66,5</b> | <b>71,0</b> | <b>15%</b>                     |
| <i>Taux de croissance %</i> |             | 32%         | 8%          | 7%          |                                |
| <b>EBITDA</b>               | <b>15,7</b> | <b>19,9</b> | <b>18,9</b> | <b>20,2</b> | <b>9%</b>                      |
| <i>en % du CA</i>           | 33,8%       | 32,2%       | 28,5%       | 28,5%       |                                |
| <b>EBIT</b>                 | <b>7,1</b>  | <b>8,7</b>  | <b>6,6</b>  | <b>6,7</b>  | <b>-2%</b>                     |
| <i>en % du CA</i>           | 15,1%       | 14,1%       | 10,0%       | 9,4%        |                                |

*Source : Etats financiers consolidés du groupe Homair Vacances*

<sup>1</sup> TCAM : Taux de croissance annuel moyen

## Chiffre d'affaires

Depuis sa création, la société connaît une croissance importante de son chiffre d'affaires. Le taux de croissance moyen annuel de son chiffre d'affaires sur la période 2010 – 2013 ressort à environ 15% et s'explique d'une part par la réalisation de diverses opérations de croissance externe et d'autre part par un développement interne important.

En 2012/13, le chiffre d'affaires de Homair Vacances a connu une croissance d'environ 7% grâce à ses gains de parts de marché sur les clients français et britanniques en particulier.

| En k€                      | 30.09.10      | 30.09.11      | 30.09.12      | 30.09.13      |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Nb de Mobile home          | 6 647         | 7 982         | 8 416         | 8 563         |
| % de croissance            |               | 20,1%         | 5,4%          | 1,7%          |
| RevPAR (en k€/MH)*         | 6,5           | 7,2           | 7,4           | 7,8           |
| % de croissance            |               | 10,7%         | 2,9%          | 5,2%          |
| <b>CA Locatif</b>          | <b>43 298</b> | <b>57 545</b> | <b>62 407</b> | <b>66 783</b> |
| % de croissance            |               | 32,9%         | 8,4%          | 7,0%          |
| CA autres                  | 3 276         | 4 110         | 4 050         | 4 252         |
| % de croissance            |               | 25,5%         | -1,5%         | 5,0%          |
| <b>Chiffres d'affaires</b> | <b>46 574</b> | <b>61 655</b> | <b>66 457</b> | <b>71 035</b> |
| % de croissance            |               | 32,4%         | 7,8%          | 6,9%          |

\*RevPar : Revenu annuel moyen par Mobil-home

Entre 2010 et 2011, l'augmentation du chiffre d'affaires est principalement marquée par l'acquisition de la division Al Fresco qui exploitait 1071 mobile-homes répartis sur 45 campings en Espagne, Italie et Croatie. Cette acquisition a permis d'acquérir une forte notoriété auprès des touristes britanniques. Sur cette même période, Homair Vacances a connu une croissance organique de 6%.

Entre 2011 et 2013, Homair Vacances a poursuivi sa croissance à un rythme moyen d'environ 7,3% sur la période pour s'établir à 71m€ pour l'exercice 2012/13. Sur cette dernière période, Homair Vacances a réalisé 68% de son chiffre d'affaires sur les sites français, 16% sur les sites Italiens, 10% sur les sites espagnols et 6% sur les autres sites européens du Groupe.

Le revenu par Mobil home (ci-après le « RevPar ») est influencé à la fois par les taux de remplissage (effet volume) et les évolutions tarifaires (effet prix).

Entre 2010 et 2013, le RevPar de Homair Vacances a augmenté en moyenne de 7% pour s'établir à 7,8k€ au 30 septembre 2013. En 2011, La croissance du RevPar s'élève à 10,7% et est expliquée par l'acquisition d'Al Fresco dont les prestations sont principalement positionnées sur le haut de gamme.

## Résultat d'exploitation (EBIT<sup>1</sup>)

En 2010/11, l'EBIT a augmenté en valeur absolue, compte tenu notamment des opérations de croissance externe réalisées par le groupe avec l'acquisition de Thomsom Al Fresco, mais a diminué en valeur relative (14,1% du chiffre d'affaires contre 15,1% en 2009/10).

---

<sup>1</sup> Earnings Before Interest and Taxes : Correspond au résultat d'exploitation courant consolidé du Groupe

En 2011/12, l'EBIT diminue fortement, atteignant 6,6m€ soit 10,0% du chiffre d'affaires de Homair Vacances malgré la progression du chiffre d'affaires sur la période de 8%. La baisse du taux d'EBIT est expliquée principalement par :

- une augmentation des frais de marketing et de communication en valeur relative et en valeur absolue, ces coûts représentant 9,6% du chiffre d'affaires en 2011/12 contre 7,8% du chiffre d'affaires en 2010/11,
- une augmentation des loyers des emplacements en valeur relative. Ces coûts représentent 30,5% du chiffre d'affaires en 2011/12 contre 27,9% du chiffre d'affaires en 2010/11,
- l'impact exceptionnel de l'émission obligataire réalisée en septembre 2012.

En 2012/13, le taux de marge d'EBIT est en baisse de 0,6 point et atteint 9,4% du chiffre d'affaires contre 10% en 2011/12. Cette évolution s'explique principalement par un taux d'EBITDA stable par rapport à 2011/12 à 28,5% et une augmentation des amortissements en valeur relative.

La baisse de rentabilité observée sur cette période résulte essentiellement de l'effort de développement réalisé notamment au niveau des frais de marketing et de communication. Ces frais sont amenés à diminuer, en valeur relative, dans le futur, la rentabilité devant s'améliorer.

#### **4.1.1.1.4. Equilibre bilanciel et trésorerie**

##### **Bilan économique**

| <b>Homair Vacances Comptes Consolidés</b> |                   |                   |                   |                   |
|-------------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>En k€</b>                              | <b>30/09/2010</b> | <b>30/09/2011</b> | <b>30/09/2012</b> | <b>30/09/2013</b> |
| Autres immobilisations Incorp.            | 16 542            | 19 089            | 19 164            | 19 341            |
| Immobilisations corporelles               | 60 451            | 80 785            | 82 936            | 81 846            |
| <b>Actif immobilisé (hors immo fin.)</b>  | <b>76 994</b>     | <b>99 875</b>     | <b>102 100</b>    | <b>101 186</b>    |
| Besoin en fonds de roulement              | -111              | -1 800            | -4 275            | -674              |
| <b>Actif d'exploitation</b>               | <b>76 882</b>     | <b>98 075</b>     | <b>97 825</b>     | <b>100 512</b>    |
| Immobilisations financières               | 263               | 320               | 1 876             | 2 235             |
| Impôts différés                           | -2 848            | -2 892            | -3 100            | -3 533            |
| <b>Actif économique</b>                   | <b>74 297</b>     | <b>95 504</b>     | <b>96 601</b>     | <b>99 214</b>     |
| <b>Capitaux propres</b>                   | <b>32 930</b>     | <b>36 974</b>     | <b>40 785</b>     | <b>40 472</b>     |
| Intérêts minoritaires                     | 1 950             | 1 958             | 2 629             | 2 789             |
| Provision                                 | 596               | 114               | 22                | 0                 |
| Dette nette (+) Trésorerie nette (-)      | 38 821            | 56 457            | 53 166            | 55 953            |
| <b>Capitaux investis</b>                  | <b>74 297</b>     | <b>95 504</b>     | <b>96 601</b>     | <b>99 214</b>     |

*source: comptes consolidés - Homair Vacances*

L'actif économique de Homair Vacances a fortement augmenté entre fin septembre 2010 et fin septembre 2011 passant de 74,3m€ à 95,5m€ du fait de l'acquisition de Thomsom Al Fresco auprès de Tui Travel Plc et de l'acquisition du foncier de deux sites exploités en propre. Entre fin septembre 2011 et fin septembre 2013, l'actif économique est resté relativement stable pour s'établir à 99,2m€.

Les fonds propres de Homair Vacances ont continué à augmenter entre 2011 et 2013, pour s'établir à 40,5m€ à fin septembre 2013. Cette augmentation résulte des bénéfices réguliers réalisés par le Groupe.

Homair Vacances s'est endetté sur la période observée, la dette financière nette s'établissant à 56m€ au 30 septembre 2013 contre une dette nette de 38,8m€ au 30 septembre 2010 du fait de la mise en place d'outils de financement diversifiés avec des lignes de crédits disponibles de plus de 15m€ et l'émission d'emprunts obligataires IBO pour 15m€, Micado pour 4m€ en 2012 et GIAC pour 2,4m€.

La structure financière d'Homair Vacances reste cependant saine ; les fonds propres représentant fin septembre 2013 environ 40% du total bilan contre 44% au 30 septembre 2010.

L'évolution du besoin en fonds de roulement est commentée ci-après.

#### Besoin en fonds de roulement (BFR)

| En k€                                               | 30/09/2010         | 30/09/2011          | 30/09/2012          | 30/09/2013         |
|-----------------------------------------------------|--------------------|---------------------|---------------------|--------------------|
| <b>Actifs circulants</b>                            |                    |                     |                     |                    |
| Stock                                               | 384                | 673                 | 666                 | 693                |
| <i>En jours de CA</i>                               | <i>3 jours</i>     | <i>4 jours</i>      | <i>4 jours</i>      | <i>4 jours</i>     |
| Clients et comptes rattachés                        | 1 173              | 1 818               | 821                 | 1 212              |
| <i>En jours de CA</i>                               | <i>9 jours</i>     | <i>11 jours</i>     | <i>5 jours</i>      | <i>6 jours</i>     |
| Autres actifs courants                              | 5 547              | 7 015               | 9 530               | 10 013             |
| <i>En jours de CA</i>                               | <i>43 jours</i>    | <i>42 jours</i>     | <i>52 jours</i>     | <i>51 jours</i>    |
|                                                     | <b>7 103</b>       | <b>9 506</b>        | <b>11 017</b>       | <b>11 917</b>      |
| <b>Passifs circulants</b>                           |                    |                     |                     |                    |
| Fournisseurs et autres créditeurs                   | -3 519             | -6 421              | -7 996              | -7 794             |
| <i>En jours de CA</i>                               | <i>-28 jours</i>   | <i>-38 jours</i>    | <i>-44 jours</i>    | <i>-40 jours</i>   |
| Autres passifs courants                             | -3 696             | -4 885              | -7 296              | -4 797             |
| <i>En jours de CA</i>                               | <i>-29 jours</i>   | <i>-29 jours</i>    | <i>-40 jours</i>    | <i>-25 jours</i>   |
| <b>BFR</b>                                          | <b>-111</b>        | <b>-1 800</b>       | <b>-4 275</b>       | <b>-674</b>        |
| <b>Chiffre d'affaires HT</b>                        | <b>46 574</b>      | <b>61 655</b>       | <b>66 458</b>       | <b>71 035</b>      |
| <b><i>BFR en jours de chiffre d'affaires HT</i></b> | <b><i>-0,9</i></b> | <b><i>-10,7</i></b> | <b><i>-23,5</i></b> | <b><i>-3,5</i></b> |
| <b>BFR en % du chiffre d'affaires HT</b>            | <b>-0,2%</b>       | <b>-2,9%</b>        | <b>-6,4%</b>        | <b>-0,9%</b>       |

*source: comptes consolidés - Homair Vacances*

Le besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») du groupe Homair Vacances est structurellement négatif du fait des caractéristiques propres à l'activité :

- la société encaisse les paiements des clients lors des réservations donc bien avant la réalisation des prestations,
- les stocks portés par la société sont relativement faibles.

A fin septembre 2013, le BFR représentait -3,5 jours de chiffre d'affaires (soit 0,9% du chiffre d'affaires) contre -23,5 jours (soit -6,4% du chiffre d'affaires) à fin septembre 2012. Cette variation est impactée par le solde de l'impôt sur les sociétés qui est débiteur de 2,7m€ à fin septembre 2013. En effet, Homair Vacances a réalisé une cession immobilière générant une plus-value importante sur l'exercice 2011/12. Cette plus-value a impacté fortement la charge d'impôt sur 2011/12 qui s'est élevé à 3.6m€. A fin septembre 2013, la créance d'impôt résulterait des acomptes versés à l'état et basés sur la charge d'impôt de l'exercice précédent, diminués de la charge d'impôt de l'exercice actuel 2012/13.

En conclusion, le BFR normatif du groupe Homair Vacances est structurellement négatif et reste relativement faible par rapport au chiffre d'affaires. Sur la période observée (4 ans), le BFR représente en moyenne -10 jours de chiffre d'affaires (soit -2,6% du chiffre d'affaires).

Nous considérons ce niveau comme normatif.

#### 4.1.2. Contexte, motifs et termes du projet d'Offre

##### 4.1.2.1. **Contexte et motifs de l'Offre**

Dans le cadre de son programme de rachat d'actions, Homair Vacances a procédé, le 28 novembre 2013, à l'acquisition aux fins d'annulation de 1.038.550 de ses propres actions, représentant environ 7,74% de son capital, auprès du FCPR Ekkio Capital 1, de la société anonyme Avenir Tourisme, de Monsieur Serge Mesguich et de la société par actions simplifiée Unexo. Cette opération a été réalisée à un prix unitaire de 5,75 euros.

Concomitamment à cette opération, la société Iliade a procédé, à la même date, à l'acquisition de 1.391.304 actions Homair Vacances, représentant environ 10,37% du capital de la société, auprès des mêmes actionnaires cités précédemment et à un prix unitaire de 5,75 euros.

Dans ce cadre, Homair Vacances a procédé, le 2 décembre 2013, à l'annulation de 302.608 de ses propres actions, portant ainsi son capital social à 13.108.981 euros.

Dans ce contexte et afin d'offrir une liquidité à ses actionnaires, le Conseil de surveillance de Homair Vacances a autorisé le 17 décembre 2013, sous réserve d'un vote favorable de l'assemblée générale mixte d'Homair Vacances convoquée le 13 février 2014, la mise en œuvre d'une réduction du capital social par voie d'offre publique de rachat d'actions réalisée à un prix de rachat unitaire égal à 5,75 euros.

L'Offre constitue ainsi une opportunité pour les actionnaires qui le souhaitent de trouver une liquidité eu égard à la faible rotation du flottant tout en laissant le choix à ceux qui le souhaitent de rester dans le capital de la société pour l'accompagner dans la poursuite de son développement.

A la date du présent rapport, la répartition du capital est la suivante :

| Actionnaire                                   | Actions           | %              | Droits de vote réels | %              |
|-----------------------------------------------|-------------------|----------------|----------------------|----------------|
| <i>Iliade</i>                                 | 10 280 128        | 78,42%         | 13 494 219           | 83,32%         |
| <i>Eric Bismuth</i>                           | 45 033            | 0,34%          | 90 066               | 0,56%          |
| <i>Daniel Elalouf</i>                         | 14 122            | 0,11%          | 18 008               | 0,11%          |
| <i>Jean Marc Espalioux</i>                    | 90 152            | 0,69%          | 90 152               | 0,56%          |
| <i>Anne Espalioux</i>                         | 19 699            | 0,15%          | 19 699               | 0,12%          |
| <i>Daniel Guez</i>                            | 1 221             | 0,01%          | 2 442                | 0,02%          |
| <i>SARL Pèbre</i>                             | 795 710           | 6,07%          | 1 591 420            | 9,83%          |
| <i>Jérôme Faucheur De Battisti</i>            | 407               | 0,00%          | 814                  | 0,01%          |
| <i>Naxicap Partners</i>                       | 1                 | 0,00%          | 1                    | 0,00%          |
| <b>Total actionnaires agissant de concert</b> | <b>11 246 473</b> | <b>85,79%</b>  | <b>15 306 821</b>    | <b>94,51%</b>  |
| Auto contrôle                                 | 998 899           | 7,62%          | -                    | -              |
| Flottant                                      | 863 609           | 6,59%          | 889 533              | 5,49%          |
| <b>Total</b>                                  | <b>13 108 981</b> | <b>100,00%</b> | <b>16 196 354</b>    | <b>100,00%</b> |

L'Offre n'aura pas pour conséquence la mise en œuvre d'une procédure de retrait des actions Homair Vacances de la cotation du marché Alternext de NYSE Euronext Paris.

Homair Vacances n'envisage pas, à la date du présent rapport, la réalisation d'une éventuelle fusion à la suite de l'Offre. Il n'existe pas de synergies ou de gains économiques provenant de la réalisation de l'Offre, l'Offre ne s'inscrivant pas dans un projet de rapprochement avec d'autres sociétés.

Homair Vacances entend poursuivre son activité dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre.

#### 4.1.2.2. **Termes de l'Offre**

A la date du présent rapport, Homair Vacances détient 998.899 actions, représentant 7,62% du capital social de la société.

L'Offre porte sur la totalité des actions Homair Vacances, déduction faite des actions d'autocontrôle, des actions détenues par les actionnaires s'étant engagés à ne pas les apporter à l'Offre, des actions qui résulteraient de l'exercice de bons de souscription d'actions, leurs titulaires s'étant engagés à ne pas les exercer préalablement à la clôture de l'Offre et des actions gratuites en cours d'acquisition, soit 863.609 actions Homair Vacances à la date du présent rapport.

Le prix de rachat des actions visées par l'Offre est de 5,75 euros par action Homair Vacances.

## 4.2. Présentation de l'expert indépendant

### 4.2.1. Présentation du cabinet HAF Audit & Conseil<sup>1</sup>, membre du réseau Crowe Horwath International

#### 4.2.1.1. **Présentation générale**

Le réseau Crowe Horwath International est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 9<sup>ème</sup> rang avec 26 000 associés et collaborateurs dans plus de 100 pays. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

Crowe Horwath France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Horwath International.

Fort de 90 associés et plus de 900 collaborateurs, Crowe Horwath France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui règlementent notre profession.

Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

HAF Audit & Conseil a été à l'initiative de la fondation de Crowe Horwath France en 2007. Au sein de Crowe Horwath France, HAF Audit & Conseil coordonne les missions à caractère transnational ou international.

#### 4.2.1.2. **Présentation de l'activité « évaluation d'entreprises et expertises indépendantes »**

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, HAF Audit & Conseil a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises et des expertises indépendantes. Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et d'évaluations.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité a une forte pratique des missions d'expertises indépendantes et a dirigé le département « évaluation » de Constantin Associés avant de rejoindre Deloitte Finance puis HAF Audit & Conseil.

---

<sup>1</sup> Nouvelle raison sociale depuis fin 2013 de la société Horwath Audit France

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise.

Olivier Grivillers est notamment l'auteur d'une thèse « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'offres publiques » primée par l'Ecole Supérieure de Commerce de Paris en 2007 et publiée chez DALLOZ en 2009 dans l'ouvrage « ingénierie financière, juridique et fiscale »

Cette mission a été réalisée par Olivier Grivillers, signataire du présent rapport, associé d'HAF Audit & Conseil, expert-comptable et commissaire aux comptes et diplômé de l'ESCP.

Il a été assisté dans le cadre de cette mission par Maxime Hazim et Julien Latrubesse, collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet HAF Audit & Conseil.

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé du cabinet HAF Audit & Conseil.

#### 4.2.2. Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet HAF Audit & Conseil au cours des 12 derniers mois

Quatre missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été réalisées par le cabinet HAF Audit & Conseil au cours des 12 derniers mois.

Le cabinet HAF Audit & Conseil a réalisé :

- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions de Nexeya initiée par la société Nexeya Invest (Octobre 2013) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions de Phenix Systems initiée par 3D Systems Europe Ltd (Octobre 2013) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat portant sur les actions et bons de souscription et/ou d'acquisitions d'actions nouvelles ou existantes d'Aedian initiée par Aubay (Juillet 2013) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Echange portant sur les actions de Foncière Développement Logements initiée par Foncière Des Régions (Juin 2013) ;

#### 4.2.3. Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers et le cabinet HAF Audit & Conseil n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF 2006-08 du 25 Juillet 2006.

Olivier Grivillers et le cabinet HAF Audit & Conseil :

- N'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;

- N'ont conseillé la société concernée par l'opération ou toute personne que ces sociétés contrôlent, au sens de l'article L 233-3 du Code du commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- N'ont procédé à aucune évaluation de la société Homair Vacances au cours des dix-huit derniers mois ;
- Ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une quelconque des personnes concernées par l'opération ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération ;
- Ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'établissement présentateur.

#### 4.2.4. Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Le cabinet HAF Audit & Conseil est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général.

#### 4.2.5. Rémunération

Le montant des honoraires perçus par HAF Audit & Conseil au titre de la présente mission s'élève à 26.000€, hors taxes et hors frais.

#### 4.2.6. Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise

##### 4.2.6.1. **Programme de travail détaillé**

#### ***I Prise de connaissance et analyse du contexte***

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale ;

#### ***II Préparation de l'évaluation***

##### *Analyse du contexte*

- analyse de l'environnement juridique ;
- revue des délibérations des organes dirigeants.

##### *Analyse des données historiques*

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des comptes figurant au bilan et au compte de résultat ;
- retraitements des comptes du bilan et de résultat en vue de préparer l'évaluation.

#### *Analyse des éléments prévisionnels*

- discussion avec la direction générale de Homair Vacances et l'établissement présentateur ;
- analyse du business plan de Homair Vacances ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (examen de cohérence) ;

#### *Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir*

- présentation des méthodes retenues et des méthodes écartées.

### **III Eléments d'appréciation du prix offert**

Description des méthodes retenues :

#### *Méthode des flux de trésorerie actualisés*

- construction des flux de trésorerie disponibles,
- détermination d'un taux d'actualisation,
- valorisation de l'action Homair Vacances,
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini.

#### *Méthode des comparables boursiers*

- sélection d'un échantillon de sociétés comparables à Homair Vacances,
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables,
- valorisation des sociétés comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse,
- évaluation de Homair Vacances par analogie en fonction des multiples obtenus.

#### *Méthode des transactions comparables*

- analyse et choix des transactions intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère Homair Vacances,
- analyse des principaux agrégats financiers des sociétés cibles des transactions comparables,
- valorisation des transactions en termes de multiples sur la base du prix offert,
- évaluation d'Homair Vacances par analogie en fonction des multiples constatés lors de ces transactions.

#### *Méthode du cours de bourse*

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre),
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

#### *Transactions récentes intervenues sur le capital de la société*

- analyse de l'acquisition par Homair Vacances de 1.038.550 de ses propres actions représentant 7,74% de son capital social auprès du FCPR Ekkio Capital 1 dont la société de gestion est la société par actions simplifiée Ekkio Capital , de la société anonyme Avenir Tourisme, de Monsieur Serge Mesguich et de la société par actions simplifiée Unexo.
- analyse de l'acquisition par Iliade de 1.391.304 actions Homair Vacances représentant 10,37% du capital social de la société auprès du FCPR Ekkio Capital 1 dont la société de gestion est la société par actions simplifiée Ekkio Capital , de la société anonyme Avenir Tourisme, de Monsieur Serge Mesguich et de la société par actions simplifiée Unexo.

### ***IV Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur***

### ***V Rédaction du rapport d'évaluation***

### ***VI Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation***

### ***VII Revue indépendante***

### ***VIII Présentation des conclusions au Conseil de Surveillance de Homair Vacances***

#### 4.2.6.2. **Calendrier de l'étude**

Le conseil de surveillance de Homair Vacances a désigné HAF Audit & Conseil en qualité d'expert indépendant le 08 janvier 2014.

Notre mission s'est déroulée du 08 janvier au 29 janvier 2014. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 08 janvier au 10 janvier 2014 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Entretien avec la société et ses conseils.
- du 13 au 15 janvier 2014 : Préparation de l'évaluation. Entretien avec la direction générale et financière de Homair Vacances,
- du 16 au 24 janvier 2014 : Analyse des sociétés comparables, analyse des données historiques et prévisionnelles, recherche de transactions comparables, analyse de la transaction récente intervenue sur le titre, travaux de valorisation.

Entretiens avec la direction générale et financière de Homair Vacances, son conseil et l'établissement présentateur.

- du 27 au 29 janvier 2014 : rédaction du rapport, présentation du rapport au Conseil de Surveillance.

#### 4.2.6.3. **Liste des personnes rencontrées**

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

##### **Homair Vacances (Société)**

- M. Alain Calmé, Président du Directoire
- M. Jérôme Destoppeleir, Directeur Administratif et Financier

##### **Montefiore (actionnaire majoritaire)**

- M. Daniel Elalouf, Membre du Conseil de Surveillance d'Homair Vacances
- M. Eric Bismuth, Président du Conseil de Surveillance d'Homair Vacances

##### **DLA Piper (Conseil juridique de la société)**

- M. Jeremy Scemama, Avocat Associé

- Mme. Elise Aubert, Avocat

#### **Portzamparc (Etablissement présentateur)**

- M. Cyrille Gonthier, Directeur Corporate Finance
- M. Laurent Vallée, Responsable Analyse Financière
- Mme. Hortense Vourc'h, Chargée d'affaires Corporate Finance
- M. Romain Freismuth, Analyste Financier

#### **4.2.6.4. Informations utilisées**

Les informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs ordres :

- les informations publiques sur la société Homair Vacances, notamment sur son site internet,
- les rapports annuels 2011/12 et 2010/11 incluant les états financiers de Homair Vacances certifiés par les commissaires aux comptes, la société clôturant ses comptes au 30 septembre.
- le bilan et le compte de résultat de Homair Vacances de l'exercice 2012/13 (30 septembre 2013), non certifiés par les commissaires aux comptes,
- les informations fournies par la société et son conseil et notamment le plan d'affaires prévisionnel 2013/14 – 2017/18 de la société établi par le management de Homair Vacances,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières *InFinancials*, *Six financial information*, *Epsilon*, *Euronext*, et *Factset* : cours boursiers historiques de la société et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables,
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité de Homair Vacances,
- le projet de note d'information relatif à la présente Offre intégrant les éléments d'appréciation du prix d'offre établis par l'établissement présentateur,
- la promesse synallagmatique de vente et d'achat d'actions sous conditions suspensives signée en date du 19 septembre 2013 entre la société Iliade d'une part, et le FCPR Ekkio Capital I, la société Avenir Tourisme, Monsieur Serge Mesguich et la société UNEXO d'autre part,
- la lettre en date du 21 novembre 2013 de levée d'option de la promesse de vente figurant dans la promesse synallagmatique en date du 19 septembre 2013 et de substitution partielle dans l'exercice de ladite promesse envoyée par Iliade et Homair Vacances et destinée au FCPR Ekkio Capital I, la société Avenir Tourisme, Monsieur Serge Mesguich et la société UNEXO,

- le certificat de closing relatif aux opérations décrites dans la promesse synallagmatique de vente et d'achat d'actions signé le 18 novembre 2013 entre Iliade et Homair Vacances d'une part, et le FCPR Ekkio Capital I, la société Avenir Tourisme, Monsieur Serge Mesguich et la société UNEXO d'autre part.
- les lettres concernant les engagements respectifs des actionnaires de Homair Vacances agissant de concert et des titulaires de BSA exerçables de ne pas apporter leurs actions à l'Offre, de ne pas exercer leurs BSA exerçables préalablement à la date de clôture de l'Offre, et s'agissant de la société Iliade seulement de ne pas céder tout ou partie des actions qu'elle détient préalablement au 1<sup>er</sup> mars 2014, toutes signées en date du 27 janvier 2014.

#### 4.3. Eléments d'appréciation du prix proposé

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé.

##### 4.3.1. Données structurant l'évaluation

###### 4.3.1.1. **Référentiel comptable**

Cotée sur le marché Alternext d'Euronext Paris, la société applique le référentiel comptable français pour l'établissement de ses comptes consolidés.

###### 4.3.1.2. **Structure du capital et nombre d'actions**

Au jour du dépôt de l'Offre, le nombre d'actions total composant le capital s'élève à 13.109 milliers d'actions.

Le nombre d'actions à retenir pour la valorisation de Homair Vacances correspond au nombre d'actions émises à la date de valorisation augmenté du nombre d'actions potentielles à provenir des instruments dilutifs se situant dans la monnaie (BSA 1, 3 et 4 et plan d'attribution gratuite d'action) et diminué du nombre d'actions auto-détenues.

Sur la base de ces retraitements, le nombre d'actions que nous avons retenu s'élève à 17.251 milliers d'actions :

|                                          | Nb d'actions<br>(en milliers) |
|------------------------------------------|-------------------------------|
| <b>Nombre total d'actions au capital</b> | <b>13 109</b>                 |
| Autodétention                            | -999                          |
| AGA                                      | 93                            |
| Effet dilutif des plans de BSA           | 5 048                         |
| <b>Total nombre d'actions dilué</b>      | <b>17 251</b>                 |

#### 4.3.1.3. **Endettement net ajusté**

L'endettement net consolidé de Homair Vacances, retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation, correspond à la dette financière nette de Homair Vacances estimée sur la base des informations au 30 septembre 2013 soit 56,9m€.

Nous avons considéré les provisions pour retraites et engagements assimilés comme réputées décaissables et avons retraité celles-ci dans le calcul de la dette nette. Au 30 septembre 2013, ces engagements sont estimés à 0,1m€.

La dette nette a été retraitée des intérêts minoritaires, ceux-ci représentant 2,8m€ au 30 septembre 2013.

Par cohérence avec notre calcul du nombre d'actions, nous avons intégré la trésorerie potentielle provenant de l'exercice des valeurs mobilières ayant un caractère dilutif, soit les BSA 1, 3 et 4 (-10,6m€) et la trésorerie liée aux rachats d'actions propres opérés par Homair Vacances le 28 novembre 2013 (6m€).

| <b>En m€</b>                                            |             |
|---------------------------------------------------------|-------------|
| Trésorerie et équivalent de trésorerie 30/09/2013       | -20,0       |
| VMP (hors actions propres)                              | -1,0        |
| Emprunts obligataires                                   | 21,4        |
| Emprunts et dettes auprès des établissements de crédits | 34,2        |
| Emprunts crédit bail/location financement               | 22,1        |
| Dettes financières diverses                             | 0,1         |
| <b>Dette nette</b>                                      | <b>56,9</b> |
| Coûts du rachat d'actions du 28/11/2013                 | 6,0         |
| Provisions pour engagement de retraite et litige        | 0,1         |
| Intérêts minoritaires                                   | 2,8         |
| Trésorerie potentielle (exercice des BSA)               | -10,6       |
| <b>Dette nette ajustée</b>                              | <b>55,1</b> |

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres une dette nette « ajustée » de 55,1m€.

#### 4.3.1.4. **Business plan et périmètre**

Le business plan a été élaboré par le management de Homair Vacances sur une durée de 5 ans (exercices clos au 30 septembre 2014 jusqu'à l'exercice clos au 30 septembre 2018).

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur un ensemble d'hypothèses de taux de remplissage, d'évolution des prix de ventes et du nombre de mobil-homes exploités ;
- au niveau du taux de marge opérationnelle (EBIT/chiffre d'affaires),
- aux investissements et amortissements et à la variation du besoin en fonds de roulement.

Selon le management, les hypothèses du business plan n'incluent pas d'opérations de croissance externe.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le business plan n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles.

Les hypothèses en matière de variation du besoin en fonds de roulement ont été construites sur la base des données observées historiquement et des échanges que nous avons eus avec le management de Homair Vacances.

Les prévisions du management se limitant à l'horizon au 30 septembre 2018, nous avons sur la base d'échanges que nous avons eus avec le management, extrapolé les prévisions de business plan jusqu'au 30 septembre 2021, horizon que nous avons considéré comme normatif.

#### 4.3.2. Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

##### 4.3.2.1. **Méthode de l'actif net comptable (ANC)**

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de Homair Vacances. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs de la société.

L'actif net comptable n'est pas un critère pertinent dans une optique de continuité d'exploitation. Il n'aurait de sens que dans une optique d'arrêt de l'exploitation et de liquidation.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

A titre indicatif, la part du groupe dans la valeur des fonds propres au 30 septembre 2013 s'élève à 41,4m€, soit une valeur de 3,09 euros par action sur la base du nombre d'actions en circulation au 30 septembre 2013.

##### 4.3.2.2. **Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)**

La méthode de l'Actif Net Réévalué est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers.

Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Elle est dès lors peu adaptée à l'évaluation de Homair Vacances dans une optique de continuité d'exploitation.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

#### 4.3.2.3. **Méthode d'actualisation des dividendes futurs**

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

De plus, la valeur d'une société se fonde sur sa capacité distributive appréhendée par les flux futurs de trésorerie plutôt que sur sa distribution effective de dividende.

Nous estimons donc que l'évaluation par la méthode des dividendes versés n'est pas pertinente.

A titre d'information, la société n'a versé qu'un seul dividende pour un montant de 0,08 €/action sur les six derniers exercices et ce au titre de l'exercice 2012. La convocation à l'assemblée générale du 13 février 2014 fait état d'une proposition de distribution d'un dividende exceptionnel d'un montant de 0,13€/action.

#### 4.3.3. **Méthodes d'évaluation retenues**

Nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes :

- transaction récente intervenue sur le capital de la société,
- méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie,
- méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables,
- méthode des multiples constatés au cours de transactions comparables,
- méthode du cours de bourse.

#### 4.3.3.1. **Transactions récentes intervenues sur le capital de la société**

##### **4.3.3.1.1. Analyse des transactions**

Cette méthode consiste à analyser la valorisation de la Société extériorisée lors des principales transactions récentes portant sur le capital de Homair Vacances.

Le 28 novembre 2013, la société Iliade, actionnaire majoritaire de Homair Vacances, a procédé à l'acquisition de 1.391.304 actions de la société Homair Vacances auprès du FCPR Ekkio Capital 1, de la société anonyme Avenir Tourisme, de Monsieur Serge Mesguich et de la société Unexo, respectivement à hauteur de 967.372 actions, 239.651 actions, 11.558 actions et 172.723 actions.

Cette transaction a été réalisée à un prix unitaire de 5,75 euros et a porté la participation d'Iliade dans Homair Vacances à 10.280.128 actions représentant environ 76,65% du capital social et 77,12% des droits de vote de la société.

Par un communiqué en date du 28 novembre 2013, Homair Vacances a informé le marché de l'acquisition à cette même date, dans le cadre du programme de rachat d'actions mis en œuvre conformément à l'article L. 225-209 du Code de commerce aux fins d'annulation des actions acquises, de 1.038.550 de ses propres actions, représentant environ 7,74% de son capital, auprès du FCPR Ekkio Capital 1, de la société anonyme Avenir Tourisme, de Monsieur Serge Mesguich et de la société par actions simplifiée Unexo. Le rachat d'actions a été réalisé à un prix unitaire de 5,75 euros.

Ces transactions ont été effectuées au même prix que le prix d'Offre.

A l'issue de ces transactions et de l'annulation par Homair Vacances, le 2 décembre 2013, de 302.608 de ses propres actions, le capital de Homair Vacances se répartit de la façon suivante :

| Composition de l'actionnariat | Nombre d'actions détenues | % du capital |
|-------------------------------|---------------------------|--------------|
| Iliade                        | 10 280 128                | 78,4%        |
| Eric Bismuth                  | 45 033                    | 0,3%         |
| Daniel Elalouf                | 14 122                    | 0,1%         |
| Jean Marc Espalioux           | 90 152                    | 0,7%         |
| Anne Espalioux                | 19 699                    | 0,2%         |
| Daniel Guez                   | 1 221                     | 0,0%         |
| SARL Pèbre                    | 795 710                   | 6,1%         |
| Jérôme Faucheur               | 407                       | 0,0%         |
| Naxicap Partners              | 1                         | 0,0%         |
| Auto contrôle                 | 998 899                   | 7,6%         |
| Flottant                      | 863 609                   | 6,6%         |
| <b>Total</b>                  | <b>13 108 981</b>         | <b>100%</b>  |

*Source : Note d'opération*

#### **4.3.3.1.2. Analyse des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre**

Nous avons analysé :

- la promesse synallagmatique de vente et d'achat d'actions sous conditions suspensives signée en date du 19 septembre 2013 entre la société Iliade d'une part, et le FCPR Ekkio Capital I, la société Avenir Tourisme, Monsieur Serge Mesguich et la société UNEXO d'autre part,
- le certificat de closing relatif aux opérations décrites dans la promesse synallagmatique de vente et d'achat d'actions signé le 18 novembre 2013 entre Iliade et Homair Vacances d'une part, et le FCPR Ekkio Capital I, la société Avenir Tourisme, Monsieur Serge Mesguich et la société UNEXO d'autre part,
- la lettre en date du 21 novembre 2013 de levée d'option de la promesse de vente figurant dans la promesse synallagmatique en date du 19 septembre 2013 et de

substitution partielle dans l'exercice de ladite promesse envoyée par Iliade et Homair Vacances et destinée au FCPR Ekkio Capital I, la société Avenir Tourisme, Monsieur Serge Mesguich et la société UNEXO,

- les engagements respectifs des actionnaires de Homair Vacances agissant de concert et des titulaires de BSA exerçables de ne pas apporter leurs actions à l'Offre, de ne pas exercer leurs BSA exerçables préalablement à la date de clôture de l'Offre, et s'agissant de la société Iliade seulement de ne pas céder tout ou partie des actions qu'elle détient préalablement au 1<sup>er</sup> mars 2014, tous signés en date du 27 janvier 2014.

L'analyse de ces accords fait apparaître que la promesse synallagmatique de vente et d'achat citée ci-dessus prévoit un complément de prix dans le cas où, avant le 28 février 2014, il serait procédé à la cession des actions acquises auprès du FCPR Ekkio Capital I, la société Avenir Tourisme, Monsieur Serge Mesguich et la société UNEXO, à un prix supérieur à 5,75€. Le complément de prix serait alors égal à la différence entre le prix de cession et 5,75€.

Il est rappelé que la société Iliade s'est engagée dans un courrier en date du 27 janvier 2014, à ne pas céder directement ou indirectement tout ou partie de ses actions Homair Vacances préalablement au 1<sup>er</sup> mars 2014. Aucun complément de prix ne sera, en conséquence versé et le prix de 5,75€ peut être retenu dans l'analyse de la transaction de référence.

Les actionnaires et détenteurs de BSA agissant de concert<sup>1</sup> se sont engagés à ne pas apporter leurs actions à l'Offre et à ne pas exercer les BSA 1, 3 et 4 qu'ils détiennent. Les engagements ne tiennent pas compte des BSA 2013 1 et 2, ces BSA n'étant pas exerçables sur la période de l'Offre.

Il est rappelé que les actionnaires qui ne céderaient pas leurs titres ne seraient pas pour autant, pénalisés par cette opération puisqu'ils bénéficieraient notamment d'un effet de relution (le résultat net par action au 30 septembre 2013, recalculé après incidence de l'opération augmenterait d'environ 3,9% par rapport aux données pro-forma à la date de dépôt de l'Offre telles que présentées dans la note d'information).

Ces engagements sont cohérents avec le nombre d'actions visées par l'Offre et ne font pas apparaître d'éléments qui remettraient en cause l'équité du prix offert.

#### **4.3.3.1.3. Conclusion sur l'analyse des transactions**

Les transactions sont concomitantes au lancement de l'Offre et intègrent donc le même niveau d'information sur la société Homair Vacances.

Ces transactions portent sur une part importante du capital d'Homair Vacances.

Le prix retenu pour les actions rachetées par Homair Vacances et le prix retenu pour les actions acquises par Iliade sont égaux au prix d'Offre.

---

<sup>1</sup> Les actionnaires et détenteurs de BSA agissant de concert et concernés par ces engagements sont : Iliade, Eric Bismuth, Daniel Elalouf, Jean Marc Espalioux, Anne Espalioux, Daniel Guez, la SARL Pèbre, Jérôme Faucheur, Alain Calmé et Naxicap Partners.

En conclusion, l'analyse de ces transactions ne fait pas apparaître d'éléments qui remettraient en cause l'équité du prix d'Offre.

#### 4.3.3.2. **Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flow)**

##### 4.3.3.2.1. **Définition de la méthode**

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, avant incidence du mode de financement, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net (ou majorée de la trésorerie nette à la date de l'évaluation) et ceci en retenant une valeur terminale. Le calcul de la valeur terminale repose sur l'actualisation d'un flux futur dit « normatif » à un horizon infini.

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés sur la base du business plan qui nous a été communiqué (période du 30 septembre 2014 au 30 septembre 2018) et des extrapolations effectuées en concertation avec le management (période du 30 septembre 2019 au 30 septembre 2022).

##### 4.3.3.2.2. **Analyse du business plan de Homair Vacances**

###### Chiffre d'affaires

La société prévoit, sur la durée du plan d'affaires (30 septembre 2014 – 30 septembre 2018), un chiffre d'affaires en croissance moyenne d'environ 7%.

Cette croissance est basée sur une croissance organique modérée (augmentation du nombre de mobil-homes d'environ 3% par an en moyenne) et sur une amélioration du revenu par Mobil-Home (ci-après le « RevPar ») de 4% par an en moyenne.

Cette amélioration du RevPar découle d'un double effet volume et prix :

- Une optimisation du volume en période de basse saison permettant d'augmenter significativement le taux d'occupation.
- Une montée en gamme des prestations offertes par Homair Vacances dans la lignée des derniers contrats conclus, avec des partenariats sur des sites en front de mer permettant une augmentation significative des tarifs.

Les prévisions de chiffre d'affaires sur les années 2018/19, 2019/10 et 2020/21 ont été réalisées en concertation avec le management et intègrent une croissance respective de 6,0%, 4,5% et 2,5%.

Les hypothèses de croissance du chiffre d'affaires sont globalement cohérentes avec les performances historiques du groupe et la situation actuelle du marché.

### Analyse de la marge d'EBITDA<sup>1</sup>

La marge d'EBITDA est en hausse sur la durée du plan d'affaires (2013/14-2017/18) et reste stable sur la période extrapolée (2018/19-2020/21).

Le taux de marge moyen sur la période 2013/14-2017/18 s'établit à 30,9% du chiffre d'affaires. Ce taux est très proche du taux observé historiquement sur la période 2009/10-2012/13 (30,7% du chiffre d'affaires), mais supérieur au taux observé sur l'exercice 2012/13 (28,5% du chiffre d'affaires).

La hausse de l'EBITDA sur la durée du plan d'affaires s'explique par une augmentation de du chiffre d'affaires conjuguée à une réduction des charges en valeur relative :

- Les coûts de locations ont été déterminés de façon proportionnelle à l'évolution du nombre de mobil-homes sur les sites partenaires. Sur les sites propres, une densification du nombre de mobil-homes par sites permet des économies d'échelles et explique la légère réduction des loyers en valeur relative (en % du chiffre d'affaires).
- Les coûts de maintenance et d'exploitation diminuent très légèrement sur la période en valeur relative (en % du chiffre d'affaires).
- Les coûts marketing et commerciaux augmentent en valeur absolue mais diminuent en valeur relative. Ils représentent environ 8,5% du chiffre d'affaires à l'horizon 2017/18. L'évolution des coûts marketing est basée sur les hypothèses suivantes :
  - o une croissance de la masse salariale marketing basée sur une augmentation du niveau d'expérience et de technicité de l'équipe commerciale, un renforcement de l'effectif salarié de l'équipe et une hausse des commissions des commerciaux proportionnellement à l'évolution des ventes.
  - o une évolution des autres coûts marketing basée sur une corrélation de ces coûts avec le nombre de mobil-homes combinée à une hypothèse d'inflation.
- Les frais administratifs augmentent en valeur absolue mais diminuent en valeur relative (en % du chiffre d'affaires) sur la durée du plan d'affaires, du fait de la nature relativement fixe de ces coûts.

Sur la période extrapolée (2018/19-2020/21), nous avons considéré une stabilité de l'EBITDA en valeur relative à environ 33% du chiffre d'affaires. Ce taux correspond au taux de marge de la dernière année du business plan élaboré par le management.

La hausse de l'EBITDA, en valeur absolue et en valeur relative, sur la durée du business plan et de la période extrapolée, résulte essentiellement, en synthèse, d'une hausse du chiffre d'affaires combinée à une maîtrise des coûts marketing et administratifs.

### Analyse de la marge d'EBIT<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> EBITDA : Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

L'EBIT est en augmentation sur le plan d'affaires et reste stable sur la période extrapolée. Il représente, à l'horizon de la période extrapolée, 13,6% du chiffre d'affaires. Ce niveau est sensiblement supérieur à celui observé en 2013 (9,4% du chiffre d'affaires).

Cette augmentation est en ligne avec la hausse de l'EBITDA, les amortissements étant relativement stable au niveau du chiffre d'affaires. Ces amortissements représentent environ 19,2% du chiffre d'affaires sur la période du plan d'affaires.

Ils sont cohérents avec le niveau observé historiquement et apparaissent en légère croissance.

#### Impôt normatif

Un impôt normatif de 34,43% a été appliqué sur le résultat d'exploitation (EBIT).

#### Analyse du plan d'investissements

Les investissements prévus dans le plan d'affaires sont en lien avec les perspectives de développement de Homair Vacances en termes de gamme/qualité et de quantité.

Ils comprennent d'une part les investissements de renouvellement progressif de la flotte de mobil-homes en fonction de la pyramide d'ancienneté et d'autre part des investissements de développement en lien avec la croissance du chiffre d'affaires.

En 2014, un flux exceptionnel de 10m€ correspondant à une cession prévue d'actifs fonciers a été pris en compte. Ces mêmes actifs resteront sous l'exploitation de Homair Vacances par voie de location.

#### Analyse de la rentabilité des capitaux employés

La rentabilité des capitaux employés atteint un taux proche de 12% à l'horizon de la période extrapolée du business plan (2020/21) contre environ 5% en 2013/14. Cette hausse importante résulte d'une part de l'augmentation de la profitabilité (marge d'EBIT après impôt) et d'autre part d'une meilleure rotation de l'actif économique (ratio entre le chiffre d'affaires et l'actif économique).

Le dernier élément structurant pour le calcul des flux de trésorerie actualisés est le besoin en fonds de roulement.

#### Analyse du Besoin en fonds de roulement

L'analyse historique du besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») a été développée dans la première partie de notre rapport.

Homair Vacances dégage historiquement un excédent en fonds de roulement.

Nous avons retenu pour le flux de trésorerie disponible 2014 un niveau de BFR communiqué par le management qui tient compte d'éléments exceptionnels comme le remboursement de créances fiscales, ce qui a pour effet d'accroître les flux de trésorerie de l'exercice.

---

<sup>1</sup> EBIT : Earnings Before Interest and Taxes, assimilable au Résultat Opérationnel Courant de Homair Vacances

Pour les années suivantes du plan d'affaires et sur la période extrapolée, nous avons retenu, sur l'ensemble de la période, un BFR représentant -10 jours de chiffre d'affaires (soit environ 2,7% du chiffre d'affaires) en cohérence avec la moyenne observée sur les quatre derniers exercices historique 2009/10 à 2012/13 (-10 jours).

#### Conclusion

Les hypothèses du business plan, au vu notamment de la rentabilité des capitaux employés atteinte en 2020/21 et des niveaux de marges observées historiquement, peuvent être considérées comme vraisemblables, cohérentes et volontaristes.

#### **4.3.3.2.3. Détermination des flux de trésorerie nets disponibles**

A partir des éléments fournis dans le business plan du groupe sur la période 2013/14-2017/18 et de l'extrapolation effectuée par nous-même sur la période 2018/19-2020/21, nous avons calculé les flux de trésorerie d'exploitation de la manière suivante :

EBITDA

- Impôt normatif

- Investissements nets des cessions

- Variation du BFR

= Flux de trésorerie disponible ou Free Cash Flow

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés à la date du 1<sup>er</sup> février 2014.

#### 4.3.3.2.4. Détermination du taux d'actualisation

| Calcul du CMPC                                                       |                                                |              |
|----------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|--------------|
| Taux sans risque                                                     | (1)                                            | 2,36%        |
| Prime de risque du marché                                            | (2)                                            | 5,9%         |
| Bêta désendetté                                                      | (3)                                            | 0,86         |
| D/E                                                                  | (4)                                            | 75%          |
| Bêta rendetté                                                        | (3)                                            | 1,28         |
| Prime de risque spécifique                                           | (5)                                            | 4,3%         |
| <b>Coût des fonds propres</b>                                        | <b>(6)</b>                                     | <b>14,2%</b> |
| Coût de la dette avant impôt                                         | (7)                                            | 4,50%        |
| Taux d'impôt                                                         |                                                | 34,43%       |
| <b>Coût de la dette après impôt</b>                                  |                                                | <b>2,95%</b> |
| D/(D+E)                                                              | (8)                                            | 43%          |
| E/(D+E)                                                              | (8)                                            | 57%          |
| <b>Coût moyen pondéré du capital</b>                                 |                                                | <b>9,4%</b>  |
| <hr/>                                                                |                                                |              |
| (1) OAT 10 ans - moyenne 1 mois au 08 janvier 2014                   | (5) Ibbotson 2013                              |              |
| (2) Prime de risque marché actions France : Damodaran (janvier 2014) | (6) Formule du MEDAF                           |              |
| (3) Bêta 5 ans des sociétés comparables                              | (7) Source société                             |              |
| (4) Gearing société au 30/09/2013                                    | (8) Calcul d'après gearing $1-D/(D+E)=E/(D+E)$ |              |

Il a été retenu un taux d'actualisation de 9,4%, pour actualiser les flux de trésorerie futurs du business plan sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque calculé sur la moyenne 1 mois au 08 janvier 2014 du rendement des OAT françaises d'échéances 10 ans, soit 2,36% ;
- une prime de risque du marché action France de 5,9% calculée par Damodaran en janvier 2014 ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta de 0,86 retenu a été calculé d'après la médiane des bêtas 5 ans de sociétés comparables. Les coefficients bêta présentant un degré de corrélation ( $R^2$ ) inférieur à 10% ont été exclus. L'échantillon final est composé des sociétés comparables Pierre et Vacances, Club Méditerranée S.A, Melia Hotels International S.A, Tui Travel Plc, Kuoni Reisen Holding AG, Thomas Cook, Carnival Corporation. Il est composé d'un échantillon plus restreint que celui retenu dans la méthode des comparables boursiers en raison de  $R^2$  parfois faibles observés dans l'échantillon ;
- La prime de taille retenue (4,3%) est basée sur une étude internationale de la société Ibbotson qui fait référence en la matière. Elle correspond à l'écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières et celle observée sur des plus petites capitalisations boursières. La prime retenue (4,3%) a été déterminée sur la base de la capitalisation boursière de Homair Vacances ;

- Le coût de la dette après impôt de 4,5% correspond au taux moyen de la dette d'Homair Vacances fin septembre 2013 ;
- Le gearing de 75% correspondant au gearing de la société calculé sur la base de dette financière nette et de la capitalisation boursière actuelle de Homair Vacances.

Nous avons également déterminé un taux d'actualisation reposant sur des moyennes à long terme que nous avons comparé au taux retenu afin d'extérioriser l'impact que pourrait avoir les crises financières successives sur la prime de risque et le coût du capital :

| Calcul du CMPC                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |              |            |              |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|------------|--------------|
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | Court terme  |            | Long terme   |
| Taux sans risque                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 2,36%        | (1)        | 3,46%        |
| Prime de risque du marché                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 5,9%         | (2)        | 5,85%        |
| Bêta désendetté                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 0,86         | (3)        | 0,86         |
| D/E                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 75%          | (4)        | 75%          |
| Bêta réendetté                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | 1,28         |            | 1,28         |
| Prime de risque spécifique                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 4,3%         | (5)        | 4,3%         |
| <b>Coût des fonds propres</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | <b>14,2%</b> | <b>(6)</b> | <b>15,3%</b> |
| Coût de la dette avant impôt                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 4,50%        | (7)        | 4,50%        |
| Taux d'impôt                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 34,4%        |            | 34,4%        |
| <b>Coût de la dette après impôt</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                | <b>2,95%</b> |            | <b>2,95%</b> |
| D/(D+E)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 43%          | (8)        | 43%          |
| E/(D+E)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 57%          | (8)        | 57%          |
| <b>Coût moyen pondéré du capital</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                               | <b>9,4%</b>  |            | <b>10,0%</b> |
| <i>(1) Moyenne 10 ans du taux OAT 10 ans      (5) Ibbotson</i><br><i>(2) Prime de risque historique                (6) Formule du MEDAF</i><br><i>(3) Bêta 5 ans des sociétés comparables    (7) Source société</i><br><i>(4) Gearing société au 08/01/2014          (8) Calcul d'après gearing <math>1-D/(D+E)=E/(D+E)</math></i> |              |            |              |

- Le taux sans risque retenu correspond à la moyenne sur 10 ans du taux de l'OAT 10 ans (3,46%),
- La prime de risque retenue (5,85%) correspond à la moyenne des études empiriques suivantes qui font référence au niveau international :

| Etudes                                               | Taux         | Période            |
|------------------------------------------------------|--------------|--------------------|
| <b>Etude Ibbotson - moyenne arithmétique</b>         | <b>6,7%</b>  | <b>1970 - 2006</b> |
| Etude Dimson-Marsch-Stauntton - moyenne arithmétique | 4,0%         | 1905 - 2005        |
| Etude Dimson-Marsch-Stauntton - moyenne géométrique  | 6,0%         | 1905 - 2005        |
| <b>Moyenne étude Dimson-Marsch-Stauntton</b>         | <b>5,0%</b>  |                    |
| <b>Moyenne des approches</b>                         | <b>5,85%</b> |                    |

- Le bêta retenu est de 1,28 et correspond à la médiane des bêtas désendettés de l'échantillon observé sur 5 ans (période déjà longue, les calculs sur de très longues périodes n'étant pas extériorisés par les bases de données) rendetté au gearing de la société,
- Le coût de la dette n'a pas été modifié à la hausse sachant qu'il aurait pu être considéré un coût plus élevé sur le long terme.

Au final, le taux d'actualisation obtenu sur le « long terme » (10,0%) est légèrement supérieur à celui calculé sur une durée plus courte (9,4%).

Nous retiendrons en définitive le taux de 9,4% résultant de l'approche « court terme » qui reste assez proche de celui extériorisé dans l'approche « long terme » (10,0%) et maximise la valeur obtenue par la méthode des flux de trésorerie actualisés.

#### **4.3.3.2.5. Calcul de la valeur terminale**

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon explicite du business plan (2020/21) à partir d'un cash-flow disponible normatif, calculé à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini estimé à 2,0%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé du secteur sur le long terme,
- Un niveau de rentabilité de l'EBITDA calculé sur le dernier flux explicite (2020/21),
- Un niveau d'amortissements égal à celui des investissements du dernier flux explicite (2020/21),
- Une variation du besoin en fonds de roulement calculée sur le taux de croissance à l'infini.

#### **4.3.3.2.6. Résultats chiffrés**

| Synthèse de l'évaluation par la méthode des DCF           |              |
|-----------------------------------------------------------|--------------|
| Flux de trésorerie disponibles actualisés cumulés (en m€) | 58,8         |
| Valeur terminale (en m€)                                  | 76,2         |
| <b>Valeur d'entreprise (VE en m€)</b>                     | <b>134,9</b> |
| Dettes nettes ajustées                                    | -55,1        |
| <b>Valeur des capitaux propres (VCP en m€)</b>            | <b>79,9</b>  |
| Nombre d'actions en milliers                              | 17 251       |
| <b>Valeur de l'action Homair Vacances (en €)</b>          | <b>4,63</b>  |

La valeur unitaire de l'action Homair Vacances s'élève, selon la méthode des flux de trésorerie actualisés, à 4,63€.

#### 4.3.3.2.7. Analyse de sensibilité

L'analyse de la sensibilité au taux de croissance à l'infini et au taux d'actualisation fait ressortir les valeurs suivantes :

|              |       | CMPC |      |      |
|--------------|-------|------|------|------|
|              |       | 8,9% | 9,4% | 9,9% |
| Taux de      | 2,50% | 5,56 | 4,95 | 4,42 |
| croissance à | 2,00% | 5,17 | 4,63 | 4,15 |
| l'infini     | 1,50% | 4,84 | 4,35 | 3,91 |

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 4,15€ (croissance de 2,0% et taux d'actualisation de 9,9%) et 5,17€ (croissance de 2,0% et taux d'actualisation de 8,9%).

La valeur centrale s'établit donc, selon cette méthode à 4,63€.

Le prix d'Offre de 5,75€ induit une prime de 24,2% sur la valeur centrale obtenue par la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

#### 4.3.3.3. Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

Il n'existe aucune société cotée opérant uniquement dans le secteur de l'hôtellerie en plein air directement comparable à Homair Vacances. Nous avons recherché des sociétés exposées aux tendances du marché du tourisme.

A partir des analyses que nous avons effectuées, nous avons ainsi constitué trois échantillons de sociétés opérant dans le marché du tourisme sur le segment de l'hôtellerie au sens large, sur le segment de la vente et de l'organisation de voyages et dans l'activité de croisiéristes :

- Un échantillon « résidence de vacances et groupes hôteliers », constitué des sociétés *Pierre et Vacances SA*, *Club Méditerranée* et *Melia Hotels International SA*.
- Un échantillon « Tour-opérateurs », constitué des sociétés *Tui Travel*, *Kuoni Reisen* et *Thomas Cook*.
- Un échantillon « croisiéristes », constitué des sociétés *Carnival Corporation*, *Royal Caribbean Cruises Ltd* et *Norwegian Cruise Line Holding*.

| Echantillon                                       | Comparables boursiers              | Pays       | Capitalisation boursière | CA <sup>1</sup> 2012 | DAP <sup>2</sup> 2012 |
|---------------------------------------------------|------------------------------------|------------|--------------------------|----------------------|-----------------------|
| <i>Résidence de vacances et groupes hôteliers</i> | Pierre et Vacances SA              | FRA        | 262                      | 1 419                | 3%                    |
|                                                   | Club Méditerranée S.A.             | FRA        | 552                      | 1 447                | 7%                    |
|                                                   | Melia Hotels International SA      | ES         | 1 686                    | 1 362                | 7%                    |
| <b>Moyenne</b>                                    |                                    |            | <b>833</b>               | <b>1 409</b>         | <b>6%</b>             |
| <i>Tours Opérateurs</i>                           | TUI Travel PLC                     | GBR        | 5 751                    | 18 178               | 2%                    |
|                                                   | Kuoni Reisen Holding AG            | CH         | 1 301                    | 4 839                | 2%                    |
|                                                   | Thomas Cook Group plc              | GBR        | 3 268                    | 11 932               | 9%                    |
| <b>Moyenne</b>                                    |                                    |            | <b>3 440</b>             | <b>11 650</b>        | <b>5%</b>             |
| <i>Croisiéristes</i>                              | Carnival Corporation               | USA        | 23 659                   | 11 847               | 11%                   |
|                                                   | Royal Caribbean Cruises Ltd.       | LBR        | 8 044                    | 5 827                | 15%                   |
|                                                   | Norwegian Cruise Line Holdings Ltd | BMU        | 5 653                    | 1 725                | 9%                    |
| <b>Moyenne</b>                                    |                                    |            | <b>12 452</b>            | <b>6 466</b>         | <b>10%</b>            |
| <b>Moyenne globale</b>                            |                                    |            | <b>5 575</b>             | <b>6 508</b>         | <b>7%</b>             |
| <b>Homair Vacances</b>                            |                                    | <b>FRA</b> | <b>75</b>                | <b>66</b>            | <b>19%</b>            |

Source : *In financials, rapports annuels 2012*

<sup>1</sup> Chiffre d'affaires

<sup>2</sup> Dotation aux amortissements

#### Echantillon « résidence de vacances et groupes hôteliers »

Nous avons recherché des comparables opérant dans le secteur des résidences de vacances et des groupes hôteliers. Les structures de coûts et le mode de détention des actifs corporels varient selon les comparables retenus. Néanmoins ces sociétés présentent la plus forte similitude avec l'activité d'Homair Vacances. Les comparables retenus dans l'échantillon résidence de vacances et groupes hôteliers sont les suivants :

- Pierre et Vacances, société française cotée au Nyse Euronext compartiment C. Pierre & Vacances est le 1<sup>er</sup> exploitant européen de résidences et de villages touristiques. Le chiffre d'affaires par activité se ventile comme suit : exploitation de résidences et de villages pour 78% avec notamment les enseignes Pierre & Vacances, Center Parcs, Maeva et développement immobilier pour 22%. Le chiffre d'affaires de Pierre et Vacances s'est élevé à 1,4md€ en 2012.
- Club Méditerranée, société française cotée au Nyse Euronext Compartiment B. Club Méditerranée figure parmi les leaders des exploitants mondiaux de villages de vacances avec plus de 1,3 millions de clients. La répartition du chiffre d'affaires est la suivante : Europe pour 72,3%, Asie pour 14,3% et Amériques pour 13,4%. Le chiffre d'affaires du club Méditerranée a atteint à 1,4md€ en 2012. Club Méditerranée a fait par ailleurs l'objet d'une offre publique d'achat.
- Melia Hotels International, société espagnole cotée au SIBE Mercado Continuo Espagnol. Melia Hotels International exploite plus de 350 hôtels et clubs de vacances dans 35 pays et propose des séjours tout compris via notamment son site internet marchand. En 2012, Melia Hotels International a dégagé un chiffre d'affaires de 1,4md€.

#### Echantillon « tour-opérateurs » :

L'activité des tours opérateurs qui vendent et organisent des voyages se rapproche de celle de Homair Vacances qui propose des séjours tout compris via notamment son site internet marchand. De plus, il ressort de nos analyses que les tours opérateurs extériorisent une structure de coûts

comparable à celle de Homair Vacances avec une prépondérance des coûts variables. La principale différence entre les tours opérateurs et Homair Vacances provient du taux de détention des actifs corporels que nous avons mis en exergue en calculant le poids de l'amortissement en valeur relative dans le chiffre d'affaires. Les comparables que nous avons retenus dans l'échantillon « tour-opérateurs » sont les suivants :

- Tui Travel, société britannique cotée au London Stock Exchange opérant dans trois secteurs d'activité : « Mainstream », destiné au grand public avec des packs vacances complets, « Accommodation & Destinations » qui agit comme un tour opérateur avec des excursions et des solutions de logements pour les voyageurs et « Specialist & Activity » qui propose tous types d'activités de loisirs. Le chiffre d'affaires dégagé par Tui Travel s'est élevé à 18,2md€ en 2012.
- Kuoni Reisen Holding AG, société suisse cotée au Swiss EBS Stock. Kuoni Reisen est un leader mondial dans les prestations de voyages proposant des services de tours opérateurs tous inclus. En 2012, Kuoni Reisen a dégagé un chiffre d'affaires de 4,8md€.
- Thomas Cook, société britannique cotée au London Stock Exchange. Thomas Cook figure parmi les premiers groupes de tourisme mondiaux. La répartition du chiffre d'affaires se ventile entre le Royaume-Uni pour 32,8%, en Europe pour 64,1% et Amérique du Nord pour 3,1%. Le chiffre d'affaires de Thomas Cook s'est élevé à 11,9md€ en 2012.

#### Echantillon « croisiéristes » :

A partir des analyses et recherches que nous avons effectuées, il apparaît que l'activité des croisiéristes est celle qui se rapproche le plus de celle d'Homair Vacances en termes d'intensité capitalistique (poids des amortissements dans le chiffre d'affaires) et de niveau de marge d'EBIT. En effet, les croisiéristes que nous avons retenus détiennent en propre leurs navires de croisières. Les niveaux d'amortissement sont ainsi importants et se rapprochent de ceux dégagés par Homair Vacances. Les croisiéristes retenus dans notre échantillon sont les suivants :

- Carnival Corporation, société cotée au New York Stock Exchange. Carnival Corporation est spécialisée dans les croisières haut de gamme avec des destinations dans le monde entier. Le chiffre d'affaires de Carnival Corporation s'élevait à 11,8md€ à fin décembre 2012.
- Royal Caribbean Cruises, société cotée au New York Stock Exchange. Royal Caribbean Cruises possède 41 bateaux de croisière dans le monde entier, navigant vers plus de 450 destinations. Le chiffre d'affaires de Royal Caribbean Cruises s'élevait à 5,8md€ à fin décembre 2012.
- Norwegian Cruises, société cotée au Nasdaq. Le chiffre d'affaires s'élevait à 1,7md€ au 31 décembre 2012.

Bien qu'ayant des activités proches, voire similaires, aucune des sociétés de l'échantillon ne constitue une référence directement pertinente pour la société Homair Vacances compte tenu de la taille et de la rentabilité contrastées des différentes sociétés retenues.

#### 4.3.3.3.1. Analyse des comparables boursiers

Le taux de croissance du chiffre d'affaires et les taux de marge d'EBIT et d'EBITDA des sociétés comparables sont présentés ci-dessous :

| Echantillon                                       | Comparables boursiers              | Croissance CA |             | Marge d'EBITDA |              |              | Marge d'EBIT |              |              |
|---------------------------------------------------|------------------------------------|---------------|-------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                                   |                                    | 2013/14       | 2014/15     | 2013           | 2014         | 2015         | 2013         | 2014         | 2015         |
| <i>Résidence de vacances et groupes hôteliers</i> | Pierre et Vacances SA              | 9,2%          | 3,9%        | 4,5%           | 5,9%         | 6,9%         | -2,4%        | 2,1%         | 3,2%         |
|                                                   | Club Mediterranée S.A.             | 3,9%          | 3,8%        | 8,2%           | 8,7%         | 9,1%         | 3,1%         | 4,1%         | 4,8%         |
|                                                   | Melia Hotels International SA      | 4,5%          | 4,6%        | 17,2%          | 16,1%        | 16,0%        | 11,2%        | 10,1%        | 10,4%        |
| <b>Moyenne</b>                                    |                                    | <b>5,9%</b>   | <b>4,1%</b> | <b>10,0%</b>   | <b>10,2%</b> | <b>10,7%</b> | <b>4,0%</b>  | <b>5,4%</b>  | <b>6,1%</b>  |
| <i>Tours Opérateurs</i>                           | TUI Travel PLC                     | 4,5%          | 2,4%        | 5,3%           | 5,4%         | 5,7%         | 3,9%         | 4,1%         | 4,4%         |
|                                                   | Kuoni Reisen Holding AG            | 2,3%          | 4,2%        | 3,8%           | 4,0%         | 4,2%         | 2,6%         | 2,9%         | 3,0%         |
|                                                   | Thomas Cook Group plc              | 2,3%          | 3,9%        | 4,6%           | 5,5%         | 6,3%         | 2,8%         | 3,8%         | 4,6%         |
| <b>Moyenne</b>                                    |                                    | <b>3,1%</b>   | <b>3,5%</b> | <b>4,5%</b>    | <b>5,0%</b>  | <b>5,4%</b>  | <b>3,1%</b>  | <b>3,6%</b>  | <b>4,0%</b>  |
| <i>Croisiéristes</i>                              | Carnival Corporation               | 3,4%          | 7,0%        | 20,3%          | 20,3%        | 22,2%        | 10,0%        | 10,1%        | 11,7%        |
|                                                   | Royal Caribbean Cruises Ltd.       | 2,9%          | 9,3%        | 20,2%          | 21,3%        | 22,0%        | 10,7%        | 12,0%        | 13,1%        |
|                                                   | Norwegian Cruise Line Holdings Ltd | 2,9%          | 5,8%        | 25,1%          | 27,8%        | 29,5%        | 15,5%        | 19,7%        | 21,3%        |
| <b>Moyenne</b>                                    |                                    | <b>3,1%</b>   | <b>7,3%</b> | <b>21,8%</b>   | <b>23,2%</b> | <b>24,6%</b> | <b>12,0%</b> | <b>13,9%</b> | <b>15,4%</b> |
|                                                   | <b>Médiane échantillon total</b>   | <b>3,4%</b>   | <b>4,2%</b> | <b>8,2%</b>    | <b>8,7%</b>  | <b>9,1%</b>  | <b>3,9%</b>  | <b>4,1%</b>  | <b>4,8%</b>  |
| <b>Taux Moyen Homair Vacances</b>                 |                                    | <b>6,7%</b>   |             | <b>29,1%</b>   |              |              | <b>10,1%</b> |              |              |

Le taux de croissance du chiffre d'affaires moyen prévisionnel d'Homair Vacances est supérieur à ceux de la médiane des différentes sociétés qui constituent l'échantillon total.

Le taux de marge d'EBITDA moyen prévisionnel d'Homair Vacances est proche de 30% et fortement supérieur à ceux de la médiane de l'ensemble de l'échantillon, qui est proche, en moyenne sur les 3 années observées, de 10%.

Le taux de marge d'EBIT moyen prévisionnel d'Homair Vacances s'élève à environ 10% et apparaît comme étant supérieur à ceux de la médiane de l'ensemble de l'échantillon (proche de 5% en moyenne). Ce différentiel apparaît moins important que celui observé sur les marges d'EBITDA eu égard à l'intensité capitalistique importante observée chez Homair Vacances qui est propriétaire de ses mobil-homes.

Homair Vacances ayant des prévisions de croissance et des taux de marge plus élevés que ses comparables, nous n'avons pas retenu de décote de taille quand bien même sa capitalisation boursière est fortement inférieure à la moyenne de l'échantillon retenu.

#### 4.3.3.3.2. Multiplies obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu les multiples :

- de chiffre d'affaires corrigés grâce à une régression linéaire entre les multiples de chiffre d'affaires et les taux de marges des sociétés comparables,
- d'EBITDA qui permet d'extérioriser les bénéfices réalisés par les sociétés sans tenir compte des différentiels de politiques d'amortissements,

- d'EBIT<sup>1</sup> qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière. Ce multiple apparaît dans le cas présent le plus pertinent eu égard aux différences observées entre Homair Vacances et ses comparables en terme de détention des actifs.

Nous avons exclu le multiple de PER (Price to Earnings Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

Le tableau suivant récapitule les multiples de valorisation boursière et l'ensemble des sociétés comparables des échantillons. Nous avons retenu comme référence, pour chaque multiple, la médiane des neuf sociétés retenues (trois sociétés pour chaque échantillon).

| Echantillon                                       | Comparables boursiers              | VE/CA       |             |             | VE/EBITDA    |              |              | VE/EBIT      |              |              |
|---------------------------------------------------|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                                   |                                    | 2013        | 2014        | 2015        | 2013         | 2014         | 2015         | 2013         | 2014         | 2015         |
| <i>Résidence de vacances et groupes hôteliers</i> | Pierre et Vacances SA              | 0,3x        | 0,3x        | 0,3x        | 7,1x         | 4,9x         | 4,1x         | na           | 14,0x        | 8,8x         |
|                                                   | Club Mediterranee S.A.             | 0,5x        | 0,5x        | 0,5x        | 6,3x         | 5,8x         | 5,3x         | 16,8x        | 12,2x        | 10,1x        |
|                                                   | Melia Hotels International SA      | 2,0x        | 2,0x        | 1,9x        | 11,9x        | 12,1x        | 11,7x        | 18,2x        | 19,3x        | 18,0x        |
| <b>Moyenne</b>                                    |                                    | <b>1,0x</b> | <b>0,9x</b> | <b>0,9x</b> | <b>8,4x</b>  | <b>7,6x</b>  | <b>7,0x</b>  | <b>17,5x</b> | <b>15,2x</b> | <b>12,3x</b> |
| <i>Tours Opérateurs</i>                           | TUI Travel PLC                     | 0,3x        | 0,3x        | 0,3x        | 5,9x         | 5,7x         | 5,2x         | 8,0x         | 7,4x         | 6,8x         |
|                                                   | Kuoni Reisen Holding AG            | 0,3x        | 0,3x        | 0,2x        | 6,9x         | 6,5x         | 6,0x         | 10,2x        | 9,0x         | 8,2x         |
|                                                   | Thomas Cook Group plc              | 0,3x        | 0,3x        | 0,3x        | 7,5x         | 6,0x         | 5,1x         | 12,1x        | 8,8x         | 6,9x         |
| <b>Moyenne</b>                                    |                                    | <b>0,3x</b> | <b>0,3x</b> | <b>0,3x</b> | <b>6,8x</b>  | <b>6,1x</b>  | <b>5,4x</b>  | <b>10,1x</b> | <b>8,4x</b>  | <b>7,3x</b>  |
| <i>Croisiéristes</i>                              | Carnival Corporation               | 2,7x        | 2,6x        | 2,4x        | 13,2x        | 12,7x        | 10,9x        | 26,8x        | 25,7x        | 20,7x        |
|                                                   | Royal Caribbean Cruises Ltd.       | 2,4x        | 2,3x        | 2,1x        | 12,1x        | 10,9x        | 9,6x         | 22,9x        | 19,3x        | 16,2x        |
|                                                   | Norwegian Cruise Line Holdings Ltd | 4,2x        | 3,4x        | 3,2x        | 16,6x        | 12,1x        | 10,8x        | 26,9x        | 17,1x        | 14,9x        |
| <b>Moyenne</b>                                    |                                    | <b>3,1x</b> | <b>2,8x</b> | <b>2,6x</b> | <b>14,0x</b> | <b>11,9x</b> | <b>10,4x</b> | <b>25,5x</b> | <b>20,7x</b> | <b>17,3x</b> |
|                                                   | <b>Médiane échantillon total</b>   | <b>0,5x</b> | <b>0,5x</b> | <b>0,5x</b> | <b>7,5x</b>  | <b>6,5x</b>  | <b>6,0x</b>  | <b>17,5x</b> | <b>14,0x</b> | <b>10,1x</b> |
|                                                   | <b>Multiple corrigé</b>            | <b>2,2x</b> | <b>1,8x</b> | <b>1,6x</b> |              |              |              |              |              |              |

Source : In financials 16/01/2014

na : non applicable en raison d'agréments négatifs

Le multiple de chiffre d'affaires n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, les taux de marge d'EBITDA et d'EBIT de notre échantillon sont variables et se situent à des niveaux différents de ceux de Homair Vacances. Le multiple de chiffre d'affaires a donc été ajusté par la méthode de la régression linéaire en retenant le niveau de marge d'EBIT.

Cette méthode n'est applicable que si le coefficient de corrélation de la régression linéaire est suffisamment élevé. Dans notre cas, ce coefficient s'élève à 87% sur l'exercice 2013, 92% sur l'exercice 2014, et à 94% sur l'exercice 2015. Ces coefficients sont élevés et nous avons donc retenu cette méthode.

Les multiples de chiffre d'affaires ont donc été « corrigés » et s'élèvent ainsi à 2,2x pour 2013, 1,8x pour 2014 et 1,6x pour 2015.

<sup>1</sup> EBIT : Earnings before Interests and Taxes

#### **4.3.3.3. Application de la méthode**

Nous avons retenu les multiples moyens de chiffre d'affaires corrigés, de VE/EBITDA et de VE/EBIT pour les années 2013, 2014 et 2015 étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées.

La société Homair Vacances clôturant ses comptes au 30 septembre, et les comparables boursiers ayant des dates de clôture variant entre août, septembre et décembre, nous n'avons pas calendarisé les agrégats estimant que la haute saison de réservation et de la réalisation du chiffre d'affaires était comptabilisée pour l'ensemble des comparables. Les informations semestrielles ne sont pas par ailleurs toujours disponibles.

#### **4.3.3.4. Résultats**

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite de Homair Vacances obtenue par la méthode des comparables boursiers sans intégrer de décote de taille pour les raisons expliquées préalablement.

| Valorisation de l'action Homair Vacances |              |               |              |              |
|------------------------------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
|                                          | VE/CA        | VE/<br>EBITDA | VE/<br>EBIT  | Moyenne      |
| Valeur des fonds propres (en m€)         | 86,8         | 91,6          | 49,1         |              |
| Nombre d'actions (en milliers)           | 17 251       | 17 251        | 17 251       |              |
| <b>Valeur de l'action</b>                | <b>5,03€</b> | <b>5,31€</b>  | <b>2,84€</b> | <b>4,40€</b> |

Nous obtenons en synthèse une valeur de l'action Homair Vacances par la méthode des comparables boursiers :

- de 5,03€ par le multiple de chiffre d'affaires,
- de 5,31€ par multiple d'EBITDA,
- de 2,84€ par le multiple d'EBIT.

La valeur moyenne retenue de 4,40€ correspond à la moyenne entre les trois multiples.

Le prix d'Offre de 5,75€ extériorise une prime de 31% sur cette valeur.

#### **4.3.3.4. Méthode des multiples observés sur des transactions comparables**

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société Homair Vacances la moyenne des multiples de valorisation constatés lors de transactions les plus comparables.

##### **4.3.3.4.1. Choix des transactions**

Dans notre approche, nous avons retenu des transactions intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère Homair Vacances, les transactions intervenues à plus long terme ayant pour risque d'intégrer des caractéristiques opérationnelles qui ne sont plus représentatives des sociétés du secteur.

Notre choix s'est donc porté sur quatre transactions dans le secteur de l'hôtellerie de plein air et des résidences de vacances qui sont intervenues entre 2011 et 2013.

Ces transactions nous sont apparues comme pertinentes car elles concernent des sociétés qui évoluent dans des secteurs proches de celui d'Homair Vacances.

Par ailleurs, l'offre publique de rachat d'actions d'Homair Vacances intervient dans un contexte macro-économique et financier qui reste proche de celui des transactions retenues.

##### **4.3.3.4.2. Analyse des transactions**

Notre analyse nous a conduits à identifier les quatre transactions suivantes :

- Caledonia Invest a initié en novembre 2013 l'acquisition de la société Park Holidays UK, société britannique proposant des séjours familiaux en caravane et en camping dans 23 parcs répartis au Royaume-Uni. Park Holidays, cible de cette opération, a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 100m€ en 2012, exclusivement au Royaume-Uni.
- Electra Partners a initié en septembre 2013 l'acquisition de 100% des parts de la société South Lakeland Parks, société britannique qui détient et exploite 9 parcs de vacances au Royaume-Uni. Le chiffre d'affaires de South Lakeland Parks s'élevait à environ 26m€ en 2012.
- 21 Centrale Partners a initié l'acquisition de Vacances Directes en décembre 2011, société française qui fournit des appartements et des mobil-homes en location. Vacances Directes, cible de cette opération, a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 32m€ en 2010 grâce à l'exploitation de ses 5 500 mobile homes répartis sur 128 sites en France, Italie et Espagne.
- Prometheon Holding a initié l'acquisition d'HolidayBreak en septembre 2011, société Britannique cotée au London Stock Exchange depuis 1991, qui fournit des prestations de tour-opérateurs et des prestations de logements avec ses sites de campings et de Mobil-homes répartis en Europe. La société a généré un chiffre d'affaires d'environ 522m€ en 2010.

#### **4.3.3.4.3. Multiples obtenus**

Nous avons retenu dans le cadre de cette méthode les multiples :

- d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière. Ce multiple apparaît dans le cas présent le plus pertinent eu égard aux différences qui peuvent exister entre Homair Vacances et ses comparables en terme de détention des actifs.
- d'EBITDA qui extériorise des bénéfices réalisés par les sociétés sans tenir compte des différentiels de politiques d'amortissements.

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires qui n'est pertinent que si les niveaux de marges observés chez les comparables sont proches de ceux de la société à évaluer, ce qui n'est pas le cas présentement. Par ailleurs, les agrégats financiers des sociétés objets des transactions n'étaient pas disponibles sur les différentes années et il n'a pas été possible de calculer des multiples de chiffre d'affaires corrigés par régression linéaire.
- de PER (Price Earning Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

Les transactions et multiples obtenus se synthétisent comme suit :

| Date           | Cible                | Valeur<br>d'Entreprise <sup>2</sup> | CA <sup>1 &amp; 2</sup> | EBITDA <sup>1 &amp; 2</sup> | EBIT <sup>1 &amp; 2</sup> | VE/CA       | VE/EBITDA   | VE/EBIT      |
|----------------|----------------------|-------------------------------------|-------------------------|-----------------------------|---------------------------|-------------|-------------|--------------|
| nov-13         | Park Holidays UK     | 206,1                               | 100,2                   | 23,3                        | 20,7                      | 2,1x        | 8,8x        | 9,9x         |
| sept-13        | South Lakeland Parks | 55,8                                | 30,2                    | 6,7                         | 5,1                       | 1,8x        | 8,4x        | 11,0x        |
| sept-11        | Vacances Direct      | 72,5                                | 32,4                    | 8,5                         | 2,9                       | 2,2x        | 8,5x        | 25,1x        |
| sept-11        | HolidayBreak         | 508,7                               | 522,1                   | 65,0                        | 49,4                      | 1,0x        | 7,8x        | 10,3x        |
| <b>Moyenne</b> |                      |                                     |                         |                             |                           | <b>1,8x</b> | <b>8,4x</b> | <b>14,1x</b> |

Source : Epsilon Research

<sup>1</sup> Agrégats 2012 pour Park holidays UK et South Lakeland Parks, agrégats 2010 pour Vacances Direct et HolidayBreak

<sup>2</sup> En millions d'euros

#### **4.3.3.4.4. Application de la méthode**

Nous avons retenu les multiples moyens de VE/EBITDA et de VE/EBIT. Deux des quatre transactions ont été réalisées en 2013 et extériorisent des multiples basés sur des agrégats au 31 décembre 2012 et les deux autres transactions ont été réalisées en 2011 et extériorisent des multiples basés sur des agrégats au 31 décembre 2010.

Il nous est apparu, en conséquence, cohérent d'appliquer les multiples moyens retenus aux agrégats financiers historiques d'Homair Vacances au 30 septembre 2011, 2012 et 2013.

La valeur des fonds propres ressortant par cette méthode est déterminée en rajoutant à la valeur d'entreprise extériorisée la dette nette ajustée telle qu'elle est présentée dans la partie 3.1.3 de ce rapport

#### **4.3.3.4.5. Résultats**

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite d'Homair Vacances obtenue par la méthode des transactions comparables.

| Valorisation de l'action Homair Vacances |              |              |              |
|------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
|                                          | VE/ EBITDA   | VE/ EBIT     | Moyenne      |
| Valeur des fonds propres (en m€)         | 110,0        | 48,5         |              |
| Nombre d'actions (en milliers)           | 17 251       | 17 251       |              |
| <b>Valeur de l'action</b>                | <b>6,38€</b> | <b>2,81€</b> | <b>4,59€</b> |

Nous obtenons en synthèse une valeur implicite d'Homair Vacances par la méthode des transactions comparables comprise entre 2,81€ (multiple d'EBIT) et 6,38€ (multiple d'EBITDA) et une valeur centrale de 4,59€ qui correspond donc à la moyenne entre les deux multiples.

Le prix d'Offre de 5,75€ fait ressortir une prime de 25% sur cette valeur centrale.

#### **4.3.3.5. Méthode du cours de bourse**

Les actions de Homair Vacances sont cotées sur le marché Alternext de NYSE-Euronext Paris. La société a été introduite en bourse en 2007 à la bourse de Paris au prix de 5,1 euros par action.

##### **4.3.3.5.1. Analyse de la liquidité du cours de bourse**

A notre connaissance et au jour du dépôt de l'offre, l'actionnariat se répartit comme suit :

| Composition de l'actionnariat | Nombre d'actions détenues | % du capital |
|-------------------------------|---------------------------|--------------|
| Iliade                        | 10 280 128                | 78,4%        |
| Eric Bismuth                  | 45 033                    | 0,3%         |
| Daniel Elalouf                | 14 122                    | 0,1%         |
| Jean Marc Espalioux           | 90 152                    | 0,7%         |
| Anne Espalioux                | 19 699                    | 0,2%         |
| Daniel Guez                   | 1 221                     | 0,0%         |
| SARL Pèbre                    | 795 710                   | 6,1%         |
| Jérôme Faucheur               | 407                       | 0,0%         |
| Naxicap Partners              | 1                         | 0,0%         |
| Auto contrôle                 | 998 899                   | 7,6%         |
| Flottant                      | 863 609                   | 6,6%         |
| <b>Total</b>                  | <b>13 108 981</b>         | <b>100%</b>  |

Source : Note d'opération

Le capital flottant représentait, à la date de l'opération, 6,6% du capital, soit 863.609 actions.

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée :

| Moyenne pondérée par les volumes | Titres échangés en moyenne | Titres échangés en cumul | Volume cumulé % total <sup>1</sup> | Volume cumulé % flottant <sup>2</sup> |
|----------------------------------|----------------------------|--------------------------|------------------------------------|---------------------------------------|
| Spot - 26 novembre 2013          | 300                        | 300                      | 0,00%                              | 0,03%                                 |
| Moyenne 1 mois                   | 114                        | 2 630                    | 0,02%                              | 0,30%                                 |
| Moyenne 3 mois                   | 419                        | 27 682                   | 0,21%                              | 3,21%                                 |
| Moyenne 6 mois                   | 311                        | 41 308                   | 0,32%                              | 4,78%                                 |
| Moyenne 9 mois                   | 298                        | 57 773                   | 0,44%                              | 6,69%                                 |
| Moyenne 1 an                     | 353                        | 90 676                   | 0,69%                              | 10,50%                                |

Source : Euronext, 26/11/13

<sup>1</sup> Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

<sup>2</sup> Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

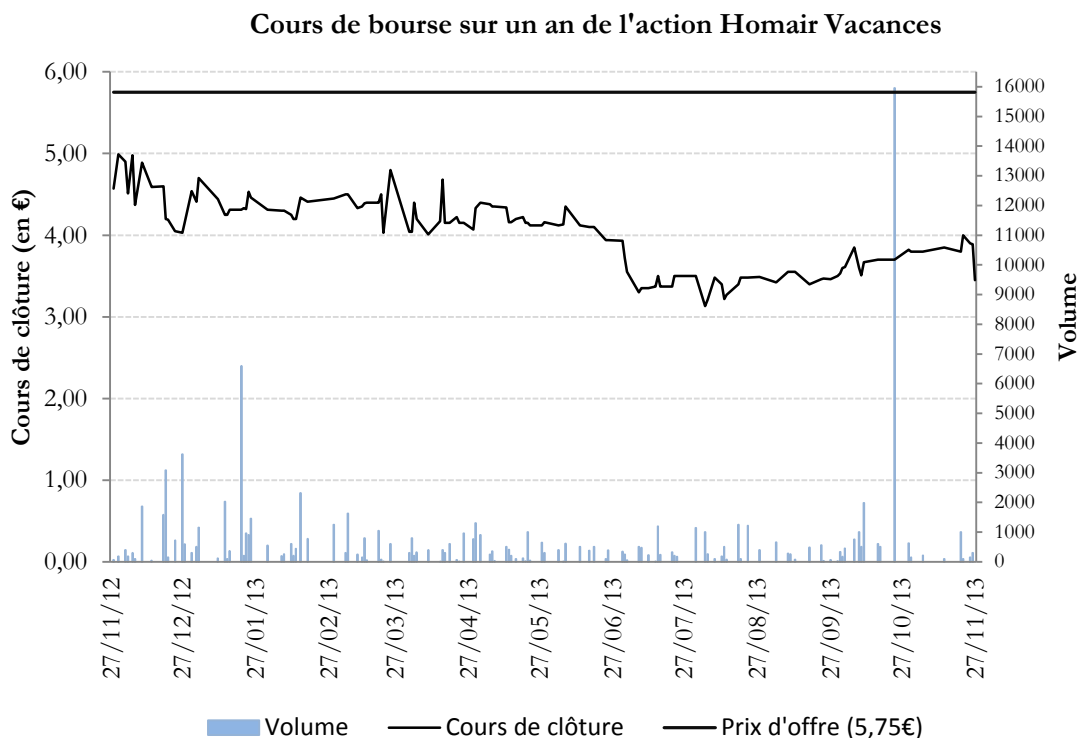
Le tableau ci-dessus témoigne de la relative faiblesse des volumes échangés. Les volumes moyens échangés se situent entre 114 titres (moyenne 1 mois) et 419 titres (moyenne 3 mois).

Sur le dernier mois, le nombre total de titres échangés représente 0,02% du nombre total de titres et 0,30% du flottant.

Au cours de la dernière année, le volume moyen quotidien échangé est de 353 titres et le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 90.676, soit 0.69% du nombre total de titres et 10,50% du flottant.

Au regard de ces données, le titre Homair Vacances, qui fait l'objet d'échanges relativement réguliers sur son flottant, présente une certaine liquidité eu égard à son capital flottant, nous retiendrons donc cette méthode.

#### 4.3.3.5.2. Analyse du cours de bourse de l'action Homair Vacances



L'action Homair Vacances a été introduite en bourse à un prix de 5,10€ sur Alternext en juin 2007, avant la crise économique de fin 2008 qui a durement touché l'économie française et européenne.

Une période de un an a été retenue pour étudier l'évolution du cours de bourse de l'action Homair Vacances, cette période prenant fin le 27 novembre 2013, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre.

Entre fin novembre et fin décembre 2012, le cours de l'action Homair Vacances a connu une baisse significative de sa valeur pour atteindre 4,03€ le 24 décembre 2012 contre 4,99€ le 28 novembre 2012. Celle-ci s'explique notamment par la publication des résultats 2012 d'Homair Vacances qui a annoncé que l'objectif d'EBITDA ne serait pas atteint.

Le cours de l'action a, par la suite, fluctué entre 4,03€ et 4,80€ entre janvier et mi-juin 2013. A compter du 19 juin 2013, le cours est passé sous la barre des 4€ pour s'établir à 3,94€ suite notamment à la publication du résultat semestriel en deçà des attentes. Le cours de l'action a continué ensuite sa baisse jusqu'au 1<sup>er</sup> août 2013 avec un minimum de 3,13€ suite aux publications de taux de réservation et de chiffre d'affaires légèrement inférieurs aux attentes du management dans un marché du tourisme difficile.

Par la suite, le cours connaît une croissance modeste et fluctue entre 3,13€ et 4,00€ jusqu'au 27 novembre 2013. Cette hausse est en partie liée à la publication le 22 octobre 2013 de la confirmation du développement stratégique et de l'acquisition d'un camping à Marseillan.

Le 24 octobre 2013, un volume de 15.958 actions représentant 1.85% du flottant a été échangé. Le cours de clôture à cette même date était de 3,82€.

Après la publication des résultats 2013 le 21 novembre 2013 notamment, le cours de bourse s'est dégradé pour s'établir à 3,45€ le 27 novembre 2013, veille jour de l'Offre.

#### **4.3.3.5.3. Calcul des différentes moyennes de cours de bourse**

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 27 novembre 2013, derniers cours précédant l'annonce de l'opération.

|                                      | €/action | Prime offerte |
|--------------------------------------|----------|---------------|
| Cours de clôture (le 27 novembre 13) | 3,45     | 67%           |
| CMPV* 1 mois                         | 3,85     | 49%           |
| CMPV* 3 mois                         | 3,68     | 56%           |
| CMPV* 6 mois                         | 3,65     | 58%           |
| CMPV* 9 mois                         | 3,83     | 50%           |
| CMPV* 1 an                           | 4,02     | 43%           |

*Source : Euronext, 09 / 01 / 2014*

*\* Cours moyen pondéré par les volumes*

Les différentes moyennes de cours de bourse, s'établissent entre 3,65€ (moyenne 6 mois) et 4.02€ (moyenne 1 an).

Le cours de référence le plus pertinent est, selon nous, le cours moyen pondéré 1 mois (3,85€) qui intègre les dernières informations financières et la situation du marché à la date de l'Offre.

Par ailleurs, le dernier cours de clôture au 27 novembre 2013 s'élève à 3,45€.

Le prix proposé de 5,75€ par action offre une prime sur les différentes moyennes de cours de bourse. Ces primes sont comprises entre 43% (cours moyen pondéré 1 an) et 58% (cours moyen pondéré 6 mois).

Par ailleurs, Portzamparc Société de Bourse, seul analyste à notre connaissance qui suivait le titre Homair Vacances, recommandait dans sa dernière note précédant l'Offre en date du 8 avril 2013, le renforcement pour un cours cible s'élevant à 4,6€. Le prix d'Offre de 5,75€ offre donc une prime de 25% sur le dernier cours cible de l'analyste qui suivait la valeur.

#### **4.4. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur**

Les travaux et conclusions de l'établissement présentateur sont présentés dans la note d'information de la présente Offre.

Pour apprécier le prix d'Offre, l'établissement présentateur a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions Homair Vacances :

#### 4.4.1. Méthodes d'évaluation écartées :

- Méthode de l'actif net comptable
- Méthode de l'actif net réévalué
- Méthode des dividendes futurs
- Méthode des transactions comparables

L'établissement présentateur n'a pas retenu cette dernière méthode en considérant le nombre de transactions identifiées comme insuffisant.

Nous avons, pour notre part, identifié quatre transactions comparables et retenu cette méthode en considérant l'échantillon retenu comme significatif. Notre approche est décrite dans la partie 3.3 de notre rapport et aboutit à une valeur moyenne de l'action Homair Vacances de 4,59€.

#### 4.4.2. Méthodes d'évaluation retenues :

- Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la société
- Méthode du cours de bourse
- Méthode des flux de trésorerie actualisés
- Méthode des comparables boursiers

L'établissement présentateur a donc mis en œuvre une approche multicritères comprenant une méthode analogique (comparables boursiers) et une méthode intrinsèque (flux de trésorerie actualisés) et s'est référé au cours de bourse d'Homair Vacances et aux transactions intervenues sur le capital de la société.

Ces méthodes sont, à l'exception de la méthode des transactions comparables qui n'a pas été retenue par l'établissement présentateur, identiques à celles que nous avons nous-mêmes retenues.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'établissement présentateur nous conduit à formuler les commentaires suivants :

##### 4.4.2.1. **Transactions récentes sur le capital de Homair Vacances**

Pour appliquer cette méthode, l'établissement présentateur a retenu :

- L'acquisition par Iliade, actionnaire majoritaire de Homair Vacances, le 28 novembre 2013, de 1.391.304 actions de la société Homair Vacances auprès du FCPR Ekkio Capital 1 , de la société anonyme Avenir Tourisme, de Monsieur Serge Mesguich et de la société Unexo, à un prix unitaire de 5,75 euros,
- L'acquisition par Homair Vacances, à cette même date, de 1.038.550 de ses propres actions, auprès des actionnaires cités ci-dessus (Ekkio, Avenir Tourisme, Monsieur Serge Mesguich et Unexo) et à un prix unitaire de 5,75 euros.

Nous avons également retenu ces transactions comme référence d'appréciation du prix de l'action Homair Vacances.

Nous n'avons pas de différence d'appréciation sur la valeur de l'action Homair Vacances retenue par cette méthode.

#### 4.4.2.2. **Référence au cours de bourse**

L'établissement présentateur a retenu le critère du cours de bourse.

Le tableau de synthèse des valorisations effectuées par l'établissement présentateur reprend les cours moyens pondérés 1 mois, 3 mois, 6 mois et 1 an et le cours de bourse au 27 novembre 2013.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur les calculs effectués et sur les différentes moyennes retenues.

#### 4.4.2.3. **Méthode des flux de trésorerie actualisés**

Pour mettre en œuvre cette méthode, l'établissement présentateur a :

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management de la société pour les exercices allant du 30 septembre 2014 au 30 septembre 2018 ;
- extrapolé le plan d'affaires sur la période septembre 2019- septembre 2023 en retenant un taux de croissance du chiffre d'affaires en diminution progressive pour atteindre 1,5% et un taux de marge d'EBIT stable de 13,6% correspondant au taux de la dernière année du plan d'affaires au 30 septembre 2018 ;
- calculé une valeur terminale sur la base du flux de l'année 2023 actualisé auquel a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 1,5% ;
- actualisé l'ensemble de ces flux au taux de 9,3%. Ce taux correspond au coût moyen pondéré du capital de la société et intègre un taux sans risque (2,37%), une prime de risque (5,3%) à laquelle est appliquée un coefficient bêta (ajusté d'un correctif de taille) de 2,04 ;
- déduit de la valeur ainsi obtenue la dette nette retraitée sur la base du dernier exercice clos au 30 septembre 2013 (55,1m€).

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'établissement présentateur, fait ressortir une valeur de l'action Homair Vacances de 4,12€.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini fait ressortir une valeur par action comprise entre 3,13€ (taux d'actualisation de 10,3% et croissance à l'infini de 1%) et 5,56€ (taux d'actualisation de 8,3% et taux de croissance à l'infini de 2%).

Les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés sont proches de celles de l'établissement présentateur en ce qui concerne :

- les éléments du plan d'affaires jusqu'au 30 septembre 2018;
- la détermination de la dette nette ajustée

Les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues divergent de l'établissement présentateur en ce qui concerne :

- la détermination du flux normatif et de la valeur terminale,
- le calcul du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini
- la période retenue pour l'actualisation des flux.

#### **4.4.2.3.1. Horizon du plan d'affaires, flux normatif et valeur terminale**

L'établissement présentateur a extrapolé le plan d'affaires d'Homair Vacances sur cinq exercices supplémentaires (horizon au 30 septembre 2023). Il a été retenu sur la période d'extrapolation une croissance de chiffre d'affaires en diminution progressive pour atteindre 1,5% et un taux de marge d'EBIT stable de 13,6% correspondant au taux de la dernière année du plan d'affaires au 30 septembre 2018.

Pour la détermination du flux normatif, l'établissement présentateur a retenu un niveau de marge d'EBIT correspondant au dernier flux de l'année 2023, soit 13,6%.

Nous avons, pour notre part, extrapolé le plan d'affaires de Homair Vacances sur trois années supplémentaires (horizon au 30 septembre 2021) en retenant, sur la période d'extrapolation une croissance du chiffre d'affaires en diminution progressive pour atteindre 2,5% à l'horizon 2021.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation avec l'établissement présentateur sur le taux de marge d'EBIT retenu.

Cette différence méthodologique impacte légèrement les flux de trésorerie totaux avant actualisation.

#### **4.4.2.3.2. Détermination du taux d'actualisation**

L'analyse des approches respectives fait apparaître les divergences suivantes quant à l'estimation du coût moyen pondéré du capital :

### Calcul du CMPC

|                                      | Expert<br>indépendant |            | Etablissement |
|--------------------------------------|-----------------------|------------|---------------|
| Taux sans risque                     | 2,36%                 | (1)        | 2,37%         |
| Prime de risque du marché            | 5,9%                  | (2)        | 5,26%         |
| Bêta désendetté                      | 0,86                  | (3)        | 0,70          |
| D/E                                  | 75%                   | (4)        | 140%          |
| Correctif de taille                  | na                    | (5)        | 0,35          |
| Bêta réendetté                       | 1,28                  |            | 2,04          |
| Prime de risque spécifique           | 4,3%                  |            | na            |
| <b>Coût des fonds propres</b>        | <b>14,2%</b>          | <b>(6)</b> | <b>13,1%</b>  |
| Coût de la dette avant impôt         | 4,50%                 |            | nc            |
| Taux d'impôt                         | 34,43%                |            | nc            |
| <b>Coût de la dette après impôt</b>  | <b>2,95%</b>          |            | <b>4,3%</b>   |
| D/(D+E)                              | 43%                   | (7)        | 44%           |
| E/(D+E)                              | 57%                   | (7)        | 56%           |
| <b>Coût moyen pondéré du capital</b> | <b>9,4%</b>           |            | <b>9,3%</b>   |

*(1) Taux OAT 10 ans au 16/01/2014*      *(5) Calculé selon l'abbaque d'Eric-Eugène Grena*  
*(2) Prime de risque du marché actions France - Factset*      *(6) Formule du MEDAF*  
*(3) Bêta des sociétés comparables désendetté*      *(7) Calcul d'après gearing de la cible en valeur de marché*  
*(4) Calcul d'après le ratio dettes nettes sur fonds propres part du groupe*  
*Source de l'établissement présentateur, nos sources étant précisées dans la partie 3.3.2.4 du présent rapport*  
*na : non applicable*  
*nc : non communiqué*

Les écarts observés proviennent des sources de marché utilisées qui sont indiquées dans ce tableau.

Le taux d'actualisation retenu par l'établissement présentateur (9,3%) est proche de celui que nous avons retenu (9,4%) même si les données et la méthodologie retenues divergent.

#### **4.4.2.3.3. Détermination du taux de croissance à l'infini**

L'établissement présentateur a retenu un taux de croissance à l'infini de 1,5%.

Nous avons pour notre part retenu un taux de 2%.

#### **4.4.2.3.4. Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés**

La valeur centrale extériorisée par l'établissement présentateur ressort à 4,12€ et se situe légèrement en deçà de notre valeur. Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant et notamment du taux de croissance à l'infini choisi.

#### 4.4.2.4. **Méthode des comparables boursiers**

##### 4.4.2.4.1. **Choix de l'échantillon**

L'échantillon retenu par l'établissement présentateur est composé de six sociétés (Club Méditerranée, Compagnie des Alpes, Pierre & Vacances, TUI Travel, Thomas Cook et Voyageurs du Monde) qui se caractérisent par une activité de prestation hôtelière exposée aux tendances du marché européen.

Nous considérons les sociétés Club Méditerranée, Pierre & Vacances, TUI Travel, Thomas Cook, qui font aussi partie de notre échantillon, comme des comparables.

Nous avons, pour notre part, retenu neuf sociétés exposées aux tendances du marché du tourisme en constituant trois échantillons (résidence de vacances et groupes hôteliers, tour-opérateurs, croisiéristes) constitués chacun de trois sociétés. Notre approche d'évaluation est décrite dans la partie 3.3 de notre rapport.

##### 4.4.2.4.2. **Choix des multiples et méthodologie**

Les ratios moyens retenus par l'établissement présentateur sont :

- la valeur d'entreprise divisée par l'EBITDA (VE/EBITDA),
- la valeur d'entreprise divisée par l'EBIT (VE/EBIT).

Nous considérons, pour les raisons expliquées préalablement dans notre approche, que les multiples d'EBITDA et d'EBIT sont pertinents.

Ces ratios moyens ont été appliqués par l'établissement présentateur aux agrégats financiers prévisionnels 2014 et 2015. L'établissement présentateur a retenu en synthèse la moyenne de ces multiples sur les deux années.

Nous avons pour notre part retenu aussi le multiple de chiffre d'affaires corrigé par une régression ainsi que les agrégats financiers 2013 pour l'ensemble des multiples.

##### 4.4.2.4.3. **Conclusion sur la méthode des comparables**

La valeur de l'action Homair Vacances obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort à 2,3€ par les multiples d'EBIT et 4,1€ par les multiples d'EBITDA, soit 3,2€ en moyenne.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action Homair Vacances par la méthode des comparables boursiers de 4,40€ correspondant à la valeur moyenne extériorisée par l'application des multiples d'EBITDA (5,31€), d'EBIT (2,84€) et de chiffre d'affaires corrigé (5,03€).

L'écart observé provient essentiellement du choix de l'échantillon et des méthodologies retenues telles que présentées ci-avant.

#### 4.5. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

| en €/action                               | Etablissement présentateur |                 |        | Expert Indépendant<br>Valeur centrale | Primes offertes par rapport au prix de l'Offre de 5,75€ |
|-------------------------------------------|----------------------------|-----------------|--------|---------------------------------------|---------------------------------------------------------|
|                                           | Bas                        | Valeur centrale | Haut   |                                       |                                                         |
| Méthode du cours de bourse                |                            |                 |        |                                       |                                                         |
| Cours de clôture (le 27/11/2013)          |                            | 3,45 €          |        | 3,45 €                                | 66,7%                                                   |
| CMPV* 1 mois                              |                            | 3,85 €          |        | 3,85 €                                | 49,4%                                                   |
| CMPV* 3 mois                              |                            | 3,68 €          |        | 3,68 €                                | 56,3%                                                   |
| CMPV* 6 mois                              |                            | 3,65 €          |        | 3,65 €                                | 57,5%                                                   |
| CMPV* 1 an                                |                            | 4,02 €          |        | 4,02 €                                | 43,0%                                                   |
| Méthode des comparables boursiers         | 2,30 €                     | 3,20 €          | 4,10 € | 4,40 €                                | 30,7%                                                   |
| Méthode des transactions comparables      |                            | na              |        | 4,59 €                                | 25,2%                                                   |
| Méthode des flux de trésorerie actualisés | 3,09 €                     | 4,12 €          | 5,56 € | 4,63 €                                | 24,2%                                                   |
| Méthode des transactions de référence     |                            | 5,75 €          |        | 5,75 €                                | 0,0%                                                    |

\* CMPV : Cours moyen pondéré par les volumes

na : non applicable

nc : non communiqué

Il est rappelé que, le 28 novembre 2013, l'acquisition par Iliade de 1.391.304 actions Homair Vacances représentant environ 10,37% du capital de la Société, auprès du FCPR Ekkio Capital 1, de la société anonyme Avenir Tourisme, de Monsieur Serge Mesguich et de la société Unexo, s'est réalisée à un prix unitaire de 5,75 euros.

A cette même date, l'acquisition par Homair Vacances dans le cadre du programme de rachat d'actions de 1.038.550 de ses propres actions, représentant environ 7,74% de son capital, auprès du FCPR Ekkio Capital 1, de la société anonyme Avenir Tourisme, de Monsieur Serge Mesguich et de la société par actions simplifiée Unexo s'est réalisée à un prix unitaire de 5,75 euros.

Le prix offert offre les mêmes conditions que celles obtenues par ces actionnaires dans le cadre de ces opérations.

La présente Offre est volontaire et permet aux actionnaires d'Homair Vacances qui le souhaitent de vendre tout ou partie de leurs actions tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital. En outre, l'Offre constitue une opportunité pour les actionnaires qui le souhaitent de trouver une liquidité, l'action Homair Vacances étant peu liquide au regard des volumes échangés.

Les actionnaires qui ne céderaient pas leurs titres ne seraient pas pour autant, pénalisés par cette opération puisqu'ils bénéficieraient notamment d'un effet de relution (le résultat net par action au 30/09/2013 recalculé après incidence de l'opération augmenterait d'environ 3,9% par rapport aux données pro-forma à la date de dépôt de l'Offre telles que présentées dans la note d'information).

L'Offre n'aura pas pour conséquence la mise en œuvre d'une procédure de retrait des actions Homair Vacances de la cotation du marché Alternext de NYSE Euronext Paris.

Notre analyse fait ressortir des valeurs :

- comprise entre 3,45€ (cours de clôture du 27/11/2013) à 4,02€ (cours moyen 1 an) pour la méthode des cours de bourse ;
- de 4,40€ pour la méthode des comparables boursiers ;
- de 4,59€ pour la méthode des transactions comparables ;
- de 4,63€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- de 5,75€ pour la méthode des transactions de référence sur le capital d'Homair Vacances.

Le prix offert de 5,75€ par action dans le cadre de la présente Offre :

- présente une prime comprise entre 43% (cours moyen 1 an) et 66,7% (cours de clôture 27 novembre 2013) sur la méthode du cours de bourse ;
- présente une prime de 30,7% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des comparables boursiers ;
- présente une prime de 25,2% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des transactions comparables ;
- présente une prime de 24,2% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- ne présente ni prime ni décote sur la méthode des transactions de référence intervenues sur le capital d'Homair Vacances.

Le prix de 5,75€ par action Homair Vacances proposé pour la présente Offre Publique de Rachat est équitable pour les actionnaires minoritaires de la société Homair Vacances.

## 5. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Au cours de la séance du 29 janvier 2014, le Conseil de Surveillance d'Homair Vacances, connaissance prise du projet d'Offre et des engagements de certains actionnaires de ne pas apporter leurs actions Homair Vacances à l'Offre et de certains titulaires de bons de souscription d'actions Homair Vacances de ne pas exercer lesdits bons préalablement à la date de clôture de l'Offre, et après examen du projet de note d'information relatif à l'Offre établi par Homair Vacances, lequel comprend un résumé du rapport d'évaluation préparé par Portzamparc Société de Bourse, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, et le rapport de l'expert indépendant (le "**Projet de Note d'Information**"), a relevé que :

- (i) l'Offre porte sur la totalité des actions Homair Vacances en circulation non détenues, à la date du dépôt de l'Offre, par Homair Vacances, à l'exception des 11.246.473 actions détenues par les actionnaires s'étant engagés à ne pas les apporter à l'Offre (en ce inclus les membres du Conseil de Surveillance suivants : Monsieur Eric Bismuth, Monsieur Daniel Elalouf, Monsieur Daniel Guez et Naxicap Partners) et des actions qui résulteraient de l'exercice de bons de souscription d'actions, leurs titulaires (en ce inclus les membres du Conseil de Surveillance suivants : Monsieur Eric Bismuth, Monsieur Daniel Elalouf, Monsieur Daniel Guez) s'étant engagés à ne pas les exercer préalablement à la clôture de l'Offre, soit 863.609 actions Homair Vacances sur la base du capital social d'Homair Vacances à la date de la présente réunion, représentant environ 6,59% du capital social et 5,17% des droits de vote d'Homair Vacances,
- (ii) le prix offert par Homair Vacances dans le cadre de l'Offre est de 5,75 euros par action,
- (iii) le prix de 5,75 euros par action extériorise une prime de 66,67%% sur la base du cours de clôture de l'action Homair Vacances précédant l'annonce au marché de la mise en œuvre du programme de rachat d'actions ayant précédé l'annonce de l'Offre, soit sur la base du cours de clôture du 27 novembre 2013 établi à 3,45 euros,
- (iv) l'expert indépendant a procédé à la mise en œuvre d'une approche multicritères en vue de l'évaluation d'Homair Vacances et, ayant examiné l'ensemble des termes du Projet de Note d'Information, a conclu au caractère équitable pour les actionnaires d'Homair Vacances, du prix de 5,75 euros par action proposé par Homair Vacances,
- (v) le plan d'affaires du Groupe Homair Vacances pour la période 2014-2018 n'intègre pas les réflexions qui continuent d'être menées en permanence par Homair Vacances en matière de développement stratégique du Groupe Homair Vacances, lesquelles seraient susceptibles de faire évoluer son périmètre et / ou la physionomie de l'actionnariat de Homair Vacances, ceci en raison du caractère incertain des opérations qui pourraient éventuellement en découler ;
- (vi) l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence particulière en matière d'emploi, et
- (vii) l'Offre constitue une opportunité pour les actionnaires qui le souhaitent de trouver une liquidité que le marché ne leur offre pas aujourd'hui eu égard à la faible rotation du flottant et préserve également l'intérêt des actionnaires qui souhaiteront continuer à accompagner Homair Vacances puisqu'ils bénéficieront d'un effet relatif sur le bénéfice net par action.

En conséquence, le Conseil de Surveillance a conclu que :

- les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les actionnaires d'Homair Vacances, les évaluations réalisées par la société Portzamparc Société de Bourse, conseil d'Homair Vacances, et par l'Expert Indépendant, faisant apparaître que les conditions de l'Offre assurent aux actionnaires minoritaires d'Homair Vacances une prime réelle au regard des principales méthodes de valorisation mises en œuvre dans lesdites évaluations ; et
- le projet d'Offre est conforme aux intérêts d'Homair Vacances, de ses salariés et de ses actionnaires.

Le Conseil de Surveillance approuve donc le projet d'Offre qui sera initié par Homair Vacances et recommande, sous réserve de l'adoption par l'AGM de la résolution relative à la réduction du capital social d'Homair Vacances par voie d'offre publique de rachat d'actions suivie de leur annulation, aux actionnaires d'Homair Vacances souhaitant bénéficier d'une liquidité à court terme d'apporter leurs actions à l'Offre.

Il est en outre précisé que Monsieur Daniel Guez, Monsieur Eric Bismuth, Monsieur Daniel Elalouf, Monsieur Jean-Marc Espalioux<sup>1</sup> et Madame Angèle Faugier<sup>2</sup> qui se sont engagés à ne pas apporter leurs actions Homair Vacances à l'Offre et ne pas exercer leurs bons de souscription d'actions Homair Vacances préalablement à la date de clôture de l'Offre, n'ont pas participé au vote de la décision relative à l'avis motivé du Conseil de Surveillance.

---

<sup>1</sup> Il est rappelé que Monsieur Jean-Marc Espalioux est le représentant de la société Montefiore Investment, elle-même société de gestion des fonds communs de placement à risque actionnaires majoritaires de la société Iliade qui s'est elle-même engagée à ne pas apporter ses actions Homair Vacances à l'Offre et ne pas exercer ses bons de souscription d'actions Homair Vacances préalablement à la date de clôture de l'Offre.

<sup>2</sup> Il est rappelé que Madame Angèle Faugier est la représentante de la société Naxicap Partners qui s'est elle-même engagée à ne pas apporter l'action Homair Vacances qu'elle détient à l'Offre.

## 6. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION

### 6.1. Pour la Société

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

Aix-en-Provence, le 18 février 2014

Homair Vacances

Représentée par Monsieur Alain Calmé, en qualité de Président du Directoire

### 6.2. Pour la présentation de l'Offre

"Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, Portzamparc Société de Bourse, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'il a examinée sur la base des informations communiquées par la Société, et les éléments d'appréciation du prix proposé, sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée."

Nantes, le 18 février 2014

Portzamparc Société de Bourse

Damien Rahier en qualité de Directeur Général