

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR

CLUB MÉDITERRANÉE 

CONSEILLEE PAR

 **ROTHSCHILD**

EN REPONSE AU

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

INITIEE PAR

GLOBAL RESORTS



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 28 juillet 2014, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

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

Avis important

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

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

Club Méditerranée
11, rue de Cambrai
75019 Paris

Rothschild & Cie
23bis, avenue de Messine
75008 Paris

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

SOMMAIRE

	Page
1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L’OFFRE	4
1.1 Présentation de l’Offre Global Resorts	4
1.2 Contexte de l’Offre Global Resorts.....	5
1.3 Rappel des termes de l’Offre Global Resorts	5
1.4 Déroulement de l’Offre Global Resorts	11
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D’ADMINISTRATION DE CLUB MEDITERRANEE	11
2.1 Avis motivé du conseil d’administration (incluant les intentions des administrateurs)	11
2.2 Observations du comité d’entreprise	19
2.3 Autres informations.....	20
3. CLAUSES D’ACCORDS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE SUR L’APPRECIATION DE L’OFFRE OU SON ISSUE	21
4. ÉLÉMENTS CONCERNANT CLUB MEDITERRANEE SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D’OFFRE PUBLIQUE	22
4.1 Structure et répartition du capital	22
4.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et clauses des conventions portées à la connaissance de la société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	24
4.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de Club Méditerranée ayant fait l’objet d’une déclaration de franchissement de seuil ou d’une déclaration d’opération sur titres	25
4.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	27
4.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d’actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	27
4.6 Accords entre actionnaires dont Club Méditerranée a connaissance pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d’actions ou à l’exercice des droits de vote	27
4.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d’administration ainsi qu’à la modification des statuts de Club Méditerranée	27
4.8 Pouvoirs du conseil d’administration, en particulier en matière d’émission ou de rachat de titres	29
4.9 Accords conclus par Club Méditerranée qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Club Méditerranée	30
4.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d’administration ou les principaux salariés de Club Méditerranée, s’ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison de l’offre publique	31
4.11 Accords conclus par Club Méditerranée qui sont modifiés ou prennent fin en cas de radiation de Club Méditerranée de la cote	32

5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	33
6.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE	99

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

1.1 Présentation de l'Offre Global Resorts

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-13 et 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Global Resorts, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 121 avenue des Champs Elysées, identifiée sous le numéro 803 136 092 RCS Paris (« **Global Resorts** » ou l'« **Initiateur** »), a déposé le 30 juin 2014 un projet d'offre proposant de manière irrévocable aux actionnaires de Club Méditerranée, société anonyme à conseil d'administration au capital de 141 381 492 euros au 15 juillet 2014, dont le siège social est situé 11, rue de Cambrai, 75019 Paris, identifiée sous le numéro 572 185 684 RCS Paris (« **Club Méditerranée** » ou la « **Société** ») ainsi qu'aux porteurs d'obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes de Club Méditerranée (les « **OCEANES** »), d'acquérir, dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre Global Resorts** ») :

- (i) la totalité de leurs actions Club Méditerranée, au prix de 21 euros par action ; et
- (ii) la totalité de leurs OCEANES, au prix de 22,41 euros par OCEANE (coupon attaché).

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

Selon le projet de note d'information déposé par l'Initiateur (le « **Projet de Note d'Information** »), le projet d'Offre Global Resorts porte sur :

- la totalité des actions Club Méditerranée non détenues par Global Resorts directement ou de concert avec Strategic Holdings S.à.r.l.,
 - (i) qui sont d'ores et déjà émises, ou
 - (ii) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre Global Resorts ou de l'Offre Global Resorts Réouverte (tel que ce terme est défini au paragraphe 1.4), à raison (a) de la conversion des OCEANES ou (b) de l'exercice des options de souscription d'actions octroyées par Club Méditerranée (les « **Options** ») pour autant qu'elles soient exerçables avant la clôture de l'Offre Global Resorts ou de l'Offre Global Resorts Réouverte (selon le cas) ; et
- la totalité des OCEANES en circulation non détenues par Global Resorts ou l'un des membres du Concert.

Il est précisé que l'Offre Global Resorts ne porte pas sur :

- les actions nouvelles sous-jacentes aux Options qui ne seront pas exerçables d'ici la clôture de l'Offre Global Resorts ou de l'Offre Global Resorts Réouverte ;
- les actions nouvelles qui résulteraient de l'exercice d'Options exerçables et qui ne seraient pas cessibles du fait des stipulations des plans d'Options d'ici la clôture de l'Offre Global Resorts ou de l'Offre Global Resorts Réouverte ;

- les actions Club Méditerranée d'ores et déjà émises, à la date de dépôt de l'Offre Global Resorts, soit le 30 juin 2014, à la suite de l'exercice des Options et dont la période d'incessibilité en application des plans d'Options n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre Global Resorts ou de l'Offre Global Resorts Réouverte, ne pourront pas en principe être apportées à l'Offre.

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

1.2 Contexte de l'Offre Global Resorts

L'Offre Global Resorts constitue une offre concurrente à l'offre publique d'achat initiée par la société Gaillon Invest, déposée le 30 mai 2013 et déclarée conforme par l'AMF le 15 juillet 2013 (l'« **Offre Gaillon Invest** »), au titre de laquelle Gaillon Invest s'est engagée auprès des actionnaires de Club Méditerranée à acquérir toutes les Actions et OCEANES émises par la Société pour un prix égal à 17,50 euros par action et 19,79 euros (coupon attaché) par OCEANE, sous la condition suspensive de l'apport à l'offre d'un nombre d'actions permettant à Gaillon Invest de détenir plus de 50% du capital et des droits de vote de Club Méditerranée sur une base diluée à la clôture de l'offre.

Le projet d'Offre Global Resorts a été déposé auprès de l'AMF par Global Resorts le 30 juin 2014. Le dépôt de l'Offre Global Resorts a fait l'objet d'un communiqué de Global Resorts en date du 30 juin 2014.

En application de l'article 231-34 du règlement général, l'AMF a décidé de proroger l'Offre Gaillon Invest et d'arrêter son calendrier modifié ultérieurement.

1.3 Rappel des termes de l'Offre Global Resorts

En application des dispositions des articles 231-13 et suivants du règlement général de l'AMF, Lazard Frères Banque et UniCredit Bank AG ont déposé, le 30 juin 2014, en qualité d'établissements présentateurs de l'Offre Global Resorts, le projet d'Offre Global Resorts auprès de l'AMF, sous la forme d'une offre publique d'achat volontaire. Il est précisé dans le Projet de Note d'Information que seule UniCredit Bank AG garantit conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Global Resorts.

Selon le Projet de Note d'Information, le 30 juin 2014, Global Resorts, Strategic Holdings et des affiliés de l'Initiateur ont conclu des accords établissant un concert entre elles au sens des articles L. 233-10 et L. 233-10-1 du Code de commerce. Selon le Projet de Note d'Information, l'Initiateur ne détient pas directement d'actions ou d'OCEANES Club Méditerranée et le nombre d'actions et de droits de vote détenu par l'Initiateur et Strategic Holdings au 30 juin 2014 à raison de leur mise en concert est de 3.556.439.

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

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

- 21,00 euros par action Club Méditerranée et
- 22,41 euros par OCEANE (coupon attaché),

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

Seuil de caducité

Conformément à l'article 231-9 du règlement général de l'AMF, l'Offre Global Resorts sera caduque si, à la clôture de celle-ci, l'Initiateur, agissant seul ou de concert, ne détient pas un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote supérieure à 50%.

Ajustement des termes de l'Offre Global Resorts

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

Situation des porteurs d'OCEANES

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

Au 15 juillet 2014, le nombre d'OCEANES en circulation s'élève à 1 933 658 OCEANES.

OCEANES apportées à l'Offre Global Resorts

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

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

• Conversion des OCEANES en cas d'offre publique

Ajustement consécutif à la déclaration de conformité de l'Offre Gaillon Invest

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

$$NR\AA = R\AA \times [1 + \text{Prime d'émission des Obligations} \times (J / J\text{T})]$$

où :

- NRAA signifie le nouveau ratio d'attribution d'actions applicable pendant la Période d'Ajustement en cas d'Offre Publique ;
- RAA signifie le ratio d'attribution d'actions en vigueur avant la Date d'Ouverture de l'Offre Gaillon Invest (telle que définie ci-dessous), soit une action Club Méditerranée pour une OCEANE ;
- Prime d'émission des Obligations signifie la prime, exprimée en pourcentage que fait ressortir la valeur nominale unitaire des OCEANES par rapport au cours de référence de

l'action de la Société retenu au moment de la fixation des modalités définitives des OCEANES, soit 27,5% ;

- J signifie le nombre de jours exact restant à courir entre la Date d'Ouverture de l'Offre Gaillon Invest (incluse) et le 1^{er} novembre 2015, date d'échéance des OCEANES (exclue) ; et
- JT signifie le nombre de jours exacts compris entre le 7 octobre 2010, date d'émission des OCEANES (incluse) et le 1^{er} novembre 2015, date d'échéance des OCEANES (exclue), soit 1 851 jours.

L'application de cette formule a induit un ratio d'attribution d'actions temporairement ajusté de 1,124 à la Date d'Ouverture de l'Offre Gaillon Invest (telle que définie ci-dessous).

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

(A) le premier jour au cours duquel les actions de la Société peuvent être apportées à l'Offre Gaillon Invest (la « **Date d'Ouverture de l'Offre Gaillon Invest** ») ; et

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

(ii) si l'initiateur de l'Offre Gaillon Invest y renonce, la date à laquelle cette renonciation est publiée.

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

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

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

Ajustement en cas de renonciation par Gaillon Invest à l'Offre Gaillon Invest, consécutivement à la déclaration de conformité de l'Offre initiée par Goba! Resorts.

Conformément aux dispositions de l'article 232-11 du règlement général de l'AMF, Gaillon Invest pourra renoncer à l'Offre Gaillon Invest dans le délai de 5 jours de négociation suivant la publication du calendrier de l'offre concurrente déposée par Global Resorts.

Dans cette hypothèse, le ratio d'attribution d'actions de 1,124 cesserait de s'appliquer à compter de la date de publication de cette renonciation.

A compter de cette date, un nouveau ratio d'attribution d'actions serait calculé en application de la formule ci-dessus et la Période d'Ajustement en cas d'Offre Publique serait définie par rapport à l'Offre initiée par Global Resorts.

A titre d'illustration, en cas d'ouverture de l'Offre Global Resorts le 7 août 2014, l'application de la formule rappelée ci-dessus impliquerait un ratio d'attribution d'actions temporairement ajusté de 1,067.

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

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

(ii) si l'initiateur de l'Offre Global Resorts y renonce, la date à laquelle cette renonciation est publiée.

Nombre maximal d'actions nouvelles pouvant être remises en cas d'exercice du droit d'attribution d'actions

Conformément aux stipulations de la onzième résolution adoptée par l'assemblée générale du 20 février 2009, en application de laquelle les OCEANes ont été émises, le montant nominal d'augmentation de capital au titre de cette résolution ne peut pas être supérieur à vingt millions d'euros, compte non tenu des conséquences sur le montant du capital des ajustements susceptibles d'être opérés, conformément aux dispositions législatives et réglementaires en suite de l'émission des titres ou valeurs mobilières donnant accès à terme au capital. Sur la base d'une valeur nominale de 4 euros par action, le nombre maximal à émettre s'élève à 5 000 000 actions.

Au 15 juillet 2014, le nombre d'OCEANes en circulation s'élève à 1.933.658 OCEANes et le nombre de titres émis depuis l'émission des OCEANes à 3.321.201 actions. En cas d'exercice de l'intégralité des OCEANes pendant la Période d'Ajustement en cas d'Offre Publique, le nombre d'actions à émettre serait supérieur au plafond fixé par la onzième résolution visée ci-dessus.

Dans cette hypothèse, et conformément aux stipulations du paragraphe 4.2.1 du Prospectus, si la Société ne disposait pas d'un nombre suffisant d'actions existantes auto-détenues disponibles à cet effet pour livrer aux porteurs d'Obligations ayant exercé leur droit à l'attribution d'actions la totalité des actions nouvelles ou existantes devant être livrées au titre des ajustements susvisés, la Société devra livrer toutes les actions nouvelles et existantes qu'elle est en mesure de livrer et pour le solde, elle remettra auxdits porteurs d'Obligations une somme en espèces. Cette somme sera déterminée en multipliant la moyenne pondérée par les volumes des cours de l'action de la Société constatés sur Euronext Paris durant les trois dernières séances de bourse précédant la date d'exercice du droit à l'attribution d'actions

par le nombre d'actions ne pouvant pas être livrées. Cette somme sera payable au moment de la remise des actions livrées conformément au paragraphe 4.2.4 « Modalité d'exercice du Droit à l'Attribution d'Actions » du Prospectus.

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

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

En cas de suite positive de l'Offre, la Société informera les porteurs d'OCEANES, du Changement de Contrôle, par un avis publié dans un journal financier de diffusion nationale et un avis diffusé par Euronext Paris au plus tard dans les 30 jours calendaires qui suivent le Changement de Contrôle effectif. Ces avis rappelleront aux porteurs d'OCEANES la faculté qui leur est offerte de demander le remboursement anticipé de leurs OCEANES, et indiqueront (i) la date fixée pour le remboursement anticipé, laquelle devra être comprise entre le 25^{ème} et le 30^{ème} jour ouvré suivant la date de publication de l'avis dans un journal financier de diffusion nationale, (ii) le montant du remboursement et (iii) la période, d'au moins 15 jours ouvrés, à compter de la publication de l'avis dans un journal financier de diffusion nationale, au cours de laquelle les demandes de remboursement anticipé des OCEANES et les OCEANES correspondantes devront parvenir à l'agent centralisateur. Les porteurs d'OCEANES devront en faire la demande à l'intermédiaire financier auprès duquel leurs OCEANES sont inscrites en compte. Toute demande de remboursement sera irrévocable à compter de sa réception par l'intermédiaire financier concerné. Les demandes et les OCEANES correspondantes devront parvenir à l'agent centralisateur au plus tard le 5ème jour ouvré précédant la date de remboursement anticipé.

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

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

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

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

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

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

- **Amortissement anticipé par remboursement au gré de la Société**

Conformément au Prospectus, la Société peut, à son gré, sous réserve d'un préavis d'au moins 30 jours calendaires, rembourser les OCEANES au pair majoré des intérêts courus depuis la dernière date de paiement d'intérêts jusqu'à la date fixée pour le remboursement anticipé, la totalité des OCEANES restant en circulation, si la moyenne arithmétique, calculée sur 20 jours de bourse consécutifs parmi les 30 qui précèdent la parution de l'avis de remboursement anticipé des produits des premiers cours cotés de l'action de la Société et du ratio d'attribution d'actions en vigueur à chaque date excède 130% de la valeur nominale des OCEANES.

Situation des titulaires d'Options de Souscription

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

Au 15 juillet 2014, 717 940 Options sont en vigueur, parmi lesquelles 548 057 Options sont exerçables, et dont 386 253 sont exerçables et les actions qui résulteraient de leur exercice seraient cessibles.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans d'Options au 15 juillet 2014 :

	Plan L - 2007	Plan M - 2008	Plan N - 2009	Plan O - 2010	Plan P - 2011	Plan Q - 2012
Date du directoire / conseil d'administration	08/03/2007	11/03/2008	20/02/2009	25/02/2010	03/03/2011	11/03/2012
Prix d'exercice (en euros)	39,51 €	29,71 €	10,73 €	11,71 €	17,32 €	16,13 €
Point de départ des options	08/03/2010 + interdiction de revente avant le 07/03/2011	11/03/2011 + interdiction de revente avant le 10/03/2012	20/02/2012 + interdiction de revente avant le 20/02/2013	25/02/2013 + interdiction de revente avant le 25/02/2014	03/03/2014 + interdiction de revente avant 03/03/2015	11/03/2015 + interdiction de revente avant 11/03/2016
Date d'expiration	08/03/2015	10/03/2016	20/02/2017	25/02/2018	03/03/2019	11/03/2020
Nombre d'options attribuées	125.000	244.970	244.490	239.350	240.000	230.000
Nombre d'options en cours au 15 juillet 2014	79.785	196.377	42.611	67.480	161.804	169.883

Si les conditions du retrait obligatoire étaient réunies et si l'Initiateur en demandait la mise en œuvre, l'Initiateur a indiqué dans le Projet de Note d'Information qu'il mettrait en place un mécanisme de liquidité dont les modalités sont décrites au paragraphe 1.3.2 du Projet de Note d'Information.

1.4 Déroulement de l'Offre Global Resorts

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

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

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

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

Le calendrier de l'Offre Global Resorts sera publié par l'AMF.

La procédure d'apport à l'Offre Global Resorts est décrite au paragraphe 2.7 du Projet de Note d'Information.

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

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

Le Projet de Note d'Information précise que si Lazard Frères Banque et UniCredit Bank AG ont déposé, le 30 juin 2014, le projet d'Offre Global Resorts auprès de l'AMF en qualité d'établissements présentateurs de l'Offre Global Resorts, seule UniCredit Bank AG garantit conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Global Resorts.

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

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

Le conseil d'administration de la société Club Méditerranée s'est réuni au siège social le 25 juillet 2014, sous la présidence de M. Georges Pauget, Vice-Président du conseil d'administration, afin de considérer l'offre publique d'achat concurrente que Global Resorts a déposée sur les titres de Club Méditerranée.

Il est précisé que les quatre membres du conseil d'administration intéressés à l'offre de Gaillon Invest, à savoir le Président M. Henri Giscard d'Estaing, M. Dominique Gaillard, M. Jiannong Qian et M. Guanchang Guo n'ont pas participé aux délibérations ni au vote sur l'avis motivé du conseil portant sur l'offre de Global Resorts.

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

Le conseil d'administration ainsi composé a pris connaissance des documents suivants :

- *l'avis de dépôt du projet d'offre publique d'achat concurrente sur les titres de la société qui a été publié par l'AMF le 30 juin 2014 (D&I AMF n°214C1238) ;*
- *le projet de note d'information de Global Resorts contenant les motifs de l'offre, les intentions de Global Resorts, les caractéristiques de l'offre et les éléments d'appréciation du prix de l'offre ;*
- *le communiqué de presse de Global Resorts publié le 30 juin 2014 dans le cadre du dépôt de son offre et la présentation de l'offre faite aux journalistes le 30 juin 2014, ces documents contenant des éléments supplémentaires concernant l'offre et la stratégie de Global Resorts qui ont été pris en considération au même titre que les intentions déclarées dans la note d'information de Global Resorts¹ ;*
- *le rapport d'expertise indépendante établi conformément à l'article 261-1 I 5° du Règlement général de l'AMF par le cabinet Associés en Finances, représenté par M. Bertrand Jacquillat ;*
- *la note d'observations du comité d'entreprise ;*
- *le projet de note d'information en réponse de Club Méditerranée.*

Le conseil rappelle que pour lui permettre d'accomplir diligemment la mission qui lui incombe d'analyser l'offre de Global Resorts déposée sur les titres de la société et de rendre un avis motivé sur cette offre, il s'est fait assister par un conseil stratégique (Roland Berger) et les conseils financier (Rothschild & Cie) et juridiques (Orrick Rambaud Martel, Villey Girard Grolleaud et BDGS Associés) de Club Méditerranée.

Dans ce cadre, le conseil d'administration s'est réuni à trois reprises en juillet 2014, les 1^{er}, 3 et 25 juillet 2014. Il a également tenu deux réunions de travail les 17 et 24 juillet 2014. Les quatre membres du conseil d'administration intéressés à l'offre de Gaillon Invest n'ont pas participé aux délibérations relatives à l'offre de Global Resorts et ils n'ont pas non plus participé aux réunions de travail.

Le conseil d'administration a également pris acte de deux courriers émanant de cadres de la Société :

- *une lettre du 27 juin 2014 de l'ensemble des Chefs de Village indiquant leur soutien à l'offre de Gaillon Invest et au management du Président-directeur général Henri Giscard d'Estaing ;*
et

¹ Il est précisé que le conseil d'administration a statué sur la base du projet de note d'information publié par Global Resorts, la version définitive de la note d'information étant publiée postérieurement à celui-ci.

- une lettre du 24 juillet 2014 des membres du Leadership Committee (comité de cadres de la société) aux termes de laquelle ces membres expriment des réserves marquées sur l'offre de Global Resorts.

Le conseil d'administration a :

- reçu une lettre de Fosun à M. Georges Pauget Vice-Président du conseil d'administration du 24 juillet 2014 aux termes de laquelle Fosun a indiqué entendre « dans les délais prévus par la réglementation, réfléchir sereinement à la situation à laquelle la société et sa participation se trouve confrontés, et aux options envisageables, afin de déterminer l'option qui servira le mieux les intérêts de Fosun et de Club Méditerranée » ; et
- pris acte de la déclaration d'Ardian selon laquelle il s'associe à Fosun dans les réflexions qu'il entend mener.

Au terme de ses travaux d'analyse et conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration est appelé à donner son appréciation sur l'intérêt de l'offre et sur les conséquences de celle-ci pour la société, ses actionnaires et ses salariés.

1. Le contexte de l'offre de Global Resorts

Il est rappelé que la société Club Méditerranée fait déjà l'objet d'une offre publique d'achat de Gaillon Invest (réunissant Axa Private Equity – devenu Ardian – Fosun et le management) déposée le 30 mai 2013 et visant les actions et les OCÉANES de la société Club Méditerranée.

L'offre de Gaillon Invest propose d'acquérir (i) au prix unitaire de 17,50 € la totalité des actions de la société non détenues par Gaillon Invest et les membres du concert, existantes ou susceptibles d'être émises à raison de la conversion des OCÉANES ou de l'exercice des options de souscription, et (ii) au prix unitaire de 18,79 € (coupon 1^{er} novembre 2013 détaché mais coupon 1^{er} novembre 2014 attaché), la totalité des OCÉANES émises par la société et non détenues par Gaillon Invest et les membres du concert.

Dans le cadre de l'offre de Gaillon Invest, le conseil d'administration, réuni hors la présence des administrateurs intéressés par l'offre de Gaillon Invest et après avoir pris connaissance du rapport de l'expert indépendant, le cabinet Accuracy, a rendu le 24 juin 2013 un avis motivé sur l'offre de Gaillon Invest. L'offre de Gaillon Invest a été déclarée conforme par l'AMF le 15 juillet 2013².

Cette décision de conformité de l'AMF a fait l'objet de deux recours en annulation devant la Cour d'appel de Paris, le premier de Charity & Investment Merger Arbitrage Fund, S.A. en date du 24 juillet 2013 et le second de l'Association pour la Défense Des Actionnaires Minoritaires (ADAM) en date du 26 juillet 2013. Le 29 avril 2014, la Cour d'appel de Paris a rejeté l'ensemble des recours et confirmé la conformité de l'offre déposée par Gaillon Invest.

² D&I AMF n°213C0944 du 16 juillet 2013

A la suite des interventions de la société Strategic Holdings S.à.r.l. (« **Strategic Holdings** ») sur le marché des titres de Club Méditerranée à compter du mois de mars 2014, de ses déclarations d'intention du 20 mai 2014³, et de ses déclarations reprises par la presse le 22 mai 2014, l'AMF a demandé le 23 mai 2014 à Strategic Holdings, en application des dispositions de l'article 223-32 de son règlement général, ainsi qu'à toute personne agissant de concert avec elle, de publier, au plus tard le 26 mai 2014, un communiqué afin d'informer le public de ses intentions⁴.

Le 26 mai 2014, les sociétés Investindustrial Development SA (« **Investindustrial** ») et Strategic Holdings, toutes deux filiales du groupe BI-Invest, ont chacune publié un communiqué aux termes desquels :

- Investindustrial a indiqué avoir décidé « d'engager les moyens nécessaires au lancement d'une éventuelle offre publique sur CLUB MEDITERRANEE [...] »,
- Strategic Holdings a indiqué qu'elle « pourrait ainsi envisager de s'associer à Investindustrial, en tant qu'actionnaire minoritaire dans une société d'acquisition qui pourrait être mise en place par Investindustrial [et], dans une telle hypothèse, [...] agir de concert avec Investindustrial ».

Le 27 mai 2014, prenant acte des communiqués des sociétés Investindustrial et Strategic Holdings, l'AMF a fixé, en application de l'article 223-33 de son règlement général, au 30 juin 2014 la date à laquelle Investindustrial devait au plus tard, seule ou de concert, déposer un projet d'offre publique visant les titres de la société. L'AMF a aussi décidé de proroger la date de l'offre de Gaillon Invest en précisant qu'elle arrêterait son calendrier modifié ultérieurement⁵.

A compter du 2 juin 2014, la société Club Méditerranée a donné accès à Investindustrial, dans le cadre d'une procédure de « data room », aux mêmes informations, mises à jour, concernant Club Méditerranée et ses filiales que celles auxquelles Gaillon Invest avait eu accès pour préparer son offre. Investindustrial a aussi bénéficié de plusieurs séances de présentation de la société et de questions/réponses avec le management et les équipes de Club Méditerranée et s'est vu offrir la possibilité de visiter certains sites.

Un comité ad hoc du conseil d'administration présidé par M. Georges Pauget (vice-président du conseil et président du comité d'audit), et composé de Mme Anne-Claire Taittinger (président du comité des nominations et des rémunérations) et M. Alain Dinin, administrateurs indépendants, ainsi que M. Amine Benhalima, représentant de CMVT International, et M. Pascal Lebard, a rencontré Monsieur Andrea Bonomi et ses conseils et s'est assuré du respect de l'égalité d'accès à l'information entre les compétiteurs.

Le conseil d'administration a ainsi pu apprécier que Investindustrial a été placé dans la meilleure situation pour pouvoir formuler une offre sur la société.

A la suite de cette phase de « due diligence », Global Resorts (filiale indirecte de la société en commandite par actions de droit luxembourgeois International Resorts Holding SCA, elle-même filiale du fonds de droit anglais Industrial V L.P.) a déposé, le 30 juin 2014, un projet d'offre publique d'achat visant les actions et les Océanes de Club Méditerranée.

³ D&I AMF n°214C0837 du 20 mai 2014

⁴ D&I AMF n°214C0875 du 23 mai 2014

⁵ D&I AMF n°214C0916 du 27 mai 2014

Le conseil d'administration constate que Global Resorts propose d'acquérir (i) au prix unitaire de 21 € (dividende attaché), la totalité des actions de la société non détenues par elle et les membres du concert, existantes ou susceptibles d'être émises à raison de la conversion des OCÉANES ou de l'exercice des options de souscription, et (ii) au prix unitaire de 22,41 € (coupon attaché), la totalité des OCÉANES émises par la société et non détenues par elle et les membres du concert.

Le conseil d'administration constate que pour les besoins de l'offre, certaines des sociétés affiliées de Global Resorts et Strategic Holdings ont conclu des accords établissant un concert entre elles au sens des articles L.233-10 et L.233-10-1 du Code de commerce et que Global Resorts et Strategic Holdings ont déclaré détenir, à la date du dépôt du projet d'offre publique d'achat concurrente, 3 556 439 actions représentant autant de droits de vote, soit 10,49% du capital et 9,39% des droits de vote de Club Méditerranée⁶.

Le conseil constate également qu'à raison du seuil légal de caducité, l'offre de Global Resorts doit recueillir un taux d'apport supérieur à 50% du capital et des droits de vote pour qu'elle ait une suite positive.

2. L'intérêt de l'offre de Global Resorts

Le conseil d'administration a analysé l'intérêt de l'offre de Global Resorts proposée, sans toutefois pouvoir disposer de tous les éléments nécessaires, (en particulier, il n'a eu accès ni à un business plan ni à un plan d'exécution chiffrés) pour avoir une vision précise quant à la mise en œuvre de la stratégie de Global Resorts.

Après avoir pris connaissance des documents émanant de Global Resorts et des travaux menés par le conseil stratégique, la banque conseil de la société et l'expert indépendant, le conseil d'administration a examiné i) les éléments concernant la stratégie proposée par Global Resorts, ii) les impacts de l'offre de Global Resorts sur les salariés, iii) les différentes composantes du financement de l'offre de Global Resorts ainsi que iv) le prix proposé par Global Resorts aux porteurs de titres de la société.

i) Stratégie proposée par Global Resorts

L'expert stratégique Roland Berger a analysé la stratégie proposée par Global Resorts et l'a comparée à celle de Gaillon Invest. Roland Berger a porté à la connaissance du conseil d'administration les conclusions suivantes :

- *Les deux projets industriels paraissent très similaires et s'inscrivent dans la continuité de la stratégie actuelle du Club Méditerranée et de ses fondamentaux*
- *Le projet de Global Resorts nuance cependant la stratégie actuelle sur certains points, notamment sur des leviers perçus comme insuffisamment exploités par le Club Méditerranée:*
 - *la conquête encore plus active de la clientèle française qui présente du potentiel et est en croissance (tout en maintenant la dilution relative de cette clientèle)*
 - *la redynamisation des villages Trois Tridents afin d'y redonner un peu d'attention managériale, de travailler à minima ce produit et d'améliorer sa contribution (tout en réduisant le poids des Trois Tridents dans le portefeuille à l'instar du plan du management)*

⁶ D&I AMF n°214C1346 du 8 juillet 2014 (ces pourcentages sont calculés sur la base du nombre total d'actions et de droits de vote du Club Méditerranée publié par la société le 30 juin 2014). Dans son projet de note d'information Global Resorts (1.1.2 page 9), déclare détenir 3 556 439 actions représentant autant de droits de vote, soit 10,56% du capital et 9,44% des droits de vote du Club Méditerranée (ces pourcentages sont calculés sur la base du nombre total d'actions et de droits de vote du Club Méditerranée publié par la société le 31 mai 2014).

- le recours à une distribution indirecte de manière ciblée (sans remettre en cause la prédominance de la distribution directe)
- Ces leviers semblent pertinents d'un point de vue métier et pour le Club Méditerranée. Toutefois des interrogations demeurent sur l'impact de la mise en œuvre de certains leviers qui, selon leur ampleur, pourraient remettre en cause les fondamentaux du modèle.
- Par ailleurs, deux points d'attention sont à noter :
 - une remise en cause sélective de l'offre all-inclusive semblerait peu pertinente, potentiellement risquée et probablement pas génératrice de valeur ;
 - une remise en cause potentielle du partenariat stratégique avec Fosun sur la Chine est un point d'attention réel qui nécessitera plus d'éclaircissement quant à la gestion de la transition et quant à la recherche d'alternatives.
- Pour réaliser ce plan, des moyens additionnels sont proposés et quantifiés (150 millions d'euros d'investissements) dans le projet de Global Resorts. Ils sont pertinents et renforcent le plan.
- Roland Berger note que Global Resorts vise la mise en œuvre de tout ou partie de ces initiatives sans en détailler les modalités (organisation, mode opératoire et priorisation des efforts notamment).

Enfin, Roland Berger a noté un écart substantiel sur la stratégie envisagée entre les déclarations récentes dans la presse du président pressenti par Global Resorts et les informations délivrées lors d'interactions avec Global Resorts. Son analyse est fondée sur ces dernières.

Le conseil d'administration a pris acte de l'intention de Global Resorts de poursuivre la stratégie mise en œuvre par le management de la société. Il a toutefois relevé certains points de différence par rapport à cette dernière :

- les risques associés à un changement de partenaire stratégique de premier plan pour assurer le succès du développement du Club Méditerranée en Chine qui reste un axe prioritaire ;
- la redynamisation de l'offre Trois Tridents pourrait venir limiter la stratégie de montée en gamme, mise en place en vue de limiter l'exposition de la société aux segments les moins rentables et les plus concurrentiels de son activité, affectant ainsi la rentabilité du groupe ;
- l'aménagement de l'offre « tout compris », qui constitue un des éléments de l'ADN du groupe, pourrait porter atteinte au modèle du groupe ;
- le recours à un mode de distribution indirecte pourrait en fonction de son ampleur affecter la valeur commerciale et patrimoniale de la marque.
- enfin, le plan d'investissements supplémentaires de 150 millions d'euros envisagés par Global Resorts est une opportunité pour la Société pour accélérer le développement et soutenir la stratégie envisagée.

Le conseil d'administration considère que certains des infléchissements envisagés pourraient être de nature à impacter l'image de la Société suivant l'ampleur de la communication associée à ces évolutions.

Le conseil d'administration considère également que (i) la stratégie mise en place au cours de ces dix dernières années de montée en gamme, de sortie progressive des actifs les moins rentables du groupe, et de développement notamment vers le marché asiatique, a permis de sortir Club Méditerranée des difficultés financières et de redresser le groupe, et que (ii) trop s'écarter de cette stratégie pourrait mettre en danger l'équilibre encore fragile atteint.

Dans ces conditions, le conseil d'administration considère, sur la base de ce dont il a connaissance, que le projet de Global Resorts présente des interrogations quant à sa capacité à exécuter la stratégie décrite, et pourrait aller jusqu'à présenter des risques si sa mise en œuvre venait à altérer le modèle et les fondamentaux du Club Méditerranée qui font sa spécificité.

ii) Incidence de l'offre de Global Resorts en matière d'emploi

Global Resorts indique s'inscrire dans une logique de poursuite et de développement des activités de la société qui ne devrait pas avoir d'incidences particulières sur la politique poursuivie par la société en matière d'effectifs, de politique salariale et de gestion des ressources humaines.

Le conseil d'administration a toutefois pris acte (i) des observations formulées par le Comité d'Entreprise de la société, qui seront reproduites dans le projet de note en réponse de Club Méditerranée, et (ii) des réserves exprimées par les cadres de la Société (l'ensemble du comité de direction et 70 des 82 membres du Leadership Committee) considèrent que l'offre de Global Resorts « semble être une véritable rupture » qui « viendrait mettre un coup d'arrêt, probablement fatal, à la dynamique en cours qui doit permettre à l'entreprise d'améliorer ses résultats », et « constitue un véritablement dénigrement inexplicé des équipes et du formidable travail accompli au cours de ces 10 dernières années collectivement par l'ensemble des équipes du Club Méditerranée ».

iii) Structure de financement de l'offre de Global Resorts

Par comparaison avec l'offre de Gaillon Invest, le conseil d'administration a constaté les éléments suivants concernant les modalités de financement de l'offre de Global Resorts, et les modalités de financement proposées pour la société :

- l'offre de Global Resorts est financée en partie par un recours à l'endettement bancaire, dans un montant équivalent au financement levé à cet effet par Gaillon Invest pour le financement de son offre. La différence dans le prix proposé aux actionnaires et porteurs d'OCÉANEs est donc entièrement financée en fonds propres. Ni le financement d'acquisition de l'offre de Gaillon Invest, ni celui de l'offre de Global Resorts ne comporte de mécanisme de défaut croisé descendant, et ne font donc pas peser de risque sur la société et ses éventuels actionnaires autres que l'initiateur en cas de défaut de la dette d'acquisition ;*
- les modalités de financement de la société prévues par l'offre de Global Resorts sont relativement similaires à celles de l'offre de Gaillon Invest. Ainsi les deux offres prévoient le refinancement de la dette de Club Méditerranée, et notamment les montants susceptibles de faire l'objet de clause de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle, au travers de lignes de crédit sécurisées auprès d'établissements financiers. De même les deux initiateurs ont également sécurisé une ligne de crédit pour couvrir le remboursement des OCÉANEs non apportées à l'offre à leur maturité, et une ligne de crédit pour couvrir les besoins généraux et besoins en fonds de roulement de la société. A la différence de l'offre de Gaillon Invest, l'offre de Global Resorts prévoit une ligne de crédit supplémentaire d'un montant de 60 millions d'euros au niveau de la société pour financer le développement et les acquisitions. Les lignes de financement de l'offre de Global Resorts, tout comme celles de l'offre de Gaillon Invest, sont encadrées par des conditions et ratios financiers comme c'est l'usage dans ce type d'opération. L'analyse montre que la société conservera dans les deux cas une marge de manœuvre suffisante vis-à-vis des covenants financiers.*

iv) Revue du prix proposé par Global Resorts aux porteurs de titres de la société

Le conseil constate que l'offre de Global Resorts s'inscrit dans un nouveau contexte de valorisation des marchés par rapport à celui qui existait lors de l'offre déposée en mai 2013 par Gaillon Invest. Le conseil prend acte du constat fait par l'expert indépendant d'une hausse des marchés d'actions (+18% pour l'indice SBF 120 dividendes inclus et +29,5% pour l'indice CAC Mid&Small) depuis le 31 mai 2013.

Le prix de l'offre de Global Resorts proposé pour les actions de Club Méditerranée représente une prime de 10,6% sur la base du dernier cours de clôture de l'action de 18,99 euros le 27 juin 2014 (dernier jour de cotation avant l'annonce de l'offre de Global Resorts).

Le prix de l'offre de Global Resorts proposé pour les OCÉANES de Club Méditerranée représente une prime de 7,3% sur la base du dernier cours de clôture des OCÉANES de 20,88 euros le 27 juin 2014 (dernier jour de cotation avant l'annonce de l'offre de Global Resorts).

Le cabinet Associés en Finance, expert indépendant, a relevé que les valorisations présentées par Global Resorts par méthode de DCF reposaient sur l'utilisation du plan d'affaires élaboré par le management entre 2014 et 2016, actualisé à fin juin 2014, et sur les données 2017 et 2018 extrapolées par le management. Il en conclut que les conditions financières de l'offre de Global Resorts sont équitables pour les actionnaires et les porteurs d'OCÉANES de Club Méditerranée.

3. Décisions du conseil d'administration

Dès lors, au vu de ces éléments, des objectifs et intentions déclarés de Global Resorts ainsi que des conséquences de l'opération, le conseil d'administration a constaté à l'unanimité :

- Pour les actionnaires qui souhaiteraient une liquidité immédiate, (i) l'offre de Global Resorts est équitable au regard des travaux de l'expert indépendant et (ii) est supérieure à l'offre de Gaillon Invest puisqu'elle fait ressortir :
 - une prime de 20% par rapport au prix de 17.50 euros par action offert par Gaillon Invest ;
 - une prime de 16,15% par rapport au prix de 22.41 euros par OCÉANE offert par Gaillon Invest.
- Pour les actionnaires qui souhaiteraient rester au capital de Club Méditerranée pour bénéficier de ses perspectives de développement, il convient de noter :
 - à court terme : la liquidité du titre sera réduite en cas de succès de l'offre ;
 - à plus long terme, les actionnaires pourraient bénéficier, dans l'hypothèse d'un succès de la stratégie proposée par Global Resorts pour le Club Méditerranée, d'un potentiel de valorisation. Toutefois les risques décrits précédemment doivent également être pris en compte.

Le conseil d'administration a également estimé à l'unanimité que le projet présenté par Global Resorts n'apparaît pas avoir de conséquences négatives immédiates identifiées pour l'ensemble de ses salariés. Il attire néanmoins l'attention sur les risques découlant des réserves exprimées par le comité d'entreprise et par un nombre important de cadres dirigeants.

Le conseil d'administration considère par conséquent à l'unanimité que l'offre est conforme aux intérêts des actionnaires et porteurs d'OCÉANES et recommande à ceux qui recherchent une liquidité immédiate d'y apporter leurs titres. Compte-tenu des interrogations stratégiques mentionnées ci-

dessus et de certaines déclarations contradictoires parues dans la presse, le conseil d'administration n'est pas en mesure de confirmer sans réserve la conformité de l'offre aux intérêts de la société.

Le conseil d'administration rappelle que, conformément à sa délibération du 24 juin 2014, les actions auto détenues ont été apportées à l'offre de Gaillon Invest, avant la prolongation de celle-ci le 23 mai 2014. Conformément à la réglementation applicable, l'ouverture de l'offre de Global Resorts rendra nul l'ordre d'apport donné par la société.

Le conseil d'administration constate que depuis l'ouverture de l'offre Gaillon Invest un nombre significatif d'OCÉANES ont été converties et que d'autres conversions pourraient intervenir dans les prochaines semaines, au ratio ajusté de 1,124. Compte tenu du plafond d'autorisation fixé par l'assemblée générale dans le cadre de l'émission des OCÉANES (20 millions d'euros, soit 5 000 000 actions), la Société pourrait ne pas être en mesure de remettre un nombre suffisant d'actions nouvelles. En conséquence, le conseil d'administration décide, à l'unanimité, de réaffecter immédiatement les actions existantes à la remise d'actions dans le cadre de l'exercice des OCÉANES. Pour le solde, conformément au prospectus d'émission des OCÉANES, les porteurs percevront une somme en espèces.

4. Intentions des membres du conseil d'administration

M. G. Pauget, M. P. Lebard, M. A. Dinin, Mme I. Seillier, M. T. de la Tour d'Artaise, Mme A-C. Taittinger, Mme C. Jeanbart agissant pour le compte de Rolaco, Mme L. Al Sulaiman ont indiqué entendre à ce stade préserver toute leur liberté d'action et se réserver la possibilité - en fonction des circonstances de marché et de l'évolution des offres en présence - d'apporter ou non tout ou partie de leurs titres à l'une des offres, tout en précisant qu'ils indiqueront leurs intentions avant la clôture de l'offre. Souhaitant rendre liquide sa participation, en l'état des offres concurrentes et du marché, CMVT International représenté par M. A. Benhalima a indiqué au conseil d'administration avoir l'intention d'apporter ses titres à l'offre la mieux disante.

MM. Henri Giscard d'Estaing, Dominique Gaillard, Jiannong Qian et Guanchang Guo n'ayant pas participé aux décisions du conseil, ces derniers n'ont pas indiqué leurs intentions.

2.2 Observations du comité d'entreprise

Projet d'Offre Publique d'Achat du Club Méditerranée **Initié par la société GLOBAL RESORTS**

Note d'observation du Comité d'Entreprise

Lors de la première réunion d'information du Comité d'Entreprise du Club Méditerranée du 2 juillet 2014 sur le projet d'Offre Publique d'Achat initié par Global Resorts, les élus du CE ont souhaité auditionner l'Initiateur de l'offre et se faire assister d'un expert-comptable (Alter conseil) et d'un cabinet de conseil (Alixio) pour analyser le contenu de cette offre et ses conséquences potentielles.

A la lecture du projet d'Offre Publique d'Achat déposé à l'AMF le 30 juin 2014 et en concertation avec ses experts, la commission économique du Comité d'Entreprise a donc adressé à l'Initiateur une liste de 14 questions relatives à la politique RH, aux stratégies produit, marketing et commerciale, aux investissements ainsi qu'à la gestion financière envisagée.

L'initiateur a, lors de son audition du 10 juillet, répondu à l'ensemble des questions qui lui ont été adressées et a par la suite confirmé par écrit ses réponses.

Il ressort de l'analyse de l'offre, de l'audition de l'initiateur, de la revue de ses réponses écrites et de la consultation de l'expert et du conseil que si ce projet présente des intentions d'investissement complémentaires, le plan d'affaires n'a pas été détaillé et les informations communiquées aux élus du comité d'entreprise ne leur permettent pas d'anticiper de façon précise les impacts économiques et sociaux du projet.

Néanmoins, le CE prend acte des réponses écrites apportées par l'Initiateur et annexées à la présente note d'observation et tient à souligner l'importance des réponses fournies et reprises ci-après entre guillemets :

- **Sur la mobilité internationale des GO/GE, de la multi-culturalité et de la localisation des salariés :** « *C'est ce qui constitue l'ADN de l'entreprise et nous ne prévoyons donc pas de le modifier, (...), nous pensons que la multi-culturalité des Chefs de villages, GO et GE, représente la clé du succès de l'entreprise. (...), nous souhaitons donc garder l'équilibre entre la multi-culturalité et la localisation des salariés.* »
- **Sur les effectifs des forces de vente :** « *Nous pensons que les forces de vente directe et le réseau de distribution comptent parmi les principaux atouts de la société, particulièrement en France. (...) L'optimisation des canaux de distribution vise à alimenter la croissance du chiffre d'affaires et non à rationaliser les coûts de distribution ou réduire la force de vente. Les forces de vente directe sont et resteront un des actifs clés de la société.* »
- **Sur la réorganisation/restructuration des activités et services actuels du Groupe :** « *A ce stade, nous n'avons aucun projet de réorganisation par activité/domaine/pays/village. Notre seul plan est d'investir et nous n'avons rien prévu d'autre.* »
- **Sur la réduction des frais de fonctionnement des fonctions supports :** « *A ce stade, nous n'avons pas de projet de réduction des frais de fonctionnement des services support.* »

Par ailleurs le Comité d'Entreprise considère que certaines questions restent en suspens :

- **Concernant la politique de distribution multicanal proposée ;**
- **Concernant les modifications envisagées sur la formule all inclusive ;**
- **Comment rentabiliser un investissement à 21 € sans procéder à des restructurations ?**

Les élus du Comité d'Entreprise souhaitent dans la mesure où cette offre venait à réussir, attirer l'attention de l'initiateur sur le fait que la qualité du dialogue social représente un facteur clé de succès de l'entreprise et qu'ils seront très attentifs à la préservation de ce dialogue et au respect des engagements pris.

Enfin, les GO/GE ne doivent pas constituer une variable d'ajustement au service d'objectifs de rentabilité et ce quelle que soit l'offre.

2.3 Autres informations

Global Resorts a indiqué dans le Projet de Note d'Information n'avoir conclu ni ne bénéficier d'aucun engagement d'apport à son offre.

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

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

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

Il est rappelé que selon le Projet de Note d'Information, « pour les besoins de l'Offre Global Resorts, Global Resorts a conclu, le 30 juin 2014, un contrat de crédit senior auprès de Banca IMI S.p.a. et UniCredit Bank AG pour un montant maximum total de 255 millions d'euros (le « **Contrat de Crédit** ») ». Selon le Projet de Note d'Information, « le Contrat de Crédit comprend (i) une ligne de crédit à terme ayant notamment pour objet l'acquisition des Titres d'un montant maximum de 240 millions d'euros entièrement remboursable à terme 7 ans après la date de sa première utilisation et au plus tard le 30 juin 2022, et (ii) une ligne de crédit renouvelable d'un montant maximum de 15 millions d'euros dédiée au financement des frais financiers et administratifs de l'Initiateur venant à échéance 6 ans après la date de sa première utilisation et au plus tard le 30 juin 2021 ».

Selon le Projet de Note d'Information, « le Contrat de Crédit sera garanti par un nantissement consenti par l'actionnaire unique de l'Initiateur portant sur 100% des titres émis par l'Initiateur et sur les créances qu'il pourrait, le cas échéant, détenir à l'encontre de l'Initiateur et par un nantissement consenti par l'Initiateur sur l'ensemble des Titres qu'il détiendra ».

Par ailleurs, selon le Projet de Note d'Information, « Global Resorts a sécurisé auprès des prêteurs du Contrat de Crédit la mise en place au niveau de la Société d'un contrat de crédit distinct du Contrat de Crédit, d'un montant maximum de 270 millions d'euros qui permettrait à la Société de financer les besoins opérationnels du groupe Club Méditerranée et de refinancer une partie de l'endettement existant (le « **Contrat de Crédit Club Med** »). Il est prévu que la Société et ses filiales principales puissent adhérer au Contrat de Crédit Club Med en qualité d'emprunteur et/ou de garant. A compter de l'adhésion de Club Méditerranée au Contrat de Crédit Club Med, Global Resorts cessera d'y être partie et sera libéré de ses obligations au titre de ce contrat ».

Selon le Projet de Note d'Information, « ces financements comprennent :

a) un crédit de refinancement amortissable pour la dette à refinancer et les besoins généraux d'un montant de 90 millions d'euros ;

b) un crédit à terme de 60 millions d'euros destiné à permettre le rachat des OCEANES qui n'auraient pas été apportées dans le cadre de l'Offre ;

c) un crédit renouvelable d'un montant maximum de 60 millions d'euros permettant de financer les besoins généraux et le besoin en fonds de roulement du groupe Club Méditerranée ; et

d) un crédit renouvelable de 60 millions d'euros pour financer d'éventuelles opérations de croissance externe et d'investissement. »

Selon le Projet de Note d'Information, *« ces nouvelles lignes de financement donneraient notamment lieu au paiement d'intérêts au taux EURIBOR + marge de 4,00% sur les crédits renouvelables et le crédit de refinancement, et au taux de 4,75% sur le crédit à terme, ces taux pouvant être ajustés en fonction de la syndication ».*

Selon le Projet de Note d'Information, *« ces Contrats de Crédit sont assorti d'une clause de changement de contrôle et d'un engagement de respect de certains ratios financiers dont les principaux sont un ratio de levier (à savoir dette nette sur EBITDA) maximum, un ratio de couverture des frais financiers net (à savoir EBITDA sur frais financiers net) et un ratio de dépenses de réorganisation et développement. Ces ratios doivent être vérifiés trimestriellement, leur non-respect étant susceptible de rendre exigible les montants prêtés ».*

Le Contrat de Crédit Club Med serait, selon le Projet de Note d'Information, *« garanti notamment par le nantissement des actions des filiales principales ayant accédé au contrat, par des nantissements de comptes bancaires et de prêts intragroupe ».*

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

4.1 Structure et répartition du capital

Au 15 juillet 2014, le capital social de Club Méditerranée s'élève à 141 381 492 euros divisé en 35 345 373 actions ordinaires de 4 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie, et le nombre de droits de vote théorique s'établit à 39 321 035 (dont 208 804 au titre d'actions auto-détenues, temporairement privées du droit de vote).

A la connaissance de Club Méditerranée, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiquées, les déclarations d'opérations en période de préoffre et les informations transmises par le teneur de compte, au 15 juillet 2014, le capital de Club Méditerranée est réparti comme suit :

Répartition du capital et des droits de vote au 15 juillet 2014

	Nombre de titres		Droits de vote	
	15 juillet 2014	% K	15 juillet 2014	% DDV
Fosun Property Holdings Limited	3 170 579	9,0%	6 341 158 ⁽¹⁾	16,1%
Ardian (Axa Capital)	2 982 352	8,4%	2 982 352	7,6%
Guo Guangchang	1 851	0,0%	3 702	0,0%
Henri Giscard d'Estaing	1 483	0,0%	1 533	0,0%
Sous-total de concert	6 156 265	17,4%	9 328 745	23,7%
CMVT International (Groupe CDG Maroc)	2 250 731	6,4%	2 250 731	5,7%
Rolaco	1 793 053	5,1%	1 793 053	4,6%
Benetton	708 000	2,0%	708 000	1,8%
Caisse des dépôts et consignations	1 908 492	5,4%	1 908 492	4,9%
Strategic Holdings	3 556 439	10,1%	3 556 439	9,0%
UBS AG London ⁽²⁾	2 249 844	6,4%	2 249 844	5,7%
Crédit Suisse ⁽³⁾	1 803 251	5,1%	1 803 251	4,6%
Moneta	1 767 087	5,0%	1 767 087	4,5%
Franklin Finance	1 500 000	4,2%	1 500 000	3,8%
Boussard & Gavaudan ⁽⁴⁾	1 301 469	3,7%	1 301 469	3,31%
Air France	635 342	1,8%	635 342	1,6%
Tyrus Capital ⁽⁵⁾	0	0,0%	0	0,0%
Polygon Global Partners ⁽⁶⁾	0	0,0%	0	0,0%
GLG Partners LP ⁽⁷⁾	3 401	0,01%	3 401	0,0%
Institutionnels français ⁽⁸⁾	3 299 281	9,3%	3 299 535	8,4%
Institutionnels étrangers ⁽⁸⁾	4 491 749	12,7%	5 167 851	13,1%
Autodétention ⁽⁸⁾	208 804	0,6%	208 804	0,5%
Salariés	23 520	0,1%	47 040	0,1%
Public et divers ⁽⁸⁾	1 688 645	4,8%	1 791 951	4,6%
TOTAL	35 345 373	100%	39 321 035	100%

⁽¹⁾ Dont 6 162 971 droits de vote exerçables.

⁽²⁾ Actions détenues au titre de la couverture des CFD émis par la banque à destination de ses clients.

⁽³⁾ Dont 1 715 208 actions détenues au titre de la couverture des 1 715 208 CFD émis par la banque à destination de ses clients.

⁽⁴⁾ Dont 312 203 CFD. Boussard & Gavaudan détient par ailleurs par délégation 252 608 actions et 95 240 CFD.

⁽⁵⁾ Tyrus Capital détient 1 725 000 CFD

⁽⁶⁾ Polygon détient 2 525 000 CFD

⁽⁷⁾ GLG Partners détient par ailleurs 296 761 CFD

⁽⁸⁾ Le cas échéant, hors actions et droits de vote sous-jacents aux CFD

⁽⁹⁾ Actions autodétenues dont les droits de vote ne sont pas exerçables

A noter : un Contract For Differences est contrat financier avec paiement d'un différentiel ou CFD est un instrument financier à terme par lequel l'investisseur acquiert le droit de percevoir l'écart entre le prix du sous-jacent à la date de conclusion du contrat et le prix à la date d'exercice

Voir paragraphe 2.1 l'avis motivé du conseil d'administration concernant les actions autodétenues.

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

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

Obligation de déclaration de franchissement de seuils

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

A la connaissance de Club Méditerranée, au 15 juillet 2014, le capital social de Club Méditerranée est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 4.1 ci-dessus.

Depuis la date de publication de son document de référence, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils suivantes :

Actionnaire	Date	Nb de titres détenus	% K	% DDV	Franchissement déclaré
Strategic holdings	02/04/2014	577 201	1,79%	1,61%	↗ 1% K
Strategic holdings	03/04/2014	703 314	2,19%	1,96%	↗ 2% K
Strategic holdings	07/04/2014	770 807	2,40%	2,15%	↗ 2% DDV
Strategic holdings	10/04/2014	1 028 422	3,20%	2,86%	↗ 3% K
Strategic holdings	14/04/2014	1 096 631	3,41%	3,05%	↗ 3% DDV
Strategic holdings	22/04/2014	1 303 863	4,05%	3,63%	↗ 4% K
Strategic holdings	28/04/2014	1 467 270	4,56%	4,08%	↗ 4% DDV
Strategic holdings	02/05/2014	1 958 345	5,87%	5,27%	↗ 5% K et DDV
Strategic holdings	06/05/2014	2 023 274	6,06%	5,45%	↗ 6% K
Strategic holdings	09/05/2014	2 296 110	6,88%	6,18%	↗ 6% DDV
Strategic holdings	12/05/2014	2 414 657	7,23%	6,50%	↗ 7% K
Strategic holdings	14/05/2014	2 179 711	7,92%	7,12%	↗ 7% DDV
Strategic holdings	15/05/2014	2 777 193	8,32%	7,48%	↗ 8% K
Strategic holdings	19/05/2014	3 359 828	10,07%	9,05%	↗ 10% K
Boussard	30/04/2014	1 842 848	5,52%	4,96%	↗ 5% K
Boussard	19/05/2014	1 489 752	4,46%	4,01%	↘ 5% K
Polygon	02/01/2014	1 275 560	4,00%	3,57%	↗ 4% K
Polygon	28/02/2014	1 425 603	4,47%	4,00%	↗ 4% DDV
Polygon	13/03/2014	1 600 000	5,02%	4,49%	↗ 5% K
Polygon	31/03/2014	1 600 000	4,97%	4,45%	↘ 5% K
Polygon	07/04/2014	1 610 000	5,00%	4,48%	↗ 5% K
Polygon	29/05/2014	1 875 452	5,62%	5,05%	↗ 5% DDV
Polygon	10/06/2014	2 026 726	6,02%	5,38%	↗ 6% K
Polygon	01/07/2014	2 409 366	7,10%	6,36%	↗ 7% K et 6% DDV
Moneta	14/02/2014	1 337 772	4,20%	3,75%	↗ 4% K
Moneta	14/03/2014	1 448 580	4,54%	4,06%	↗ 4% DDV
Moneta	24/03/2014	1 612 772	5,06%	4,53%	↗ 5% K
CNP	17/01/2014	205 375	0,64%	0,73%	↘ 1% K
Crédit Suisse	15/05/2014	1 791 411	5,37%	4,82%	↘ 5% DDV
Crédit Suisse	19/05/2014	1 468 283	4,40%	3,95%	↘ 5% K
Crédit Suisse	07/07/2014	1 719 460	5,07%	4,54%	↗ 5% K
UBS	13/06/2014	1 883 504	5,59%	5,00%	↗ 5% DDV
UBS	29/05/2014	1 848 042	5,54%	4,98%	↘ 5% DDV
UBS	27/05/2014	1 877 083	5,62%	5,06%	↗ 5% DDV
UBS	20/05/2014	1 850 797	5,54%	4,98%	↘ 5% DDV
UBS	16/05/2014	1 879 260	5,63%	5,06%	↗ 5% DDV
UBS	15/05/2014	1 849 260	5,54%	4,98%	↘ 5% DDV
UBS	09/05/2014	1 936 475	5,80%	5,22%	↗ 5% DDV
UBS	02/05/2014	1 806 233	5,61%	5,03%	↗ 5% DDV
UBS	22/04/2014	1 756 233	5,46%	4,89%	↘ 5% DDV
UBS	28/02/2014	1 825 605	5,73%	5,12%	↗ 5% DDV
UBS	27/11/2013	1 650 826	5,18%	4,63%	↗ 5% K
Cheynes capital	02/05/2014	95 814	0,30%	0,27%	↘ 1% K
Norges Bank	02/04/2014	628 866	1,95%	1,75%	↘ 2% K

Depuis le 15 juillet 2013, un certain nombre de déclarations des achats et ventes ont été effectuées conformément aux dispositions de l'article 231-46 du règlement général de l'AMF ; elles sont disponibles sur le site Internet de l'AMF.

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

Néant.

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

Néant.

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

A la connaissance de Club Méditerranée, à la date du présent projet de note en réponse, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice du droit de vote, à l'exception des accords déclarés par Global Resorts dans le Projet de Note d'Information et des accords conclus entre les membres du concert formé par Gaillon Invest.

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

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

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

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

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

Tout administrateur sortant est rééligible.

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

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

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

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

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

4.7.2 Règles applicables à la modification des statuts

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

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

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

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

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

Nature de l'autorisation	Montant autorisé	Plafond global	Date de l'assemblée	Durée de l'autorisation	Montants utilisés
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration pour décider, <u>avec maintien du droit préférentiel de souscription</u> (i) l'augmentation du capital social par émission d'actions ordinaires ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société ou (ii) l'émission de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance	Montant nominal maximal d'augmentation de capital : 50% du capital à la date de l'assemblée Montant nominal maximal des valeurs mobilières représentatives de créances : 225 millions d'euros	Le montant de 50% constitue un plafond global maximal des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées en vertu de cette délégation et de celles conférées en vertu des 15 ^{ème} , 16 ^{ème} , 17 ^{ème} et 18 ^{ème} résolutions.	07/03/13 (14 ^{ème} résolution)	26 mois	-
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration, pour décider, dans le cadre d'une offre au public avec <u>suppression du droit préférentiel de souscription mais avec délai de priorité</u> (i) l'augmentation du capital social par émission d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la société ou (ii) l'émission de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance	Montant nominal maximal d'augmentation de capital : 15% du capital à la date de l'assemblée Montant nominal maximal des valeurs mobilières représentatives de créances : 225 millions d'euros	S'impute sur le plafond global de la 14 ^{ème} résolution S'impute sur le montant de 225 millions d'euros visé à la 14 ^{ème} résolution	07/03/13 (15 ^{ème} résolution)	26 mois	-
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration pour décider, par une offre visée au II de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier (<u>placement privé</u>) avec suppression du droit préférentiel de souscription (i) l'augmentation du capital social par émission d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la société ou (ii) l'émission de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance	Montant nominal maximal d'augmentation de capital : 15% du capital à la date de l'assemblée Montant nominal maximal des valeurs mobilières représentatives de créances : 225 millions d'euros	S'impute sur le plafond global de la 14 ^{ème} résolution et s'impute sur le plafond de la 15 ^{ème} résolution S'impute sur le montant de 225 millions d'euros visé à la 14 ^{ème} résolution et sur celui visé à la 15 ^{ème} résolution	07/03/13 (16 ^{ème} résolution)	26 mois	-
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet de procéder à l'émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société dans la limite de 10% du capital social	Dans la limite de 10% du capital social de la Société	S'impute sur le plafond global de la 14 ^{ème} résolution	07/03/2013 (17 ^{ème} résolution)	26 mois	-

Nature de l'autorisation	Montant autorisé	Plafond global	Date de l'assemblée	Durée de l'autorisation	Montants utilisés
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration pour procéder à des augmentations de capital par émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, réservées aux adhérents de plans d'épargne d'entreprise avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de ces derniers	Dans la limite de 5% du capital social de la Société	S'impute sur le plafond global de la 14 ^{ème} résolution et sur le plafond visé à la 15 ^{ème} résolution	07/03/2013 (18 ^{ème} résolution)	26 mois	-
Autorisation donnée au conseil d'administration à l'effet de procéder à des rachats d'actions de la Société*	Dans la limite de 10% du capital social de la Société	127 486 256 euros	30/04/2014 (6 ^{ème} résolution)	18 mois	n/a
Autorisation donnée au conseil d'administration de réduire le capital social par annulation d'actions acquises dans le cadre d'un programme de rachat d'actions	Dans la limite de 10% du capital social de la Société	N/a	30/04/2014 (14 ^{ème} résolution)	18 mois	-

* Le contrat de liquidité conclu par Club Méditerranée le 10 juillet 2007 avec Natixis Securities a été résilié dans le cadre de l'Offre Gaillon Invest.

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

4.9.1 OCEANES

Le 7 octobre 2010, Club Méditerranée a procédé à l'émission de 4 888 481 OCEANES à échéance au 1^{er} novembre 2015. Les OCEANES sont convertibles à tout moment par la remise d'une action nouvelle ou existante pour une OCEANE. Au 15 juillet 2014, 1 933 658 OCEANES sont en circulation. Cette émission a fait l'objet d'un prospectus visé par l'AMF le 28 septembre 2010 sous le numéro 10-337 stipulant les termes et conditions des OCEANES comme cela est présenté au paragraphe 1.3 du présent projet de note en réponse.

En raison de l'ouverture de l'Offre Gaillon Invest, qui est susceptible d'entraîner un Changement de Contrôle, et conformément au Prospectus, le ratio d'attribution d'actions des OCEANES a été temporairement ajusté à 1,124 pendant la Période d'Ajustement en cas d'Offre Publique. Dans l'hypothèse où Gaillon Invest renoncerait à l'Offre Gaillon Invest dans les 5 jours de négociation suivant la publication du calendrier de l'offre concurrente déposée par Global Resorts, ce ratio d'attribution cesserait de s'appliquer à compter de la date de publication de cette renonciation. À compter de cette date, un nouveau ratio d'attribution d'actions serait calculé en application de la formule précisée ci-dessus (cf. *supra* § 1.3.) et la Période d'Ajustement en cas d'Offre Publique serait définie par rapport à l'Offre initiée par Global Resorts.

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

4.9.2 Contrats de financement

- La ligne de crédit syndiqué (LCS) de 100 millions d'euros conclue le 10 décembre 2009 (et renégociée en décembre 2011), à échéance décembre 2014, dont dispose Club Méditerranée contient une clause de changement de contrôle qui prévoit que les prêteurs peuvent, s'ils n'ont pas agréé à l'unanimité ce changement de contrôle avant sa réalisation, demander le remboursement anticipé des montants empruntés. Au 30 juin 2014, la ligne de crédit est utilisée à hauteur de 45 millions d'euros. La Société négocie un avenant pour une extension de la maturité et une amélioration des termes du contrat. La clause de changement de contrôle ne serait pas modifiée.
- Le prêt de 20 millions d'euros à échéance 2 avril 2018 conclu par Club Méditerranée le 27 mars 2013 contient une clause de changement de contrôle exerçable dans un délai de 15 jours ouvrés suivant notification du changement de contrôle par Club Méditerranée, qui doit elle-même intervenir dans un délai de 10 jours ouvrés suivant le changement de contrôle effectif.

4.9.3 Autres accords

- L'accord de distribution avec Thomas Cook contient une clause de changement de contrôle donnant droit à résiliation sans indemnité ni préavis une fois le changement de contrôle effectif.
- L'accord de partenariat stratégique conclu fin 2013 avec Air France contient une clause de changement de contrôle pouvant permettre la résiliation sans indemnité avec un préavis de 3 mois à compter de la notification.
- Un contrat de management contient une clause de changement de contrôle, mais qui, selon Club Méditerranée, ne devrait pas pouvoir être mise en œuvre dans le cadre de l'Offre.

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

- Conformément aux délibérations des conseils d'administration des 10 décembre 2008 et 3 mars 2011 (réitérées par le conseil d'administration du 30 avril 2014), pour le cas où M. Henri Giscard d'Estaing viendrait à être licencié, sauf le cas de faute grave ou de faute lourde de sa part, ou dans l'hypothèse d'une modification unilatérale par Club Méditerranée de son contrat de travail aboutissant à la rupture de celui-ci, laquelle produirait les effets d'un licenciement, M. Henri Giscard d'Estaing aurait droit à une indemnité contractuelle de départ équivalant à deux années de rémunération brute.

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

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

Ces engagements sont subordonnés à des objectifs de performance dont la réalisation devra être appréciée par le conseil d'administration ; ils ont été approuvés par l'assemblée générale du 12 mars 2012 et ont donné lieu à l'avis favorable de l'assemblée générale du 30 avril 2014, consultée conformément aux recommandations du Code Afep/Medef.

- Conformément aux délibérations des conseils d'administration des 10 décembre 2008 et 3 mars 2011 (réitérées par le conseil d'administration du 30 avril 2014), pour le cas où M. Michel Wolfovski viendrait à être licencié, sauf le cas de faute grave ou de faute lourde de sa part, il aurait droit à une indemnité contractuelle de départ équivalente à deux années de rémunération brute.

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

Cet engagement est subordonné à des objectifs de performance dont la réalisation devra être appréciée par le conseil d'administration ; il a été approuvé par l'assemblée générale du 12 mars 2012 et a donné lieu à l'avis favorable de l'assemblée générale du 30 avril 2014, consultée conformément aux recommandations du Code Afep/Medef.

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

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

- Comme indiqué dans le Prospectus des OCEANES, dans l'hypothèse où les actions de la Société ne seraient plus admises aux négociations sur un marché réglementé au sens de la Directive 2004/391 CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, le représentant de la masse des titulaires d'OCEANES pourrait, sur décision de l'assemblée des titulaires d'OCEANES statuant dans les conditions de quorum et de majorité prévues par la loi, sur simple notification écrite adressée à la Société, avec une copie à l'agent centralisateur, rendre exigible la totalité des OCEANES à un prix égal au pair majoré des intérêts courus depuis la dernière date de paiement d'intérêts jusqu'à la date fixée pour le remboursement anticipé.
- Le 10 avril 2007, Club Méditerranée et sa filiale CM Marine ont conclu un emprunt amortissable, à échéance 2018 sécurisé par une hypothèque sur le Club Med 2. Au 30 juin 2014, l'encours s'élève à 12 960 000 euros. Ce contrat prévoit que dans l'hypothèse où les actions de la Société ne seraient plus admises aux négociations sur un marché réglementé, Club Méditerranée et Club Med 2 seraient contraints, à la demande de la majorité des prêteurs, de rembourser l'emprunt et pourraient être contraints de payer une indemnité.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1 I. 5° du règlement général de l'AMF, le cabinet Associés en Finance, représenté par Monsieur Bertrand Jacquillat, a été désigné le 3 juillet 2014 par le conseil d'administration de Club Méditerranée en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, établi le 25 juillet 2014, est reproduit ci-après.

**Expertise indépendante d'Associés en
Finance se prononçant sur le caractère
équitable des prix d'offre proposés aux
actionnaires et aux porteurs d'Océane
Club Méditerranée à l'occasion de
l'Offre Publique d'Achat initiée par
Global Resorts suivie d'un éventuel
retrait obligatoire**

25 juillet 2014

Sommaire

I. Missions et moyens	5
II. Club Méditerranée (analyse et stratégie).....	9
1. Historique	9
2. Evolution de long terme du cours de bourse	9
3. Evolution de la structure de l'actionnariat.....	11
4. Analyse financière et stratégique	12
III. Paramètres utilisés pour la valorisation de l'action Club Méditerranée	16
1. Le plan d'affaires prévisionnel	16
2. Détermination du nombre d'actions diluées.....	17
3. Ajustements dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	18
IV. Méthodes d'évaluation examinées par Associés en Finance	20
1. Analyse du cours de bourse	20
2. Les méthodes écartées	23
a. Méthode de l'Actif net comptable.....	23
b. Méthode de l'Actif net réévalué.....	23
c. Valorisation par les dividendes.....	24
d. Suivi de la société par les analystes financiers et objectifs de cours	24
3. Les méthodes retenues	25
a. Méthodologie de valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels : <i>DCF to firm</i> et <i>DCF to equity</i>	25
b. Valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels.....	26
i. Coût moyen pondéré des capitaux dans la méthode <i>DCF to firm</i>	26
ii. Coût des fonds propres dans la méthode <i>DCF to equity</i>	27
c. Méthode intrinsèque : valorisation de Club Méditerranée sur la base du plan d'affaires du groupe, et d'une modélisation prolongée au-delà de l'horizon du plan d'affaires	28
d. Sensibilités de la valorisation de Club Méditerranée par la méthode de valorisation intrinsèque des flux de trésorerie	30
e. Valorisation sur la base d'un scénario simulé à titre indicatif.....	31
f. Méthode analogique des multiples.....	33

g.	Méthode des transactions comparables : à titre d'information	37
h.	Analyse des achats d'actions Club Méditerranée par Global Resorts	38
i.	Autres éléments d'analyse : liquidité offerte aux bénéficiaires d'options de souscription en cas d'offre publique de retrait	38
V.	Evolution des hypothèses utilisées par rapport à l'offre de Gaillon Invest	39
a.	Présentation du contexte de marché	39
b.	Données prévisionnelles sous-tendant la valorisation	41
c.	Taux d'actualisation et valorisation par actualisation des flux prévisionnels	42
d.	Valorisation par la méthode des multiples des sociétés cotées comparables	42
VI.	Analyse des travaux des banques présentatrices sur la valorisation de l'action	43
1.	Méthodes écartées	43
2.	Méthodes retenues	43
a.	Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	43
b.	Valorisation par actualisation des flux de trésorerie disponibles	44
c.	Analyse du cours de bourse	45
d.	Méthode des multiples de sociétés cotées comparables	46
3.	Résultats comparés	47
VII.	Analyse de l'offre publique sur les obligations à option de conversion et /ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (ci-après OCEANE)	48
1.	Présentation des principales caractéristiques des OCEANE 2015	48
a.	Caractéristiques à l'émission	48
b.	Impact sur les caractéristiques des OCEANE des offres publiques	48
2.	Analyse du cours de l'OCEANE	49
3.	Possibilités offertes aux porteurs d'OCEANE	50
a.	Apporter ses OCEANE à une des deux offres publiques d'achat	50
b.	Garder les OCEANE pendant la période de l'offre puis en demander le remboursement anticipé	51
c.	Demander l'attribution d'actions	51
d.	Conserver les OCEANE	52
4.	Valorisation théorique des OCEANE	52
a.	Paramètres de valorisation	53
b.	Résultats de la valorisation théorique	54

5. Remboursement anticipé au gré de la société	55
6. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'offre par OCEANE présentés par les banques conseils de Global Resorts	56
a. Approche par les cours de bourse	56
b. Approche par la valeur théorique	56
c. Approche par le prix de remboursement anticipé	56
d. Approche par la valeur de conversion en cas d'offre publique	57
7. Conclusion sur l'analyse du prix de l'offre sur l'OCEANE	57
VIII. Conclusion d'Associés en Finance	58
IX. Présentation de l'expert	60
X. Annexe : Présentation détaillée du modèle TRIVAL®	62

I. Missions et moyens

Mission d'Associés en Finance

Le 30 juin 2014, la société Global Resorts SAS (« l'Initiateur ») a annoncé le lancement d'une offre publique d'achat (« l'Offre » ou « l'Opération ») sur la totalité des actions ordinaires et des obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (« OCEANEs ») émises par Club Méditerranée. Il s'agit d'une offre non sollicitée et assortie d'un seuil de caducité fixé à 50% des actions plus une sur la base d'un nombre d'actions totalement dilué.

Le Conseil d'Administration de Club Méditerranée a mandaté le 3 juillet 2014 Associés en Finance, représenté par le Professeur Bertrand Jacquillat, en qualité d'expert indépendant, sur le fondement de l'article 261-1 (alinéa I, 5°) du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

En raison de l'existence de deux catégories de titres (actions ordinaires et OCEANE) visées par l'Offre, la société cible est tenue par la réglementation boursière de désigner un expert indépendant aux fins de s'assurer de l'absence de rupture d'égalité de traitement entre les porteurs d'actions ordinaires et les porteurs d'OCEANE. En effet, conformément aux stipulations de l'article 261-1 (alinéa I, 5°) du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF »), la désignation d'un expert indépendant est requise « lorsque l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre ».

Les personnes d'Associés en Finance impliquées dans cette mission sont Bertrand Jacquillat, Président-Directeur Général, responsable de la mission, Daniel Beaumont, Directeur Général Délégué, Pierre Charmion et Thomas Libs, analystes financiers, ainsi que Catherine Meyer, Associée, en charge du contrôle qualité.

Contexte

Le 27 mai 2013, Axa Private Equity (devenu depuis Ardian) et le groupe chinois Fosun annoncent le lancement d'une OPA amicale sur la société, avec le soutien du management, via une entité *ad hoc* baptisée « Gaillon Invest ». Le prix proposé de 17€ par action offre une prime de +22.4% par rapport au dernier cours coté et de +27% par rapport à la moyenne des cours sur trois mois. Le 25 juin 2013, le conseil d'administration de la société approuve le projet d'OPA, avec un prix par action relevé dans le même temps à 17.50€.

Le 25 juillet 2013, l'association de défense des actionnaires minoritaires (entre autres intervenants) décide de déposer un recours contre la décision de conformité de l'AMF le 15 juillet 2013 sur cette offre publique d'achat. Le 23 août 2013, l'AMF décide alors de proroger l'OPA de Gaillon Invest jusqu'à la décision de la Cour d'Appel de Paris.

Dès le 12 mars 2014, avant même que la Cour d'appel de Paris ne se soit prononcée sur le recours déposé contre l'OPA de Gaillon Invest, Strategic Holdings, véhicule d'investissement de InvestIndustrial, commence à acquérir des actions Club Méditerranée sur le marché et hors marché, directement ou indirectement, à un prix compris entre 17.46€ et 19.13€ par action.

Le 2 avril 2014, Strategic Holdings annonce à l'AMF le franchissement du seuil de 1% du capital et des droits de vote de la société. Le 29 avril 2014, la cour d'appel de Paris rejette les recours contre l'OPA. L'AMF décide alors de proroger l'OPA jusqu'au 23 mai 2014. Durant cette période, Strategic Holdings poursuit ses achats d'actions sur le marché jusqu'au 22 mai 2014. Le 20 mai 2014, il annonce être devenu le premier actionnaire du Club Méditerranée avec 10.07% du capital. Le 23 mai 2014, suite aux interventions de Strategic Holdings, l'AMF décide de proroger l'offre Gaillon jusqu'au 6 juin 2014 et donne à Strategic Holdings jusqu'au 26 mai 2014 pour clarifier ses intentions. Le 26 mai 2014, Strategic Holdings indique à l'AMF ne pas exclure de lancer une contre-offre. Le 27 mai 2014, l'AMF donne à Strategic Holdings jusqu'au 30 juin 2014 pour lancer une OPA et décide de proroger l'offre Gaillon jusqu'à nouvel ordre.

Le 30 juin 2014, suite aux demandes de l'AMF, InvestIndustrial annonce sa contre-OPA sur la société, via une nouvelle entité *ad hoc* « Global Resorts ». L'offre Gaillon est prorogée jusqu'à publication du calendrier définitif.

Indépendance

Associés en Finance ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêt au sens de l'article 261-4 II du Règlement Général de l'AMF¹. En effet, Associés en Finance n'entretient aucun lien juridique, capitalistique ou de dépendance économique avec les parties :

- Gaillon Invest, conseillé par Société Générale, Crédit Agricole et Natixis
- Global Resorts, conseillé par Lazard et Unicredit
- Club Méditerranée, conseillé par Rothschild

Associés en Finance n'effectue pas actuellement de mission de nature à le mettre en position de conflit d'intérêt pour l'appréciation de ces opérations.

Avertissement

Les informations, utilisées pour la réalisation de nos travaux, soit ont été fournies par Club Méditerranée, Rothschild ou Lazard, soit étaient publiques. Les éléments estimés entre 2015 et 2018 résultent des prévisions communiquées par Club Méditerranée, et présentées dans la *data room*. Associés en Finance ne peut garantir l'exactitude des projections, estimations et informations fournies.

Il est à noter que les derniers scénarios prévisionnels communiqués par Club Méditerranée sont une version simplifiée par rapport aux travaux habituellement menés dans le cadre des démarches budgétaires du groupe. Le groupe a procédé à cette mise à jour afin de prendre en compte les dernières tendances d'évolution de ses résultats et de ses marchés.

L'initiateur de l'offre nous a certifié ne pas disposer de plan d'affaires chiffré alternatif.

¹ Article 261-4 II du règlement général de l'AMF : « L'expert établit une déclaration attestant de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission. »

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Associés en Finance s'est appuyé sur ses propres méthodes et bases de données, sur les entretiens ci-après détaillés et sur les diverses sources d'informations disponibles.

Associés en Finance a mené des entretiens avec les personnes suivantes :

- Michel Wolfovski, Directeur Général Délégué-Directeur Financier de Club Méditerranée ;
- Guillaume Estève, Directeur Trésorerie & Financement Groupe de Club Méditerranée ;
- Pernette Rivain, Directeur relations investisseurs et Communication financière de Club Méditerranée ;
- Emmanuelle Vaudoyer, Secrétaire Générale & Directrice Juridique de Club Méditerranée ;
- Grégoire Chertok, Associé-Gérant, Rothschild ;
- Pierre Boscher, Directeur Assistant, Rothschild ;
- Pierre-Victor Saponaro, Manager, Rothschild ;
- François de Breteuil, Directeur, Rothschild ;
- Roberto Ardagna, Investindustrial / BI Invest ;
- Mateo Paniker Rumeu, Investindustrial / BI Invest ;
- Luisa Rosselló, Investindustrial / BI Invest ;
- François Kayat, Associé-Gérant, Lazard Frères ;
- Aymeric Estève, Sous-Directeur Affaires Financières, Lazard Frères ;
- Jean-Philippe Bescond, Lazard Frères ;
- Pascale Girard, Avocat à la cour, Villey Girard Grolleaud Associés ;
- Jean-Pierre Martel, Avocat à la cour, cabinet Orrick Rambaud Martel ;
- Alexis Marraud des Grottes, Avocat à la cour, cabinet Orrick Rambaud Martel ;
- Les Administrateurs indépendants de Club Méditerranée ;
- Les équipes du cabinet Roland Berger.

Le programme de travail a porté sur les éléments suivants :

- Analyse des documents de référence de Club Méditerranée et de toutes les notes d'opérations disponibles sur le site de l'Autorité des Marchés Financiers ;
- Note d'information présentée par Gaillon Invest ;
- Analyse du rapport d'expertise indépendante publié par Accuracy en juillet 2013 ;
- Analyse du projet de note d'information déposée par Global Resorts ;
- Analyse financière de Club Méditerranée, comptes et stratégie ;
- Analyse des prévisions élaborées par le management sur le plan de développement ;
- Examen des transactions sur le titre ;
- Examen des instruments dilutifs ;

- Evaluation de la société selon une approche multicritères ;
- Entretiens avec les différentes personnes indiquées ci-dessus ;
- Analyse des transactions récentes sur les sociétés du secteur ;
- Examen / évaluation des éléments correctifs permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ;
- Analyse des évolutions sous-tendant la différence de prix entre l'offre de Gaillon Invest et l'offre de Global Resorts
- Revue critique des éléments d'appréciation du prix d'offre élaborés par les banques présentatrices ;
- Analyse de la valorisation des OCEANE : valorisation intrinsèque selon un modèle Binomial, analyse des possibilités offertes aux porteurs d'OCEANE ; analyse des éléments d'appréciation du prix d'offre sur l'OCEANE élaborés par les banques présentatrices ;
- Rédaction du rapport d'expertise devant être inclus dans la note en réponse.

Calendrier de l'étude

Associés en Finance a été mandatée par la Société le 3 juillet 2014. La mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 3 juillet 2014 au 25 juillet 2014, date d'émission de la présente expertise. Au cours de cette période, Associés en Finance a eu des contacts réguliers avec les différentes personnes indiquées ci-dessus, notamment une réunion avec le Club Méditerranée le 11 juillet 2014, une réunion téléphonique avec les représentants de Investindustrial et de Lazard le 16 juillet 2014, une réunion d'étape avec les membres indépendants du Conseil d'Administration du Club Méditerranée le 17 juillet 2014, et une réunion avec les représentants de Investindustrial et de Lazard le 22 juillet 2014.

Les sources et documents suivants ont été utilisés par Associés en Finance pour effectuer sa mission :

- Documents de Référence de Club Méditerranée de 1996 à 2013 ;
- Bilan et comptes de résultat de Club Méditerranée au 30 avril 2014 ;
- Présentation interne de Club Méditerranée datant du 11 juillet 2014 ;
- Données et documents mis à disposition par Club Méditerranée par le biais d'une *data room* ;
- Bases de données propres d'Associés en Finance (Trival) ou externes (Bloomberg) relatives à Club Méditerranée ou aux sociétés du secteur ;
- Etudes et données de marchés ;
- Présentation interne de Rothschild, conseil financier du Conseil d'Administration de Club Méditerranée datant du 17 juillet 2014 ;
- Présentation interne de Roland Berger, conseil en stratégie de Club Méditerranée datant du 17 juillet 2014.

II. Club Méditerranée (analyse et stratégie)

1. Historique

Créée en 1950, la société Club Méditerranée s'est imposée comme le pionnier de la formule de vacances « Hôtel Club », avec une offre « tout inclus » alliant de bonnes prestations sur le plan touristique, des services (le mini-club) et des activités sportives ou d'animation de haut niveau, ceci dans une ambiance conviviale. Les « villages » ont toujours été installés dans des lieux de première qualité pour ne pas dire exceptionnels quelle que soit leur localisation.

Cette formule a connu un grand succès, avec une globalisation dès les années 70 des destinations et des cibles commerciales. L'offre de produit a toujours été large, le « Club » proposant aussi bien une hôtellerie « spartiate » que des séjours luxueux. La société a également cherché à diversifier son offre ou ses activités, notamment via les croisières, le rachat de Club Aquarius (entrée de gamme, 1991) ou l'acquisition de Jet tours (tour opérateur, 1999), de Gymnase Club (club sportifs urbains, devenus Club Med Gym, 2001) ou la tentative de développement de la marque Oyyo (entrée de gamme, 2001).

La société a connu ses premières difficultés lors de l'exercice 1992-93, où se conjuguent soudain toutes les menaces sur la rentabilité : sensibilité à la conjoncture économique, exposition aux risques géopolitiques entre autres au Proche Orient, et banalisation des atouts du Club copié par une concurrence montante avec le développement généralisé du tourisme sur l'ensemble des destinations. Un certain nombre de localisations ont également perdu de leur attrait suite à la croissance démesurée et anarchique d'une offre touristique de masse. La stratégie dans le passé a donc toujours hésité d'une part sur le positionnement marketing, le volume ou le luxe, et d'autre part entre la diversification ou le recentrage sur le cœur de métier. Depuis 2004, le management a privilégié les secondes options.

Différents plans de restructuration financière ont été mis en place en 1994, 1998 et 2009.

Les comptes de la Société reflètent les stigmates de la conjoncture économique (explosion de la bulle internet en 2001, crise de 2009) ou des événements géopolitiques (attentats de New-York en 2001, interventions en Afghanistan en 2001 et en Irak en 2003, Printemps arabe depuis 2010 ...), sans parler de tout incident climatologique (tsunami), sanitaire (SRAS) ou de transport dissuadant les vellétés de voyage lointain.

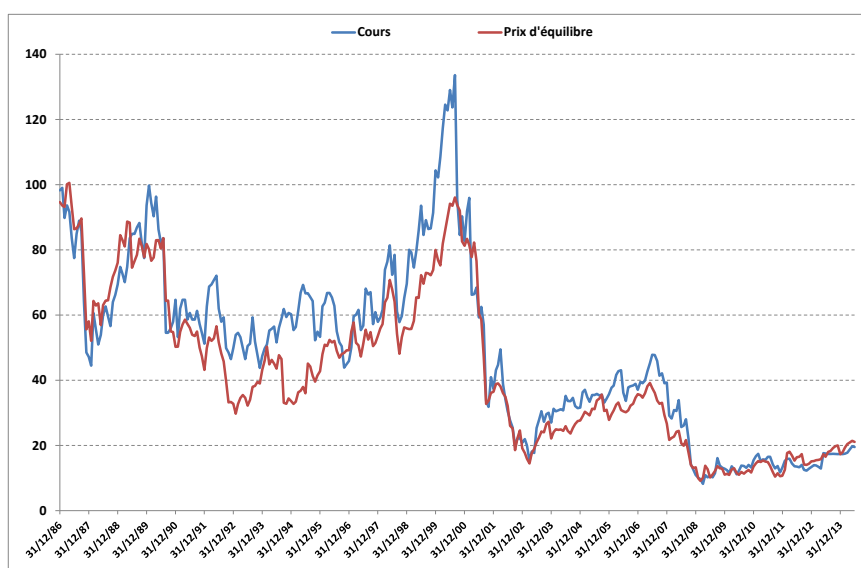
L'actionnariat a également connu de profondes modifications. Notons que la Société, bien que n'étant pas contrôlée par un actionnaire majoritaire, n'a jamais fait l'objet de tentative d'OPA avant l'offre initiée par Gaillon Invest en mai 2013.

2. Evolution de long terme du cours de bourse

Associés en Finance assure le suivi du titre Club Méditerranée dans ses bases de données propres depuis 1977, soit de manière totalement indépendante aux travaux réalisés à l'occasion de cette mission.

La Figure 1 indique à titre illustratif le cours de l'action et son prix d'équilibre depuis 1986 dans les modèles de valorisation d'Associés en Finance, « Droite de Marché » puis « TRIVAL ». Le prix d'équilibre n'est pas un objectif de cours au sens des cours objectifs des *Brokers*. C'est la valeur actuelle des flux revenant aux actionnaires, tels qu'ils résultent des prévisions long terme, celles-ci étant révisées au minimum une fois par an à l'occasion de la publication des comptes, et actualisés selon les paramètres du modèle. Dans ce modèle, il y a autant de valeurs sous-évaluées que de valeurs surévaluées.

Figure 1
Cours et prix d'équilibre du titre Club Méditerranée



Le modèle de valorisation a plutôt extériorisé jusqu'en 2000 une surévaluation du titre, notamment au moment de la bulle Internet qui semblait plutôt exogène à l'activité de la société, du moins avant l'arrivée dix ans plus tard des réseaux sociaux ou des sites de rencontre. Depuis maintenant quatorze ans les variations du cours de bourse s'expliquent assez bien, hors la bulle de 2007, en fonction de l'évolution des prévisions pour la société et des paramètres des marchés financiers.

Les fortes variations de cours observées illustrent les différences de rentabilité obtenues et donc de perception du prix d'offre par les différents actionnaires en fonction de leur date d'entrée au capital de la société.

Les niveaux records du cours de Club Méditerranée (139€ atteint le 6 juillet 2000) correspondent au point haut des marchés, au moment de la bulle internet quand l'indice CAC 40 cotait 6 454 points le 6 juillet 2000 (et jusqu'à 6 944 points en septembre 2000), pour un niveau d'indice de 4 423 points à fin juin 2014.

Sur les cinq dernières années, post paroxysme de la crise financière de l'automne 2008, et avant l'annonce de l'offre d'achat initiée par Gaillon Invest fin mai 2013, le titre a évolué entre un cours minimum de 9.59€ et un cours maximum de 18.09€.

Une des raisons de la performance boursière décevante réside dans la dilution considérable (multiplication presque par quatre du nombre de titres) résultant par les différentes restructurations financières. Elles peuvent être regroupées en trois étapes, indiquées dans le Tableau 1.

Tableau 1
Evolution du nombre d'actions Club Méditerranée et capitaux levés

	Nombre de titres	Capitaux levés en M€	coût unitaire €
Situation initiale en 1994	10 960 134		
Titres créés période 1994-1997	2 815 388	151.1	53.7
Titres créés période 1997-2006	5 582 483	380.0	68.1
Titres créés période 2007-2014	18 006 410	184.0	10.2
Total au 31/10/13 post conversion des OCEANE, Avec autocontrôle et avant exercice des options	37 364 415		

Les restructurations financières ont été réalisées massivement sous forme d'augmentation de capital et d'émission de dettes hybrides (OBSA, obligation convertible, OCEANE, ORANE). Les opérations de 2009, augmentation de capital et émission d'ORANE, ainsi que l'OCEANE 2015 ont permis des points d'entrée dans le capital à des niveaux très raisonnables.

3. Evolution de la structure de l'actionnariat

Préalablement à l'entrée dans le capital d'Investindustrial, l'actionnariat du Club Méditerranée a connu plusieurs évolutions.

Les actionnaires de référence historiques étaient, début 2004, le Groupe Exor (famille Agnelli), la Caisse des Dépôts et Consignations et le Groupe Rolaco.

Le désengagement d'Exor et de la Caisse des Dépôts et Consignations s'est fait par l'entrée au capital en octobre 2004 du groupe Accor. La période 2004-2006 a aussi été marquée par les achats de titre de Richelieu Finance, qui a détenu jusqu'à 26.4% du capital fin octobre 2006, avant d'être intégré au Groupe KBL début 2008. En 2006, la Caisse des Dépôts et de Gestion du Maroc a repris la moitié de la participation d'Accor. En juin 2007, la société de gestion GLG Partners a annoncé détenir 8.70% du capital. La Caisse des Dépôts et Consignations est de nouveau entrée au capital au moment de l'augmentation de capital de mai 2009.

Enfin, le Groupe Fosun est entré au capital en juin 2010 et Ardian en juillet 2011.

Tableau 2
Evolution de l'actionnariat de Club Méditerranée

Date d'entrée	Actionnaires	Principaux actionnaires de la société à chaque fin d'exercice (en % des actions de la société)										
		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
24/07/98	Exor/Ifil	23.9%										
	CDC	8.2%								5.2%	6.0%	6.0%
	Rolaco	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.5%	4.2%	5.0%	5.6%	5.6%
22/10/04	Accor		28.9%	28.9%	11.4%	6.0%	6.0%					
23/07/04	Richelieu Finance		17.0%	24.7%	26.4%	18.7%	5.8%					
29/09/06	CDG Maroc				10.0%	10.0%	10.7%	10.0%	9.2%	9.1%	7.1%	7.1%
15/06/07	GLG Partners					10.6%	11.9%	8.0%	6.9%	4.9%	1.2%	1.0%
28/06/10	Fosun								7.4%	9.7%	10.0%	9.9%
28/07/11	Ardian									9.9%	9.4%	9.4%

4. Analyse financière et stratégique

Cette analyse a déjà fait l'objet de larges commentaires dans la note de l'expert indépendant Accuracy publiée dans la note en réponse de la société à l'occasion de l'OPA initiée par Gaillon Invest. Nous rappellerons donc de manière concise notre compréhension des fondamentaux de l'entreprise.

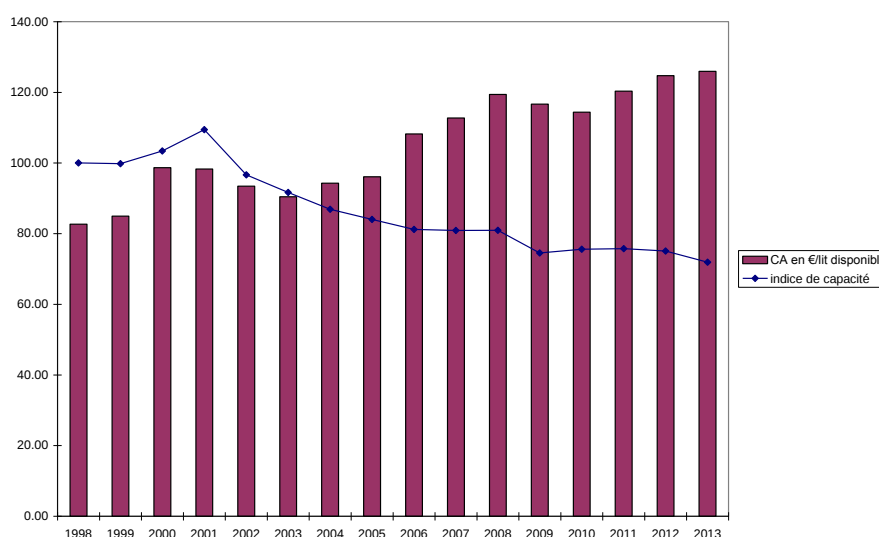
Activité

La stratégie mise en place depuis 2002 peut être illustrée par deux constatations, qui traduisent la recherche d'une optimisation de la rentabilité des capitaux employés, égale au produit de la marge d'exploitation par le taux de rotation des actifs.

La montée en gamme, mais aussi une meilleure sélectivité des villages, notamment en fonction des risques géopolitiques, se traduit par l'accroissement du chiffre d'affaires village rapporté au vrai indicateur qui est la capacité hôtelière (et non le nombre de villages). Ainsi pour un chiffre d'affaires très voisin en 2002 et en 2013, le nombre de lits disponibles à l'année a baissé de plus de 25 %.

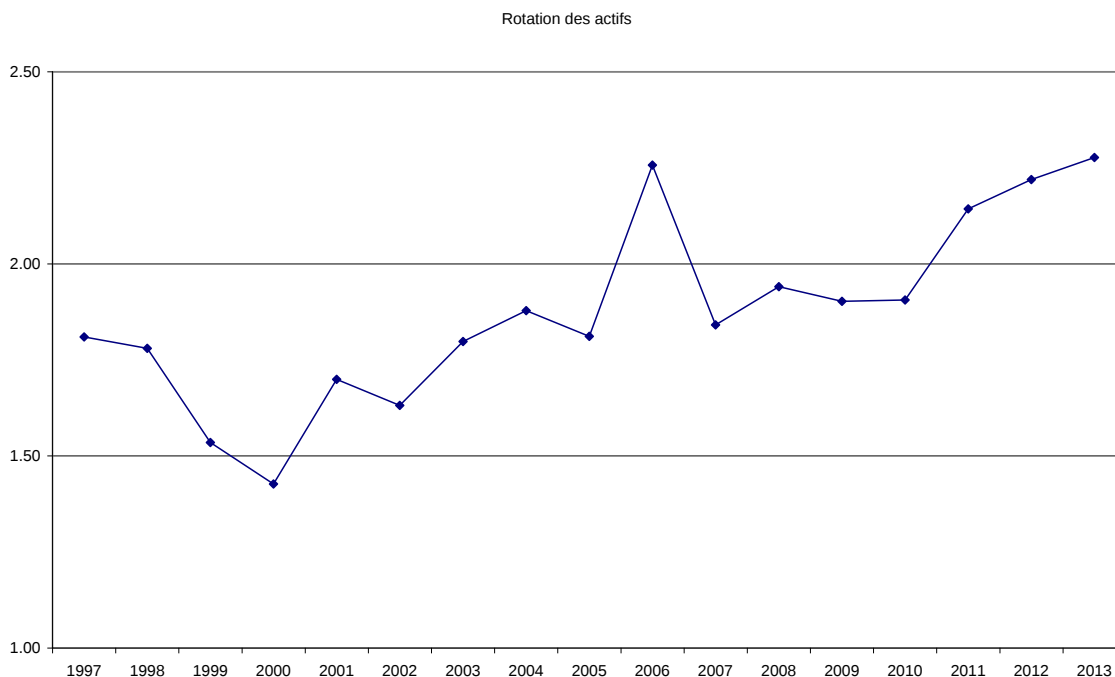
La Figure 2 qui reproduit le chiffre d'affaires en € par lit disponible et l'évolution de la capacité hôtelière (indice 100 en 1998), reflète la fin de la course au volume à partir de 2002.

Figure 2
Chiffre d'affaires par lit disponible



La contrainte financière se révélant prééminente au regard de la rentabilité de la société, le Management a par ailleurs mis en place une stratégie dite « *asset light* », combinant en fait une revue critique des investissements immobiliers et une politique qui s'apparente à une politique de franchise. L'investisseur local assure le financement et l'exploitation du village, le Club n'étant plus locataire mais vendeur et organisateur comme un tour opérateur, à la nuance près qu'il encadre la gestion et les normes à respecter de la destination. Ceci se traduit par un moindre besoin de capitaux permanents pour le même chiffre d'affaires, qui s'illustre par le calcul du coefficient de rotation des actifs. Une stratégie volume ou de diversification détériore bien sûr ce ratio, même lors d'un bon millésime comme l'an 2000.

Figure 3
Rotation des actifs



Rentabilité opérationnelle

Tableau 3
Compte de résultat simplifié de Club Méditerranée

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Chiffre d'affaires Groupe	1 590	1 679	1 410	1 494	1 360	1 353	1 423	1 459	1 408
Chiffre d'affaires Patrimoine					16	17	14	12	8
Autres chiffres d'affaires	340	321							
Chiffre d'affaires Loisirs	1 590	1 679							
Chiffre d'affaires Villages	1 250	1 358	1 410	1 494	1 344	1 336	1 409	1 447	1 400
<i>Croissance</i>		8.6%	3.8%	6.0%	-10.0%	-0.6%	5.5%	2.7%	-3.2%
Autres produits (Loisirs jusqu'en 2006, Villages ensuite)	40	41	9	8	8	13	7	9	8
Total Produits d'exploitation	1 630	1 720	1 419	1 502	1 352	1 349	1 416	1 456	1 408
Achats (Loisirs jusqu'en 2006, Villages ensuite)	721	751	574	602	514	502	545	562	537
Marge brute	909	969	845	900	838	847	871	894	871
Coûts externes (Loisirs jusqu'en 2006, Villages ensuite)	506	551	467	479	458	462	458	473	470
<i>dont loyers</i>	125	142	136	148	154	157	144	155	153
<i>autres charges externes</i>	350	377	300	300	273	276	285	286	284
<i>et impôts et taxes y compris CVAE</i>	31	32	31	31	31	29	29	32	33
Valeur ajoutée	403	418	378	421	380	385	413	421	401
Charges de personnel (Loisirs puis Villages)	306	328	295	312	280	280	290	299	288
EBITDA Loisirs	97	90							
EBITDA Villages	92	80	83	109	100	105	123	122	113
<i>Marge sur CA Villages</i>	7.4%	5.9%	5.9%	7.3%	7.4%	7.9%	8.7%	8.4%	8.1%
Dotations nettes Amts/Prov. Loisirs	72	66	58	66	64	65	65	64	63
Résultat opérationnel courant Loisirs	25	24							
Résultat opérationnel courant Villages	21	19	25	43	36	40	58	58	50
Amortissements et <i>impairments</i> Patrimoine	-4	-4	-7	3	24	8	10	4	4
Résultat opérationnel courant Patrimoine	89	40	2	-8	-29	-14	-24	-26	-22
Autre résultat opérationnel (retraité)	-33	-29	-19	-25	-27	-15	-11	-14	-16
Résultat opérationnel groupe	81	35	8	10	-20	11	23	18	12
EBITDA Groupe	149	97	59	79	68	84	98	86	79
Résultat financier	-38	-32	-24	-33	-23	-22	-16	-8	-11
Résultat courant avant impôts	43	3	-16	-23	-43	-11	7	10	1
Résultat exceptionnel avant impôts			4	35	-10				-3
Impôts totaux	36	1	-3	11	2	6	6	10	9
Résultat après impôts	7	2	-9	1	-55	-17	1	0	-11
Mise en équivalence	3	3	1	1	2	3	1	2	2
Résultat net	10	5	-8	2	-53	-14	2	2	-9
Minoritaires	1		2	1	5	2	1	1	2
Résultat net comptable part du groupe	9	5	-10	1	-58	-16	1	1	-11
Dividendes au titre de l'exercice	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Les comptes sont présentés depuis 2005 en normes IFRS et ont été ajustés, notamment de l'incidence de la CVAE (présentée ici en résultat opérationnel) qui est enregistrée en impôt sur les sociétés (IS) dans les comptes publiés, ce qui a pour effet d'augmenter artificiellement la marge opérationnelle brute et le résultat opérationnel avec en contrepartie une surestimation de l'IS.

La marge au niveau des villages a été sensiblement redressée depuis 2005. Ainsi, la marge d'EBITDA sur l'activité Villages est passée d'une moyenne de 6.6% entre 2005 et 2008 à une moyenne de 8.1% sur les cinq dernières années.

Mais le résultat reste pénalisé significativement par les coûts de restructuration, et de pertes sur les actifs (perte sur cession), de dénonciation de baux ou de perte sur installation et autres frais lors des fermetures de villages, notamment dans des contextes géopolitiques délicats.

Bilan

Tableau 4
Bilan simplifié de Club Méditerranée

Bilan	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Immobilisations incorporelles	182	182	191	85	83	86	79	80	82
<i>dont survaleur</i>	79	103	108	32	31	32	30	31	31
Immobilisations corporelles	977	859	841	919	835	847	801	803	743
Stocks	21	21	22	33	30	28	30	34	34
Créances d'exploitation	181	189	228	174	135	151	159	163	171
Actif d'exploitation	1361	1251	1282	1211	1083	1112	1069	1080	1030
Immobilisations financières	62	80	86	89	90	100	92	90	99
Trésorerie	168	257	195	197	210	198	93	77	66
Actif total	1591	1588	1563	1497	1383	1410	1254	1247	1195
<i>% act immo / actif exploitation</i>	<i>85%</i>	<i>83%</i>	<i>80%</i>	<i>83%</i>	<i>85%</i>	<i>84%</i>	<i>82%</i>	<i>82%</i>	<i>80%</i>
Fonds propres	473	459	429	435	428	452	448	460	418
Minoritaires	52	55	61	59	64	64	64	62	54
Provisions	95	92	58	54	54	56	56	51	49
Dettes financières nettes	0	230	276	276	223	194	152	130	151
Dettes financières brutes	531	487	471	473	433	392	245	207	217
Dettes d'exploitation	440	495	544	476	404	446	441	467	457
Passif total	1591	1588	1563	1497	1383	1410	1254	1247	1195
Besoin en fonds de roulement	-238	-285	-294	-269	-239	-267	-252	-270	-252
en % du CA villages	-19.0%	-21.0%	-20.9%	-18.0%	-17.8%	-20.0%	-17.9%	-18.7%	-18.0%

Dettes financière nettes y compris provisions pour avantages au personnel

Club Méditerranée a réussi à alléger de manière sensible son bilan depuis 2005, notamment avec la cession de Jet tour et Club Med Gym dont reste un crédit vendeur de 20 M€ dans les immobilisations financières ainsi qu'avec les cessions d'immobilisations. La dette nette a considérablement diminué. A fin octobre 2013 elle s'établissait à 151 m€, dont 24 M€ d'engagement de retraite et 80 M€ d'OCEANE en phase de conversion, soit 47 M€ de dettes financières. La société bénéficie d'un besoin en fond de roulement négatif (les fournisseurs financent la société, tandis que les clients paient les prestations à l'avance).

La stratégie de Club Méditerranée est maintenant constante depuis 2004 :

- Montée en gamme :
- Stratégie de « franchise » ;

- Diversification de l'exposition au risque macro-économique par la diversification des clientèles par bassin géographique (Chine vs. Europe)
- Croissance des capacités hôtelières dans les villages ;
- Accroissement du taux de vente directe ;
- Maîtrise des promotions ;
- Accroissement du taux de remplissage par une meilleure adéquation des clientèles ciblées et des destinations ;
- Revenus marginaux par les ventes sur place ou les circuits touristiques.

Tableau 5
Analyse SWOT de Club Méditerranée

Forces	Faiblesses
Destinations de qualité, sites, circuits Globalisation des clientèles et des destinations Présence dans des zones géopolitiquement moins risquées Spécialiste des sports d'Hiver <i>French touch</i> , l'original plutôt que la copie Bilan peu endetté	Rentabilité insuffisante et moyens financiers limités Concurrence accrue Sensibilité à tout incident sanitaire, climatique, géopolitique ... Risque de réputation en cas d'accident (type Gambie) Moindre flexibilité dans des stratégies de location ou de « franchise » notamment pour le contrôle des risques ou des normes de qualité Délais pour l'obtention de sites de qualité, Capacité à trouver et à convaincre les bons partenaires financiers et/ou politiques
Opportunités	Menaces
Développement des classes moyennes supérieures dans les pays émergents Gains de productivité Offre plus personnalisée et différenciée Moyen de gamme à redynamiser (3T) Développement d'activités connexes	Changement climatique (tsunami, ouragan), pérennité de la qualité des sites (type Maldives) Compatibilité des exigences d'une clientèle haut de gamme avec le modèle, capacité de répliquer le modèle avec des clientèles de culture différente Capacité à maintenir des atouts concurrentiels Limites à la hausse des tarifs, forte présence des ventes sur internet dans le secteur des voyages

Le Club Méditerranée a été affecté depuis maintenant presque vingt ans par des attermoissements stratégiques et l'impact de crises de tout ordre. Il a pâti de l'absence d'un actionnaire de référence actif et d'un

adossement financier qui aurait pu soit éviter certaines erreurs, soit accélérer les investissements nécessaires aux mutations indispensables. Une solution industrielle, comme le partenariat avorté avec Accor, semble peu probable. Un schéma de « *private equity* », comme l'attestent les deux seules offres d'achat dont la société a fait l'objet, peut en revanche lui apporter la rigueur de gestion et la flexibilité financière propres à la poursuite de son développement.

III. Paramètres utilisés pour la valorisation de l'action Club Méditerranée

1. Le plan d'affaires prévisionnel

Les travaux de valorisation d'Associés en Finance ont été menés à partir du plan d'affaires élaboré par la direction de Club Méditerranée. Ce plan d'affaires du management a également été utilisé par les banques présentatrices de l'offre de Global Resorts dans leurs travaux d'évaluation.

La démarche budgétaire au sein du groupe Club Méditerranée prévoit l'élaboration d'un plan d'affaires entre l'été et l'automne de chaque année, selon une démarche *bottom-up* qui agrège les éléments prévisionnels de chaque village. Cette démarche a ainsi abouti en octobre 2013 à la construction d'un plan d'affaires sur trois ans, soit la période 2014 à 2016.

Ce plan anticipait la continuation de la stratégie actuelle du groupe selon les principaux axes clés rappelés ci-dessous :

- Poursuite de la stratégie de montée en gamme, impliquant des investissements de rénovation / modernisation et des fermetures de villages ;
- Politique patrimoniale dite « *asset light / asset right* » impliquant des développements de nouveaux villages sous forme de location ou de contrat de management (les nouvelles capacités prévues seront à près de 90% développées sous forme de location ou de contrat de management) ;
- Poursuite de la stratégie d'internationalisation hors France de la clientèle et des implantations, avec notamment un focus particulier sur le développement en Chine (mais aussi sur d'autres pays à forte croissance attendue sur le marché du tourisme comme la Russie ou le Brésil) ;
- Actions menées pour renforcer les parts de marché sur les marchés matures (y compris la France) ;
- Poursuite de l'amélioration opérationnelle (plan d'économies d'achat, effort marketing, etc.) ;

Ce plan d'affaires aboutissait à une croissance soutenue du chiffre d'affaires (+5.4% par an, incluant une différenciation significative entre les marchés matures et les marchés en développement, portés par, mais non exclusivement, la Chine), et à une progression significative des marges : la marge d'EBITDA était attendue en progression de 2.7 points sur trois ans, et la marge d'EBIT en croissance de 2.9 points.

Toutefois, ce plan d'affaires a été amendé pour tenir compte de deux phénomènes résultant d'une situation macro-économique décevante par rapport aux anticipations initiales, comme cela avait été signalé dans le communiqué de presse du 16 mai 2014 relatif aux résultats du premier semestre :

- L'impact sur l'ensemble de l'exercice 2014 de résultats semestriels (à fin avril 2014) moins bons que prévu ;
- Les réservations pour la saison estivale, là-encore en retrait par rapport aux premières attentes.

Ces deux éléments ont conduit le management à actualiser à la baisse les anticipations sur l'exercice 2014, et à en prolonger l'impact sur les deux exercices suivants, selon une démarche moins détaillée que la méthode utilisée habituellement dans le groupe pour le processus d'élaboration budgétaire intervenant à l'automne. Les nouveaux éléments disponibles n'intègrent en particulier pas de prévision de chiffre d'affaires (mais des prévisions d'EBITDA, d'EBIT, de résultat net, de *free cash-flow*, d'investissement et de dettes). Le management a également procédé à cette occasion à une extrapolation des prévisions au-delà de l'horizon temporel habituellement retenu (3 ans) sur deux années supplémentaires (2017 et 2018)².

Ce nouveau scénario intègre les hypothèses suivantes :

- Une progression supérieure à 7% par an de l'EBITDA Villages entre 2013 et 2018 accompagnée d'une accélération au niveau du résultat opérationnel Villages (croissance supérieure à 12%) ;
- Un ralentissement des pertes résultant de l'activité « Patrimoine » et des autres éléments de résultat opérationnel (incluant les charges de restructuration) ;
- Des investissements totaux de 326 M€ sur cinq ans ;
- Une situation financière passant d'une situation de dette à une situation de trésorerie nette positive en fin de période, intégrant les éléments particuliers suivants : absence de dividendes, conversion dès 2014 de toutes les OCEANE (soit un montant total en 2014 de 80 M€), et le remboursement en 2017 du crédit vendeur accordé lors de la cession de Club Med Gym.

2. Détermination du nombre d'actions diluées

Les analyses présentées ci-après sont faites au regard du prix de l'Offre de 21 € par action. Le capital de Club Méditerranée se compose au 15 juillet 2014 de 35 345 373 actions avant éléments dilutifs, dont 208 804 titres détenus en autocontrôle³. Le nombre de titres de référence retenu pour les calculs prend en compte les éléments dilutifs suivants :

- 440 778 options de souscription existent au 15 juillet, dont le prix d'exercice est inférieur au prix d'offre.

Le Tableau 6 ci-dessous rend compte des différents plans⁴.

² Les éléments amendés ou nouvellement communiqués en juin 2014 dans la *data room* portent les intitulés de « prévision 2014 », « scénario 2015 et 2016 » et « extrapolation 2017 et 2018 », afin de les distinguer de la procédure habituelle des « plans d'affaires », en l'occurrence celui d'octobre 2013.

³ Dont il est prévu qu'ils soient apportés à l'offre de Gaillon Invest.

⁴ Y compris le plan le plus récent (plan Q) dont le point de départ d'exercice est en mars 2015. Les deux plans P et Q correspondent à des options exerçables sous condition de performance.

Tableau 6
Détail des plans d'options de souscription dont le prix d'exercice est inférieur au prix d'offre

	plan N	plan O	plan P	plan Q	Total
Prix exercice	10.73 €	11.71 €	17.32 €	16.13 €	
nombre restant au 15 juillet 2014	42 611	67 480	161 804	168 883	440 778
montant en €	457 216 €	790 191 €	2 802 445 €	2 724 083 €	6 773 935 €

- 1 933 658 OCEANE restent à convertir au 15 juillet 2014, et donneront lieu à l'attribution de 2.173 M actions en cas de conversion, le ratio actuel d'attribution s'élevant à 1.124 (cf. partie VII consacrée aux OCEANE). Un nombre important d'OCEANE a été converti en actions depuis le début du second semestre de l'exercice 2014 de Club Méditerranée, et notamment depuis l'annonce de l'offre de Global Resorts.

Le nombre de titres total retenu dans les calculs s'élève à 37 750 776 actions en hypothèse de dilution.

3. Ajustements dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Certaines parmi les méthodes de valorisation décrites ci-après (méthode de valorisation intrinsèque *DCF to firm* ou méthode des multiples) déterminent dans un premier temps une valeur d'entreprise dont sont ensuite déduits la dette et d'autres ajustements pour aboutir à la valeur des fonds propres. Associés en Finance a pris en compte les éléments suivants dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de Club Méditerranée, sur la base des comptes semestriels au 30 avril 2014 :

- Les provisions pour avantages au personnel ont été retenues à leur valeur comptable, soit +28 M€ ;
- Les dettes nettes à hauteur de +21 M€, hors OCEANE qui ont été considérées comme totalement converties, et après impact de l'hypothèse d'exercice des options de souscription « dans la monnaie », en cohérence avec le nombre de titres pris en compte en dilution (cf. ci-dessus) ;
- Les provisions pour litiges à hauteur de 14 M€⁵ ;
- Les subventions d'investissement, à hauteur de +12.5 M€⁶ ;

⁵ Les provisions pour restructurations et fermetures de sites n'ont pas donné lieu à ajustement de la valeur d'entreprise puisqu'elles correspondent à des fermetures programmées sur la durée du plan d'affaires et à ce titre sont directement prises en compte dans les flux prévisionnels. Il en est de même des provisions pour sinistres et pour responsabilité civile.

⁶ Les subventions d'investissement inscrites au bilan s'élèvent à 25 M€. Il existe actuellement un litige non provisionné dans les comptes de la société, portant sur des subventions de 12.5 M€ dont le groupe a bénéficié au titre de la Société Martiniquaise des Villages de Vacances, et qui ont été contestées par la Commission Européenne (qui en a demandé le remboursement à l'Etat français, qui en a lui-même demandé le règlement au groupe). Le groupe considère disposer d'arguments sérieux qui ont justifié la mise en œuvre d'une procédure contentieuse à l'égard de l'Etat, ce qui explique que ce litige ne soit pas provisionné dans les

- Les intérêts minoritaires, soit +53 M€ ;
- Les participations et actifs financiers pour -77 M€⁷ ;
- Un ajustement de BFR à hauteur de 10 M€ : compte tenu de la saisonnalité de l'activité et des paiements préalables à l'exécution de la prestation dont bénéficie le groupe, le BFR (qui constitue une ressource pour le groupe) est traditionnellement élevé dans les comptes semestriels à fin avril. L'ajustement pris en compte est calculé en référence au niveau moyen de BFR sur l'ensemble de l'année.

Les reports déficitaires reconnus à l'actif du bilan, soit 20 M€ au 30 avril 2014, sont calculés par le groupe sur une durée en général de 3 à 5 ans⁸ soit une durée cohérente avec celle du scénario prévisionnel et de son extrapolation. Nous considérons de ce fait que leur utilisation est indirectement intégrée dans les flux prévisionnels. Toutefois, il existe des montants significatifs de déficits reportables liés aux pertes passées enregistrées par le groupe, qui ne sont pas reconnus au bilan, et dont une partie importante peut être utilisée indéfiniment. Cet élément est examiné dans le descriptif du plan d'affaires prolongé.

Au final, l'ensemble des ajustements pris en compte pour le passage de la valeur d'entreprise de Club Méditerranée à la valeur de ses fonds propres s'élève à 63 M€ au 30 avril 2014, comme le résume le Tableau 7 ci-dessous.

Tableau 7
Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	en M€
Dette nette y compris effet de la dilution	21
Ajustements	43
<i>Intérêts minoritaires (au 30/04)</i>	53
<i>Ajustement BFR</i>	10
<i>Provisions pour retraites</i>	28
<i>Participations et actifs financiers</i>	-77
<i>Provisions</i>	16
<i>Subventions</i>	13
Total des éléments pris en compte	63

comptes. Par mesure de prudence, et au regard des frais juridiques qu'une telle procédure occasionne, nous retenons dans notre valorisation un équivalent de dette au titre de cette subvention.

⁷ Les actifs financiers sont calculés hors impact du crédit vendeur consenti à l'occasion de la vente de Club Med Gym dont le remboursement est intégré dans les flux prévisionnels, et y compris avance en compte courant vis-à-vis des sociétés mises en équivalence.

⁸ Cf. rapport annuel.

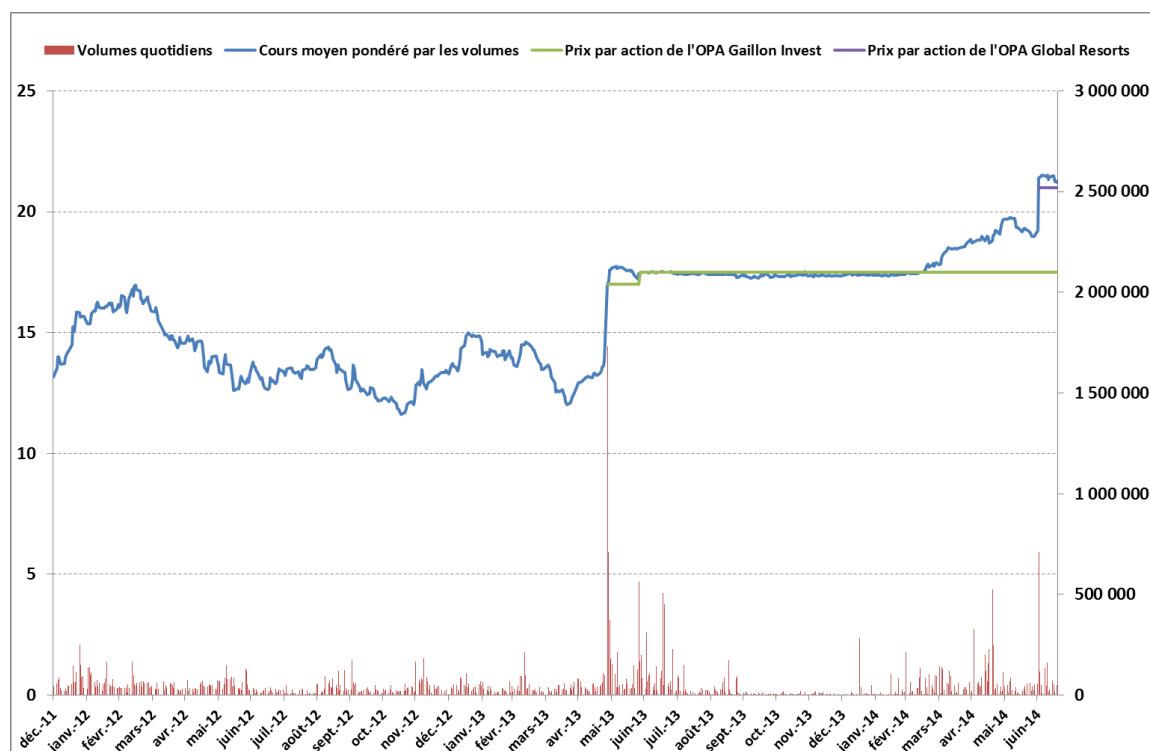
IV. Méthodes d'évaluation examinées par Associés en Finance

1. Analyse du cours de bourse

Analyse de la performance de l'action Club Méditerranée à court terme

La Figure 4 se concentre sur la période courant depuis le début de l'année 2012.

Figure 4
Evolution du cours et des volumes échangés depuis 2012

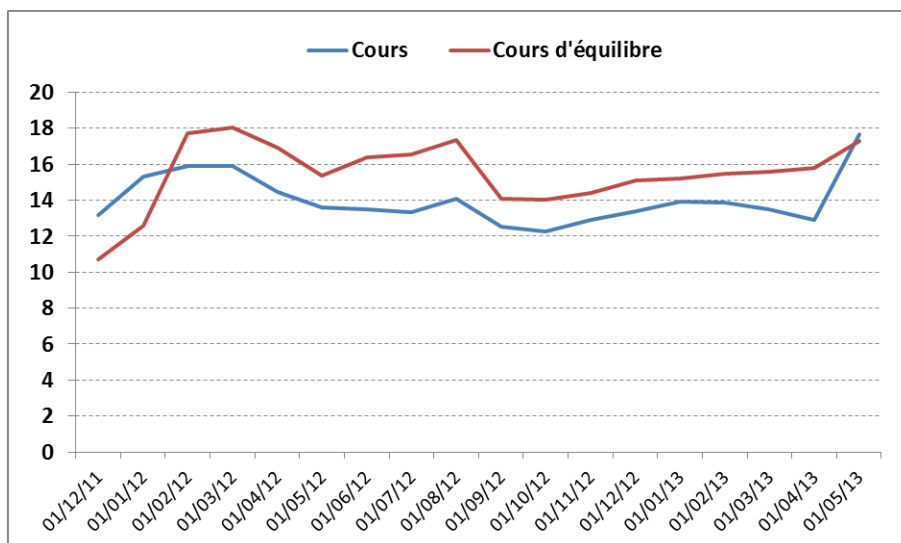


Sur cette figure, l'évolution du cours de l'action se décompose en deux périodes distinctes, la première prenant fin le 27 mai 2013 avec l'annonce de la première OPA.

Entre le 1^{er} janvier 2012 et le 24 mai 2013, avant l'annonce de l'OPA amicale initiée par AXA Private Equity et le groupe chinois Fosun, le cours de l'action Club Méditerranée a évolué entre 11.61€ et 16.98€.

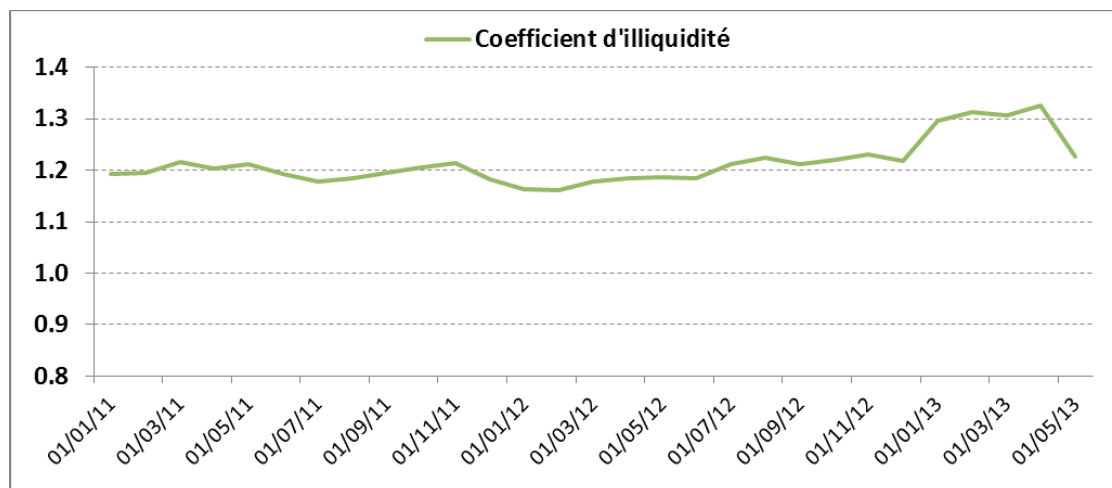
Dans le modèle TRIVAL, l'action était alors considérée comme sous-évaluée depuis le mois de février 2012, comme présenté dans la Figure 5.

Figure 5
Ecart entre le cours de l'action et le prix d'équilibre dans Trival avant l'annonce de la première OPA



La société est suivie dans le modèle TRIVAL depuis 2001 (et depuis la fin des années 1970 dans le modèle de la Droite de Marché). Son coefficient d'illiquidité, dont l'évolution est présentée dans la Figure 6, évoluait autour de 1.20 entre le début de l'année 2011 et l'annonce de l'OPA.

Figure 6
Coefficient d'illiquidité de Club Méditerranée depuis 2011



Sur le mois d'avril 2013, dernier mois non impacté par les annonces d'offres publiques sur le titre, la liquidité du titre était comparable à celle de Bénéteau, avec un volume de transactions et des montants absorbables comparables. La liquidité du titre était alors bien supérieure à celle de Compagnie des Alpes, Pierre et Vacances ou Trigano. Parmi les sociétés du tourisme suivies dans Trival, seules Accor et TUI affichaient une liquidité significativement supérieure (Tableau 8).

Tableau 8
Détail du coefficient d'illiquidité des sociétés du tourisme suivies dans Trival en avril 2013

Pays	Société	Transactions		Montants Absorbables (M€)	Flottant		Coeff. Illiquidité
		(Rang)	(M€)		(Rang)	(M€)	
FR	Club Méditerranée	437	0.44	0.24	448	183	1.32
FR	Bénéteau	436	0.44	0.23	429	283	1.26
ES	NH Hoteles	415	1.28	0.25	397	654	1.15
ES	Melia Hotels Internatio	404	1.67	0.55	439	229	1.25
FR	Compagnie des Alpes	460	0.12	0.06	454	133	1.47
FR	Pierre et Vacances	471	0.06	0.03	467	61	1.73
FR	Trigano	470	0.06	0.02	461	89	1.66
FR	Accor	222	26.50	10.50	236	4 318	0.85
DE	TUI	345	5.93	2.59	358	1 117	0.99

Les cours cotés de l'action avant l'annonce de l'OPA initiée par AXA Private Equity et le groupe chinois Fosun étaient donc représentatifs car reflétant de véritables échanges sur un titre dont la liquidité était correcte.

Rappel des différentes étapes des deux offres

Le 27 mai 2013, Axa Private Equity et le groupe chinois Fosun annoncent le lancement d'une OPA amicale sur la société, avec le soutien du management, via une entité *ad hoc* baptisée « Gaillon Invest ». Le prix proposé de 17€ par action offre alors une prime de +22.4% par rapport au dernier cours coté et de +27% par rapport à la moyenne des cours sur trois mois. Le cours de bourse s'est alors rapidement installé à un niveau supérieur au prix d'offre, évoluant dès le mois de juin 2013 à un cours compris entre 17.25€ et 17.75€. Le 25 juin 2013, le conseil d'administration de la société a approuvé le projet d'OPA, sur la base d'un prix d'offre relevé à 17.50€.

Le 25 juillet 2013, l'association de défense des actionnaires minoritaires (entre autres intervenants) décide de déposer un recours contre la décision de conformité de l'AMF le 15 juillet 2013 sur cette offre publique d'achat. Le 23 août 2013, l'AMF proroge l'OPA de Gaillon Invest jusqu'à la décision de la cour d'appel de Paris.

Pendant environ neuf mois, du 25 juin 2013 au 12 mars 2014, le cours de l'action s'est alors stabilisé à un niveau légèrement inférieur au prix proposé, oscillant entre 17.25€ et 17.52€.

Dès le 12 mars 2014, avant même que la Cour d'appel de Paris ne se soit prononcée sur le recours déposé contre l'OPA de Gaillon Invest, Strategic Holdings, véhicule lié à la holding de la famille Bonomi, commence à acquérir des actions Club Méditerranée sur le marché et hors marché, directement ou indirectement, à un prix compris entre 17.46€ et 19.13€ par action.

Le 2 avril 2014, Strategic Holdings annonce à l'AMF le franchissement du seuil de 1% du capital et des droits de vote de la société. Le 29 avril 2014, la cour d'appel de Paris rejette les recours contre l'OPA. L'AMF décide alors de proroger l'OPA jusqu'au 23 mai 2014. Durant cette période, Strategic Holdings poursuivait ses achats d'actions sur le marché jusqu'au 22 mai 2014. Le 20 mai 2014, il annonce être devenu le premier actionnaire du Club Méditerranée avec 10.07% du capital. Le 23 mai 2014, suite aux interventions de Strategic Holdings, l'AMF décide de proroger l'offre Gaillon jusqu'au 6 juin 2014 et donne à Strategic Holdings jusqu'au 26 mai 2014 pour clarifier ses intentions. Le 26 mai 2014, Strategic Holdings annonce à l'AMF ne pas exclure de lancer une contre-offre. Le cours franchit alors 19.50€. Le 27 mai 2014, l'AMF donne à Strategic Holdings jusqu'au 30 juin 2014 pour lancer une OPA et décide de proroger l'offre Gaillon jusqu'à nouvel ordre.

Le 30 juin 2014, suite aux demandes de l'AMF, Investindustrial annonce une contre-OPA sur la société, via une nouvelle entité *ad hoc* « Global Resorts ». Le prix proposé de 21€ par action offre alors une prime de +10.6% par rapport au cours coté le 27 juin, et de +10.8% par rapport à la moyenne des cours sur trois mois. L'offre de Gaillon Invest est prorogée jusqu'à publication du calendrier définitif.

Depuis cette date, le cours de l'action évolue entre 21.20€ et 21.52€, le marché semblant ainsi spéculer sur une éventuelle surenchère de la part de Gaillon Invest ou un rehaussement de l'offre de Global Resorts.

2. Les méthodes écartées

a. Méthode de l'Actif net comptable

L'évaluation par la valeur comptable des capitaux propres est une méthode patrimoniale basée sur une logique de coûts historiques et ne rend que partiellement compte du potentiel de croissance futur de l'entreprise. A titre indicatif, l'Actif net comptable du groupe Club Méditerranée au 30 avril 2014, y compris l'effet de l'hypothèse de conversion des OCEANE, s'établit à 13.4 € par action sous hypothèse de dilution liée aux OCEANE et aux options « dans la monnaie »⁹.

b. Méthode de l'Actif net réévalué

La méthode de l'Actif net réévalué permet de calculer une valeur théorique des capitaux propres en procédant à une revalorisation des actifs et passifs en valeur de marché. Cette méthode est particulièrement pertinente pour des sociétés holdings qui ne possèdent pas d'activité opérationnelle propre, ce qui n'est évidemment pas le cas de Club Méditerranée. La revalorisation des actifs est dans le cas présent captée par l'application des méthodes de valorisation par les flux futurs actualisés, utilisées par ailleurs.

Il convient en particulier de noter à ce sujet que la méthode des flux prévisionnels actualisés (cf. partie IV-3-b) constitue la méthode la plus pertinente pour capter la valeur :

- Des actifs immatériels tels que la marque « Club Méditerranée » : de manière générale, les marques n'ont de valeur que par rapport à leur monétisation possible, et n'ont de valeur intrinsèque que s'il est possible de les exploiter commercialement séparément des actifs corporels ou des savoir-faire développés par les équipes des groupes auxquelles ces marques sont attachées (sous la forme par exemple de *royalties* d'exploitation de licences). Dans le cas présent, rien n'indique que la marque Club Méditerranée pourrait être utilisée indépendamment de l'exploitation des villages. L'exploitation de la marque « Club Méditerranée » et donc sa valorisation sont captées par le biais des flux prévisionnels ressortant du plan d'affaires, notamment par le biais du développement des contrats de management. Il en est ainsi en Chine où il est prévu à partir de

⁹ Ce calcul intègre l'impact en fonds propres et en nombre de titres de la conversion des OCEANE en actions (en tenant compte du ratio d'attribution actuel de 1.124) et de l'exercice des options dont le prix d'exercice est inférieur au prix d'offre actuel (y compris les options liées au plan Q exerçables à partir de mars 2015).

2016 l'ouverture d'un « resort » destiné à la clientèle chinoise à hauts revenus, sous la marque « by Club Med », développé en contrat de management.

- Des actifs immobiliers : les expertises immobilières¹⁰ mises à disposition dans le cadre de la « data room » montrent que les travaux d'évaluation réalisés par les experts immobiliers tiennent compte à la fois du fonds de commerce et de la valeur immobilière. Ces travaux reposent sur la prise en compte des flux prévisionnels village par village tels qu'ils ont été communiqués par le groupe. Autrement dit, la valeur des actifs immobiliers est reflétée par les flux qu'ils devraient générer, eux-mêmes agrégés dans les prévisions sur l'ensemble du groupe présentées par le management.

Notons enfin sur le sujet de la valorisation des actifs immatériels ou des actifs immobiliers que, depuis cinq ans, la capitalisation boursière de Club Méditerranée était inférieure à ses fonds propres comptables (jusqu'à l'offre de Gaillon Invest), ce qui indique que, au-delà des effets de variation des cours sur les marchés, les investisseurs n'intègrent pas de revalorisation de ces actifs par rapport à leur valeur comptable.

c. Valorisation par les dividendes

Cette approche par l'actualisation des seuls dividendes n'est pas pertinente puisque la société Club Méditerranée n'a pas distribué de dividendes depuis son exercice 2000. Cette méthode est remplacée par une méthode d'actualisation de flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires sous contrainte d'endettement décrite pages 25 et suivantes (*DCF to equity*).

d. Suivi de la société par les analystes financiers et objectifs de cours

Les objectifs de cours des analystes financiers ne représentent pas en tant que tels des méthodes d'évaluation, mais davantage des opinions (surtout sur un titre faisant l'objet d'une OPA depuis plus d'un an). Les dernières informations collectées via la base de données Bloomberg sont toutefois indiquées dans le Tableau 9, pour les analystes ayant communiqué des informations à ce sujet post annonce de la présente offre. Le Tableau 10 reprend les principaux commentaires des analystes inclus dans leurs études.

Tableau 9
Opinion des analystes sur le titre Club Méditerranée

Analyste	Recommandation		Prix Cible	
	(Avant l'annonce)	(Après)	(Avant l'annonce)	(Après)
Oddo & Cie	Accepter l'offre	Accepter l'offre	17.50 €	17.50 €
Gilbert Dupont	-	Conserver	-	21.00 €
Kepler Cheuvreux	Conserver	Accepter l'offre	20.00 €	21.00 €
Exane BNP Paribas	Neutre	Neutre	17.00 €	17.00 €

¹⁰ Ces expertises datent de 2012

Tableau 10
Commentaires des analystes post offre annoncée par Global Resorts

	Analyses <i>post</i> offre
Oddo & Cie	Une fourchette de valorisation comprise entre 16 et 27 euros. Sur-enchère envisageable mais peu probable compte tenu de la volatilité du secteur, il faut apporter les titres.
Gilbert Dupont	En attente d'un lancement formel ou d'une contre-offre de la part d'Ardian-Fosun. Une offre attractive dans un contexte sectoriel compliqué.
Kepler Cheuvreux	Accepter l'offre, mais le cas d'une contre-offre ne doit pas être écarté.
Exane BNP Paribas	Attendre la clôture des différentes offres pour apporter les titres, mais les apporter. Une offre au-delà de 17 euros reste une bonne porte de sortie compte tenu du marché du tourisme actuel et de la faible visibilité sur les capacités de développement du Club Med. Il est difficile d'imaginer une valeur dépassant les 21 euros par action.

3. Les méthodes retenues

Associés en Finance présente les résultats des méthodes suivantes de valorisation :

- valorisation intrinsèque par méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles sur la base du plan d'affaires de la société prolongé sur le long terme selon les méthodes utilisées habituellement par Associés en Finance dans son modèle de valorisation Trival (cette méthode a été déclinée selon deux axes : *DCF to firm* et *DCF to equity*, cf. ci-dessous) ;
- valorisation intrinsèque par méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles selon une simulation alternative sur les flux à moyen terme, à **titre indicatif** ;
- méthode analogique des multiples ;
- méthode des transactions, à titre d'information ;
- à titre d'information, prix moyen d'acquisition des titres Club Méditerranée par Global Resorts.

a. Méthodologie de valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels : *DCF to firm* et *DCF to equity*

En tenant compte des éléments prévisionnels communiqués par le management de Club Méditerranée sur les prochaines années, Club Méditerranée a été modélisé selon les principes utilisés de manière indépendante par Associés en Finance pour la mise en œuvre de son modèle de valorisation Trival, qui couvre 500 sociétés cotées.

Le modèle Trival est utilisé selon deux modes opératoires, à partir des mêmes prévisions élaborées par l'équipe interne d'analystes financiers d'Associés en Finance : un modèle de valorisation « *DCF to equity* », qui prend en compte des prévisions de flux disponibles pour les actionnaires après intégration de contraintes d'endettement, qui aboutit à la détermination de la valeur des fonds propres, et un modèle de valorisation « *DCF to firm* » qui intègre les mêmes flux prévisionnels, avant prise en compte des éléments financiers, et qui aboutit à la détermination d'une valeur d'entreprise.

Ces deux modèles de valorisation, *DCF to equity* et *DCF to firm*, sont liés à l'autre par l'utilisation des mêmes flux prévisionnels et des mêmes méthodologies d'estimation des risques opérationnels. Ils ne divergent l'un de l'autre que par l'exploitation des données qui en est faite, le premier aboutissant à la détermination directe d'un coût des fonds propres, le second à la détermination directe d'un coût moyen pondéré des capitaux, sous hypothèse de neutralité de la structure financière sur la valorisation (cf. la description du modèle Trival en annexe 1). Les primes de marché qui résultent de ces calculs sont diffusées par Associés en Finance auprès de ses clients indépendamment et préalablement à la présente mission d'expertise. De même, il convient de rappeler que le titre Club Méditerranée est suivi par Associés en Finance dans ses modèles de valorisation depuis plus de trente ans, les éléments de calcul du coût des fonds propres et du coût moyen pondéré des capitaux utilisés ci-dessous résultent donc de ce suivi préalable.

b. Valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels

i. Coût moyen pondéré des capitaux dans la méthode *DCF to firm*

La méthode directe d'estimation du coût moyen pondéré des capitaux, utilisée par Associés en Finance dans son modèle de *DCF to firm* (ou encore « plan WACC », cf. annexe), décompose le coût moyen des capitaux en fonction du risque opérationnel de l'entité et de la taille de ses actifs.

Le risque opérationnel de Club Méditerranée résulte des éléments suivants :

- le risque de prévision retenu est de 5, soit un risque médian, sur une échelle croissante de risque de 1 à 9. Cette note est le résultat de l'analyse présentée en Partie II-4.
- le risque financier est neutralisé ;
- le risque sectoriel s'élève à 0.98, sur la base du bêta boursier sectoriel de l'indice Eurostoxx « *Travel & Leisure* ».

Le risque relatif opérationnel de Club Méditerranée s'établit sur ces bases à 0.996 au 18 juillet 2014.

Le coefficient de taille en valeur de marché s'établit à 1.32 sur la base de la valeur d'entreprise, intégrant la capitalisation boursière au prix d'offre.

Paramètres de marché

Les paramètres de marché du modèle « plan WACC » d'Associés en Finance, calculé sur l'ensemble des valeurs suivies (soit un échantillon de 500 sociétés, y compris sociétés hors zone euro) font apparaître en moyenne sur les trois derniers mois :

- une prime de risque opérationnel de 4.69% ;
- une prime de taille de 2.99% ;
- une ordonnée à l'origine de -0.91%.

Coût moyen pondéré des capitaux

Après application des coefficients propres au titre Club Méditerranée aux paramètres de marché ci-dessus indiqués, le taux d'actualisation se décompose en :

- une prime de risque spécifique de $4.69\% \times 0.996$ soit 4.68% ;
- une prime de taille spécifique de $2.99\% \times 1.32$ soit 3.93% ;
- une ordonnée à l'origine de -0.91% .

Calculé sur la base des primes moyennes constatées sur les trois derniers mois, le coût moyen pondéré des capitaux après impôt obtenu par Associés en Finance s'élève à 7.70% pour Club Méditerranée (soit $4.68\% + 3.93\% - 0.91\%$).

Remarque : A titre d'information, le taux WACC après impôt utilisé en interne par la société Club Méditerranée pour effectuer ses tests d'impairment était de 8.1% au 30 octobre 2012 et au 30 octobre 2013.

ii. Coût des fonds propres dans la méthode DCF to equity

Le coût des fonds propres qui résulte des calculs d'Associés en Finance dans son modèle de DCF to equity (ou encore « modèle Trival », cf. annexe) prend en compte pour chaque société l'effet du risque et de la liquidité du titre en bourse.

Sur la base des mêmes paramètres que ceux décrits précédemment (risque de prévision de 5, bêta sectoriel « Travel & Leisure ») et en retenant un levier normatif de $10\%^{11}$, soit une note de risque financier de 3 (sur une échelle croissante de 1 à 5), le risque relatif du titre Club Méditerranée s'établit à 0.996 au 18 juillet 2014. Son coefficient d'illiquidité en bourse¹² est de 1.18 à la même date.

Paramètres de marché

Les paramètres de marché du modèle Trival permettent d'aboutir au coût des fonds propres après impôt. Ils s'établissent en moyenne sur les trois derniers mois (arrêtés au 18 juillet) aux niveaux suivants :

- Prime de risque au sein du marché actions : 4.98% ;
- Prime d'illiquidité au sein du marché actions : 1.87% ;
- Ordonnée à l'origine : 0.92% .

Coût des fonds propres après impôt

Après application des coefficients propres au titre Club Méditerranée aux paramètres de marché ci-dessus indiqués, le taux d'actualisation se décompose en :

¹¹ Gearing calculé sur le ratio dettes nettes / fonds propres comptables. Ce levier normatif est utilisé pour Club Méditerranée dans le modèle Trival indépendamment des présents travaux de valorisation.

¹² Le coefficient d'illiquidité est calculé à partir de deux éléments : la part flottante de la capitalisation boursière et les montants absorbables (montants échangeables quotidiennement à l'intérieur d'une fourchette de variation de cours de 1%, calculés sur des données constatées de transactions boursières).

- une prime de risque spécifique de $4.98\% \times 0.996$ soit 4.96% ;
- une prime de taille spécifique de $1.87\% \times 1.18$ soit 2.20% ;
- une ordonnée à l'origine de 0.92% .

Calculé sur la base des primes moyennes constatées sur les trois derniers mois, le taux des fonds propres obtenu par Associés en Finance s'établit à 8.08% .

c. Méthode intrinsèque : valorisation de Club Méditerranée sur la base du plan d'affaires du groupe, et d'une modélisation prolongée au-delà de l'horizon du plan d'affaires

Au-delà de l'horizon du scénario 2015 / 2016 et de l'extrapolation 2017 / 2018 présentés par le groupe, Associés en Finance a bâti sa valorisation sur une modélisation prolongée à long terme des flux de trésorerie disponibles, selon les principes utilisés de manière indépendante par Associés en Finance pour la mise en œuvre du modèle Trival. Les éléments retenus au-delà de 2018 ont été estimés en tenant compte d'une prolongation, en début de période de modélisation, des effets positifs attendus du plan de développement du groupe (développement de l'activité dans les pays à forte croissance, notamment la Chine, et impact favorable sur la croissance des agrégats opérationnels de la poursuite de la montée en gamme et de la stratégie « *asset light* »). Les hypothèses suivantes ont été retenues :

- Une croissance moyenne du chiffre d'affaires de 2.4% par an (mais variable selon les années et en décroissance au fur et à mesure de l'avancée du temps) ;
- Une marge d'EBITDA Villages moyenne de 9% entre 2019 et 2033, et de 7.7% entre 2034 et 2048, pour s'établir à 7% en fin de modélisation ; ce niveau, qui tient compte de la croissance de l'EBITDA sur la durée du plan d'affaires, se compare à une marge moyenne d'EBITDA Villages de 7.4% entre 2005 et 2013 et de 8.1% entre 2009 et 2013¹³ ;
- Une extinction des activités liées aux arbitrages de patrimoine (« résultat opérationnel patrimoine » actuellement négatif) ;
- Une prise en compte de charges de restructuration récurrentes représentant 0.5% du chiffre d'affaires, qui intègrent l'impact des imprévus non diversifiables ;
- Les investissements sont supposés amortis sur 15 ans ;
- Les investissements représentent en moyenne 3.9% du CA, un niveau cohérent avec les investissements constatés sur les cinq dernières années.

S'y ajoutent pour la mise en œuvre du modèle d'actualisation des flux disponibles pour les actionnaires (« *DCF to equity* ») les hypothèses suivantes :

¹³ Après impact du retraitement de la CVAE.

- Un taux d'intérêt sur la dette de 4.5% avant impôt, niveau cohérent avec le coût de la dette du groupe en 2013 (5.6% hors impact IFRS) et avec la conversion de l'OCEANE (dont le coupon est de 6.11%)¹⁴ ;
- Le retour à paiement de dividendes à compter de 2016, rendu possible par la génération de *cash-flows* dans le cadre du scénario du management, et l'effet positif sur la dette de la conversion des OCEANE et du remboursement du crédit vendeur attaché à Club Med Gym ;
- Une montée progressive des dividendes jusqu'à atteindre une hypothèse d'endettement net maximal représentant 10% des fonds propres à partir de 2021, soit le niveau retenu dans le modèle Trival pour le titre Club Méditerranée (et cohérent avec le niveau de risque financier pris en compte).

Impact des reports déficitaires et taux d'impôt

Comme indiqué précédemment, il existe des montants significatifs de déficits reportables liés aux pertes passées enregistrées par le groupe, qui ne sont pas reconnus au bilan compte tenu de leur caractère non récupérable à court terme¹⁵. Toutefois, une partie importante des déficits peut être utilisée indéfiniment (dont plus de 40% sur la France), et doit donc entrer en ligne de compte dans un processus de valorisation basée sur des prévisions de long terme. Leur caractère récupérable ou non demeure bien entendu lié à la possibilité de réaliser des bénéfices fiscaux dans les zones concernées à hauteur des montants disponibles, et revêt donc un caractère incertain, d'autant plus qu'il est soumis à des aléas règlementaires. C'est la raison pour laquelle nous présentons les résultats des valorisations en incluant ou non l'impact de ces reports déficitaires sur les flux prévisionnels au-delà de l'horizon des prévisions élaborées par le groupe, et en intégrant uniquement les déficits reportables sur le périmètre fiscal français.

Le taux d'impôt retenu pour les calculs (avant effet de l'utilisation progressive des déficits reportables) s'élève à 34.4% entre 2019 et 2024 puis à 30% au-delà, dans un souci de cohérence avec les taux d'impôt constatés dans les principaux pays dans le monde¹⁶.

Les flux prévisionnels ainsi déterminés ont ensuite été actualisés aux taux indiqués ci-dessus dans le paragraphe *Valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels* pages 26 et suivantes. Sur la base de cette analyse et après retraitements indiqués précédemment pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, nos travaux aboutissent aux résultats présentés dans le Tableau 11.

¹⁴ Ce coût de 4.5% est également cohérent avec les contrats de crédits qui ont été négociés par Global Resorts pour le refinancement des crédits Club Méditerranée actuels : ils comprennent un crédit de refinancement et un crédit renouvelable à Euribor+4%, et un crédit à terme à 4.75%.

¹⁵ A fin octobre 2013, 21 M€ étaient reconnus au bilan au titre des reports déficitaires, mais 197 M€ d'actifs potentiels d'impôts n'étaient pas reconnus.

¹⁶ Par ailleurs, le gouvernement français a annoncé vouloir réduire le taux d'impôt sur les sociétés à 28% à partir de 2020.

Tableau 11
Valorisation intrinsèque de Club Méditerranée sur la base du plan d'affaires prolongé

Valorisation par action	Méthode <i>DCF to firm</i>	Méthode <i>DCF to equity</i>
Hors intégration de l'effet des reports déficitaires (France)	21.71 €	19.58 €
Avec intégration de l'effet des reports déficitaires (France)	22.80 €	20.56 €

d. Sensibilités de la valorisation de Club Méditerranée par la méthode de valorisation intrinsèque des flux de trésorerie

Le Tableau 12 (hors impact des reports déficitaires – France) et le Tableau 13 (avec impact des reports déficitaires – France) synthétisent la valeur de Club Méditerranée obtenue par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles sur la base du plan d'affaires prolongé par Associés en Finance. La fourchette de sensibilité au taux d'actualisation correspond à la prise en compte des données de marché *spot* au 18 juillet 2014 et des données de marché calculées en moyenne sur six mois.

Tableau 12
Sensibilité au taux d'actualisation de la valorisation de Club Méditerranée sur la base du plan d'affaires prolongé (hors impact des reports déficitaires – France)

Valorisation par action (hors impact des reports déficitaires - France)	Méthode <i>DCF to firm</i>	Méthode <i>DCF to equity</i>
Paramètre de marché spot	21.55 €	19.22 €
Moyenne des primes sur trois mois	21.71 €	19.58 €
Moyenne des primes sur six mois	21.33 €	19.13 €

Tableau 13
Sensibilité au taux d'actualisation de la valorisation de Club Méditerranée sur la base du plan d'affaires prolongé (avec impact des reports déficitaires – France)

Valorisation par action (y compris l'impact des reports déficitaires - France)	Méthode <i>DCF to firm</i>	Méthode <i>DCF to equity</i>
Paramètre de marché spot	22.64 €	20.19 €
Moyenne des primes sur trois mois	22.80 €	20.56 €
Moyenne des primes sur six mois	22.40 €	20.11 €

La fourchette de sensibilité indiquée dans le Tableau 14 et le Tableau 15 correspond à la prise en compte d'un taux de croissance modifié en hausse de +0.5% ou en baisse de -0.5% (avec et sans impact des reports déficitaires).

Tableau 14
Sensibilité au taux de croissance de la valorisation sur la base du plan d'affaires prolongé (hors impact des reports déficitaires – France)

Valorisation par action (hors impact des reports déficitaires - France)	Méthode <i>DCF to firm</i>	Méthode <i>DCF to equity</i>
Croissance +0.5%	22.96 €	20.67 €
Taux de croissance central	21.71 €	19.58 €
Croissance -0.5%	20.57 €	18.57 €

Tableau 15
Sensibilité au taux de croissance de la valorisation sur la base du plan d'affaires prolongé (avec impact des reports déficitaires – France)

Valorisation par action (y compris l'impact des reports déficitaires - France)	Méthode <i>DCF to firm</i>	Méthode <i>DCF to equity</i>
Croissance +0.5%	24.06 €	21.67 €
Taux de croissance central	22.80 €	20.56 €
Croissance -0.5%	21.64 €	19.55 €

En définitive, la valorisation de Club Méditerranée sur la base du plan d'affaires prolongé par Associés en Finance s'établit en valeur centrale, hors impact des déficits fiscaux, entre 19.58 € et 21.71 € par action, soit en moyenne 20.64 €, et dans une fourchette de 18.57 € à 22.96 € en faisant varier le taux de croissance ou le taux d'actualisation. En prenant en compte l'impact des déficits fiscaux sur la France, la valeur centrale s'établit entre 20.56 € et 22.80 €, soit une moyenne de 21.68 €, dans une fourchette de 19.55 € à 24.06 €.

e. Valorisation sur la base d'un scénario simulé à titre indicatif

L'initiateur de l'offre actuelle, Global Resorts, a confirmé ne pas avoir élaboré de plan d'affaires alternatif par rapport à celui du management de Club Méditerranée, faute d'avoir disposé du temps nécessaire pour ce faire. Global Resorts a indiqué partager et soutenir la vision stratégique initiée par le management du groupe, et par là-même les éléments chiffrés communiqués par Club Méditerranée. Certains éléments de différenciation existent toutefois entre les axes stratégiques mis en avant par Global Resorts et par la direction du Club Méditerranée. Ils tiennent par exemple à la politique de développement international (intégrant les perspectives de croissance en Chine, mais aussi sur d'autres pays à fort potentiel de croissance), l'attention portée aux villages 3 Tridents, qui

pèsent actuellement sur la rentabilité globale du groupe et pour lesquels Investindustrial estime qu'une redynamisation est possible, ou encore l'optimisation des canaux de distribution. Ces pistes d'amélioration de la performance sur certains éléments précis ne peuvent s'envisager qu'en accroissant les investissements (l'initiateur de l'offre envisageant des investissements complémentaires à hauteur de 150 M€ jusqu'en 2018). Par ailleurs, ces éléments positifs doivent être mis en balance avec les risques intrinsèques du plan d'affaires actuel, révisé plusieurs fois à la baisse.

L'absence de plan d'affaires spécifique soutenant l'offre de Global Resorts nous conduit à présenter **à titre purement indicatif** un scénario simulé afin de mesurer la sensibilité de la valorisation à des perspectives différentes de celles actuellement intégrées. Dans cette optique, nous présentons ci-après les résultats d'un scénario¹⁷ qui intégrerait :

- La prévision actuelle du management sur l'exercice 2014 et ses conséquences en termes de *free cash flow* et de dette ;
- Les prévisions à moyen terme du plan d'affaires d'octobre 2014 du groupe (c'est-à-dire avant sa révision à la baisse en juin 2014), pour refléter l'hypothèse d'une meilleure situation macro-économique ;
- Une extrapolation en 2017 et 2018 prolongeant les tendances estimées par le management pour ces deux années, mais inflatées en fonction du surplus d'EBITDA 2016 résultant de la différence entre le plan d'octobre 2014 et les estimations actuelles. Ce scénario correspondrait à une marge d'EBITDA Villages de 10% en 2018 ;
- La prise en compte d'investissements supplémentaires à hauteur de 50 M€ par an entre 2017 et 2019 ;
- Une hausse du levier normatif (endettement / capitaux propres), passant de 10% à 30% à partir de 2021, avec pour conséquence une dégradation de la note de risque financier attachée à la société (passant de 3 à 4), et corrélativement une hausse du coût de la dette, passant à 4.95%, soit le taux moyen sur la dette pour les sociétés du modèle Trival présentant une note de risque financier de 4 ;
- Les investissements supplémentaires sont supposés porter des effets positifs trois ans après leur mise en place. La rentabilité nécessaire sur ces investissements supplémentaires a été estimée afin qu'ils aboutissent à une rentabilité pour l'actionnaire équivalente au coût des fonds propres (post effet de l'endettement). Dans ces conditions, il faut supposer une rentabilité de ces capitaux investis de l'ordre de 23% avant impôt.
- Les autres hypothèses de flux décrites précédemment ont été laissées inchangées (croissance du chiffre d'affaires hors impact des investissements supplémentaires, marges d'EBITDA sur les activités « traditionnelles », charges de restructuration, niveau des amortissements, taux d'impôt et mode de prise en compte des reports déficitaires).

En revanche, la concrétisation d'un tel scénario reste très hypothétique. Il suppose notamment sur les investissements supplémentaires l'atteinte d'une rentabilité économique nettement supérieure aux anticipations actuelles sur le secteur : la moyenne de la rentabilité avant impôt des capitaux investis calculée

¹⁷ Ce scénario n'est en aucun cas le reflet des intentions de InvestIndustrial / Global Resort.

à l'horizon 2019 sur les sociétés suivies dans le secteur « Loisirs / Tourisme » s'élève actuellement dans Trival à 15.4%. A ce titre, outre l'effet déjà décrit de hausse du risque financier lié à la prise en compte d'un levier plus élevé, un tel scénario s'accompagne aussi d'une hausse du risque de prévision, passant d'une note 5 à 6. Ces deux éléments combinés aboutissent à une hausse du risque relatif de Club Méditerranée (dans le cadre du modèle *DCF to equity*) de 1 à 1.38 (avec l'accroissement du coût des fonds propres). Les résultats de cette valorisation indicative, qui inclut donc tant des flux plus élevés qu'un risque et un taux d'actualisation plus élevés, sont résumés dans le Tableau 16.

Tableau 16
Valorisation de Club Méditerranée sur la base d'un scénario à titre indicatif

Valorisation indicative par action / Plan simulé	Méthode <i>DCF to firm</i>	Méthode <i>DCF to equity</i>
Hors intégration de l'effet des reports déficitaires (France)	22.00 €	20.42 €
Avec intégration de l'effet des reports déficitaires (France)	23.11 €	21.40 €

Nous ne présentons pas de sensibilité de cette valorisation au taux d'actualisation ou au taux de croissance, dans la mesure où elle ne revêt qu'un caractère strictement indicatif. Un tel scénario ne modifie pas significativement la valorisation (impact inférieur à +3% par rapport à la valorisation issue du plan d'affaires prolongé).

f. Méthode analogique des multiples

La méthode analogique consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples constatés sur des sociétés cotées du même secteur ou présentant des caractéristiques opérationnelles proches, et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants pour la société étudiée.

La pertinence de la méthode analogique est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de groupes similaires en termes de secteur d'activité, de taille et de rentabilité, mais aussi à la stabilité et à la régularité des niveaux de marges et de croissance sur l'horizon de mise en œuvre de ce type de méthode (en général prévisions à deux ou trois ans).

Il n'existe pas de société cotée qui présente les mêmes caractéristiques d'activité que Club Méditerranée (séjours principalement de vacances en complexes hôteliers intégrés, avec des prestations *all inclusive*). De ce fait, les sociétés prises en compte pour l'application de cette méthode ont été principalement recherchées dans le secteur Tourisme / Loisirs.

Les groupes cotés dans le secteur peuvent être regroupés en trois grandes catégories : les acteurs dans le domaine des services (tour-opérateurs), les groupes hôteliers, et les croisiéristes. Ces différents groupes se distinguent par leur niveau de marges, leur intensité capitalistique (détenon ou non d'actifs hôteliers ou de bateaux dans le cas des croisiéristes), leurs perspectives de croissance, et la répartition géographique de leur activité.

Aucune des sous-catégories ne répond complètement aux perspectives et agrégats extériorisés par Club Méditerranée : les tour-opérateurs extériorisent des niveaux de marge faibles, mais avec une rotation des capitaux élevée ; les groupes hôteliers présentent des profils variés en terme de segmentation de clientèle et de typologie de séjours (séjours d'affaires ou séjours de vacances) et affichent des marges sensiblement plus élevées en moyenne que celles du Club Méditerranée. Enfin les croisiéristes, qui se positionnent a priori comme Club Méditerranée sur une clientèle haut de gamme et sur le segment « vacances », extériorisent des marges d'EBITDA au-delà de 20%, niveau très supérieur à celles de Club Méditerranée. De plus, les croisiéristes bénéficient d'un taux d'impôt quasi inexistant, ce qui induit des distorsions dans les multiples auxquels ces sociétés sont valorisées par le marché. Ceci incite donc à ne pas surpondérer cette catégorie d'acteurs dans les calculs de multiples¹⁸. Le Tableau 17 résume les caractéristiques de marges des différentes sociétés préalablement examinées.

Tableau 17
Marges d'EBITDA comparées sur un échantillon large de sociétés

		2013	2014	2015
		Marges d'EBITDA	Marges d'EBITDA	Marges d'EBITDA
Tour opérateurs	Kuoni	4.3%	3.8%	4.0%
	Thomas Cook	5.1%	5.5%	6.3%
	Moyenne	4.7%	4.6%	5.2%
Groupes Hôteliers	Pierre et Vacances	4.4%	5.9%	6.9%
	Melia hotels	19.9%	16.8%	17.8%
	Accor	17.1%	16.8%	18.0%
	NH Hoteles	5.7%	10.7%	12.3%
	Hyatt	13.8%	17.1%	17.6%
	Starwood	19.5%	20.1%	20.8%
	Marriot	8.7%	10.8%	11.1%
	Intercontinental	39.5%	40.0%	41.4%
	Millennium	24.8%	18.5%	24.8%
	Choice	28.2%	27.6%	28.6%
	Rezidor	8.5%	9.7%	11.1%
	Hilton	17.8%	23.9%	26.7%
	Moyenne	17.3%	18.2%	19.8%
Croisiéristes	Royal Caribbean	20.2%	21.7%	22.6%
	Carnival Corp	19.1%	20.6%	22.7%
	Norwegian Cruise	24.9%	27.8%	29.1%
	Moyenne	21.4%	23.4%	24.8%
Club Méditerranée		6.0 % données publiées Groupe) / 8.4% (données publiées activité Village)	8.3% (Consensus Bloomberg)	8.8% (Consensus Bloomberg)

¹⁸ Certaines sociétés ont été exclues du calcul pour des raisons spécifiques : TUI Travel dans le secteur des tour-opérateurs est en cours de fusion avec sa maison-mère TUI AG, son cours est donc perturbé par cette opération (analysée plus loin). Pierre et Vacances a été exclue car son modèle de développement très lié à la promotion immobilière. NH Hoteles est actuellement en perte. D'autres sociétés ont également été examinées, comme Cox & Kings, tour opérateur d'origine indienne, qui opère sur des segments plutôt haut de gamme, et a des activités également dans le domaine de la jeunesse (séjours estivaux pour jeunes ou étudiants). Ses niveaux de marge sont toutefois particulièrement élevés et donc non comparables avec ceux de Club Méditerranée.

Devant cette trop grande divergence des marges de chacune des sous-catégories par rapport aux agrégats extériorisés par Club Méditerranée, nous retenons en définitive un échantillon mixte composé d'un **panel** de sociétés intervenant dans chacun des sous-secteurs, dont la marge et la croissance **moyenne** se rapprochent le plus possible de celles du Groupe, même si leur activité n'est pas strictement comparable à celle de la société. Cet échantillon est composé de :

- Thomas Cook (*Tour Opérateur*)
- Kuoni (*Tour Opérateur*)
- Melia Hotels (*Groupe Hôtelier*)
- Rezidor (*Groupe Hôtelier*)
- Royal Caribbean (*Croisiériste*)

Cet échantillon réduit extériorise en moyenne les marges suivantes (Tableau 18).

Tableau 18
Marges moyennes sur l'échantillon retenu

		2013	2014	2015
		Marges d'EBITDA	Marges d'EBITDA	Marges d'EBITDA
<i>Tour opérateurs</i>	Kuoni	4.3%	3.8%	4.0%
	Thomas Cook	5.1%	5.5%	6.3%
<i>Groupes Hôteliers</i>	Melia Hotels	19.9%	16.8%	17.8%
	Rezidor	8.5%	9.7%	11.1%
<i>Croisiériste</i>	Royal Caribbean	20.2%	21.7%	22.6%
Moyenne		11.6%	11.5%	12.4%

Club Méditerranée	6.0 % données		
	publiées Groupe) /		
	8.4% (données	8.3% (Consensus	8.8% (Consensus
	publiées activité	Bloomberg)	Bloomberg)
	Village)		

Résultats de la méthode

Les multiples des sociétés de l'échantillon sont présentés dans le Tableau 19. La moyenne des multiples obtenus est indiquée dans le Tableau 20. Les cours retenus pour le calcul des multiples sont des cours moyens calculés sur deux mois entre le 19 mai et le 18 juillet 2014. Les prévisions prises en compte résultent du Consensus élaboré par Bloomberg.

Tableau 19
Multiples des sociétés de l'échantillon

	Thomas Cook	Kuoni	Melia Hotels	Rezidor	Royal Caribbean
VE/EBITDA 2015	4.1	5.3	10.9	7.6	9.9
VE/EBITDA 2016	3.8	4.9	10.5	5.1	8.9

	Thomas Cook	Kuoni	Melia Hotels	Rezidor	Royal Caribbean
VE/EBIT 2015	5.8	7.9	15.7	10.8	16.4
VE/EBIT 2016	5.1	6.8	15.6	10.2	14.2

Tableau 20
Moyenne des multiples

	Moyenne des multiples
VE/EBITDA 2015	7.6x
VE/EBITDA 2016	6.7x
VE/EBIT 2015	11.3x
VE/EBIT 2016	10.4x

L'application à Club Méditerranée de ces multiples permet d'obtenir les valeurs par action indiquées dans le Tableau 21, en déduisant la dette prévue dans les prévisions du groupe pour chaque exercice considéré et en procédant aux ajustements décrits précédemment.

Tableau 21
Valeur par action obtenue

	Valeur par action en résultant
Multiple EBITDA 2015	22.7 €
Multiple EBITDA 2016	25.1 €
Multiple EBIT 2015	13.2 €
Multiple EBIT 2016	17.8 €
Moyenne ensemble	19.7 €
Moyenne sur 2016	21.4 €

Conclusion de la méthode des multiples

Cette méthode conduit à une fourchette de valeurs de l'action Club Méditerranée comprise entre 13.2 € et 25.1 €. La plus faible valorisation obtenue sur la base des multiples d'EBIT s'explique par le poids encore significatif sur les prochaines années des activités « Patrimoine » (cessions de villages) et des éléments négatifs inclus dans le poste « autre résultat opérationnel ». Compte tenu de la forte progression des agrégats opérationnels attendus sur les prochaines années pour Club Méditerranée, nous privilégions les résultats

obtenus sur l'horizon de prévision le plus lointain, soit 2016, qui tient davantage compte de cette croissance. La valeur obtenue sur la base des multiples 2016 s'établit à 21.4 €, dans une fourchette comprise entre 17.8 € et 25.1 € par action.

g. Méthode des transactions comparables : à titre d'information

La méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples (VE/EBIT ou VE/EBITDA) constatés lors des opérations de fusions-acquisitions intervenues dans le secteur concerné ou dans un secteur proche. Cette méthode se heurte souvent à l'absence de données fiables sur ces multiples ou à la faiblesse du nombre de transactions récentes sur des sociétés réellement comparables. Dans le cas présent, cette méthode n'est pas applicable précisément pour ces raisons¹⁹. Nous avons examiné un échantillon de transactions dans le secteur des tour-opérateurs, des groupes hôteliers ou dans le secteur de l'hôtellerie de loisirs²⁰ : soit les multiples sont indisponibles soit leur hétérogénéité est telle qu'aucune conclusion ne peut en être tirée²¹.

Une transaction récente est toutefois présentée ci-dessous, puisqu'elle porte sur l'un des tour-opérateurs pris en compte par les banques présentatrices de l'offre actuelle dans la méthode des multiples, à savoir *TUI Travel*. La fusion entre *TUI AG* et *TUI Travel* a en effet été annoncée le 27 juin 2014, sur la base d'un échange en titres avec une parité de 0.399 actions *TUI AG* pour une action *TUI Travel*.

Le Tableau 22 fait ressortir les multiples résultant de cette transaction, à la date d'annonce.

Tableau 22
Fusion TUI AG/ TUI Travel

	Transaction TUI Travel	
	Multiples d'EBITDA	Multiples d'EBIT
2015	4.5	5.8
2016	4.0	5.1

L'application de ces multiples aux agrégats appropriés de Club Méditerranée ferait ressortir des valeurs par action entre 6 € et 15 €. Mais cette transaction, pour récente qu'elle soit, porte sur un tour-opérateur dont les marges sont nettement plus faibles que celles de Club Méditerranée, et ne peut donc être retenue comme outil de valorisation de la société.

¹⁹ L'expertise indépendante menée en 2013 par Accuracy sur l'offre de Gaillon Invest avait également conclu à l'absence de pertinence de cette méthode.

²⁰ Echantillon examiné : transactions dans le secteur « consommation, cyclique » (sous-secteur hôtellerie et sous-secteur Loisirs) via la base de données Bloomberg sur les années 2013 et 2014.

²¹ Multiples d'EBITDA constatés entre 1x et 61x.

h. Analyse des achats d'actions Club Méditerranée par Global Resorts

L'historique de la montée de Strategic Holdings (holding *ad hoc* du groupe InvestIndustrial) au capital de Club Méditerranée a été précédemment décrit dans le paragraphe I-Contexte.

L'analyse des différentes transactions de Strategic Holdings sur le titre Club Méditerranée est détaillée dans la note d'information de l'initiateur de l'offre. Au final, le prix de revient par action Club Méditerranée payé par Strategic Holdings depuis son entrée au capital est de 18.64 € (données agrégées ci-dessous dans le Tableau 23). Le prix proposé de 21 € offre donc une prime de 12.7% par rapport à ce prix de revient.

Tableau 23
Récapitulatif des actions Club Méditerranée achetées par Strategic Holdings

Nombre de titres achetés depuis le 12/03/2014	3 556 439
Montant total d'achat (€) depuis le 12/03/2014	66 306 161
Prix moyen payé par action	18.64 €

Aucune action n'a été acquise par Strategic Holdings / Global Resorts depuis le 22 mai 2014.

Strategic Holdings et Global Resorts agissent de concert. Au jour d'annonce de l'offre, Global Resorts ne détenait pas d'action Club Méditerranée. Il est prévu que Strategic Holdings transfère, à leur demande, à des sociétés affiliées de l'initiateur, à un prix n'excédant pas le prix de l'Offre, un nombre maximum de 1 190 476 actions Club Méditerranée. Par ailleurs, Strategic Holdings et les cessionnaires des actions ci-dessus se sont engagés à apporter au prix de l'offre à International Resorts Holdings SCA, à sa demande, tout ou partie des actions Club Méditerranée qu'ils détiendront, en vue de leur ré-apport à l'initiateur de l'offre.

i. Autres éléments d'analyse : liquidité offerte aux bénéficiaires d'options de souscription en cas d'offre publique de retrait

Dans le cas où les conditions d'un retrait obligatoire seraient réunies et si l'initiateur en demandait la mise en œuvre, il est prévu qu'un contrat de liquidité soit mis en place pour les détenteurs d'options de souscription qui n'auraient pu apporter les actions résultant de l'exercice de leurs options lors de cette potentielle offre de retrait²². En l'absence de formalisation à ce jour, seuls les principes du contrat de liquidité sont connus : il comporterait une promesse de vente consentie par les détenteurs des options ou des actions concernées au bénéfice de l'initiateur, exerçable par ce dernier pendant 90 jours à compter de l'expiration de la période d'incessibilité, suivie

²² Le contrat de liquidité porterait sur les actions résultant de l'exercice des options dont la période d'exercice n'aurait pas été ouverte à la date du retrait obligatoire et sur les actions résultant de l'exercice des options exerçables mais non exercées à la date du retrait et dont la période d'incessibilité des actions résultant de cet exercice n'aurait pas expiré à la date du retrait.

d'une promesse d'achat consentie par l'initiateur au bénéfice des titulaires des options exerçable pendant les 180 jours suivants. Le prix d'exercice de ces promesses serait déterminé selon une méthode cohérente avec le montant de l'indemnisation par action au titre du retrait obligatoire.

Compte tenu des informations aujourd'hui disponibles, il ne semble pas que les bénéficiaires de ce contrat de liquidité bénéficieraient d'avantages particuliers, lors de la mise en œuvre de la liquidité.

V. Evolution des hypothèses utilisées par rapport à l'offre de Gaillon Invest

Dans le rapport d'expertise indépendante d'Accuracy se prononçant sur le caractère équitable du prix proposé aux actionnaires de Club Méditerranée à l'occasion de l'Offre Publique d'Achat de juillet 2013 initiée par Gaillon Invest, les méthodes de valorisation suivantes avaient été retenues et avalisées ultérieurement par la Cour d'appel de Paris :

- Une méthode intrinsèque de valorisation (DCF) sur la base d'un plan d'affaires élaboré par le management de Club Méditerranée ;
- Une méthode des multiples des sociétés cotées comparables

a. Présentation du contexte de marché

Les deux offres actuelles sur le titre Club Méditerranée, l'une à 17.50 € par action (Gaillon Invest), l'autre à 21 € par action (Global Resorts) ont été annoncées à plus d'un an d'intervalle (fin mai 2013 pour la première, fin juin 2014 pour la seconde), la mise en œuvre effective de l'offre de Gaillon Invest ayant été retardée par les procédures judiciaires qui ne se sont conclues que fin avril 2014.

La différence dans les prix d'offre (écart de 20%) doit dès lors s'analyser au regard tant des éléments propres au Club Méditerranée (méthodes et paramètres de valorisation utilisés, notamment les plans d'affaires) que des éléments de marché, les cours étant en forte hausse sur la période mai 2013 / juin 2014, expliquant dès lors l'écart des prix d'offre.

Les grandes tendances constatées sur les marchés sur cette période ont été les suivantes :

- L'ensemble des marchés actions des pays avancés ont nettement progressé : dans le cas de la France, l'indice CAC 40 dividendes inclus est en hausse de 16.4% entre fin mai 2013 et fin juin 2014.
- Cette hausse des cours a été plus vive sur les sociétés de liquidité faible ou moyenne (ce qui est le cas du titre Club Méditerranée) : l'indice SBF 120 (soit l'indice CAC 40 et les 80 sociétés qui suivent en terme de taille) a progressé de +18.1% et l'indice CAC Mid & Small de **+29.5%**.
- Une révision à la baisse des attentes de bénéfices sur les sociétés cotées, dans un contexte où la croissance en zone euro et dans les pays avancés en général a notamment pâti d'une situation économique qui s'est dégradée dans les pays émergents. Ainsi le consensus de marché fait état

d'une nette baisse des estimations de bénéfice par action pour les sociétés de la zone euro de -12.6% depuis mai 2013 pour l'exercice 2013, et de -12.8% pour l'exercice 2014.

- La période a été l'occasion d'une nette hausse des multiples de valorisation en bourse, qui résulte de ces deux phénomènes (baisse des prévisions, mais surtout et principalement la hausse des cours). Cette évolution des multiples est illustrée ci-dessous par la variation des multiples d'une année sur l'autre, calculée sur l'échantillon des comparables retenus plus haut.

Au 31 mai 2013, sur la base des prévisions d'EBIT pour l'année en cours (2013) et de la valeur d'entreprise prévalant à cette date, la moyenne des multiples VE / EBIT2013 pour les sociétés comparables s'établissait à 11.5x.

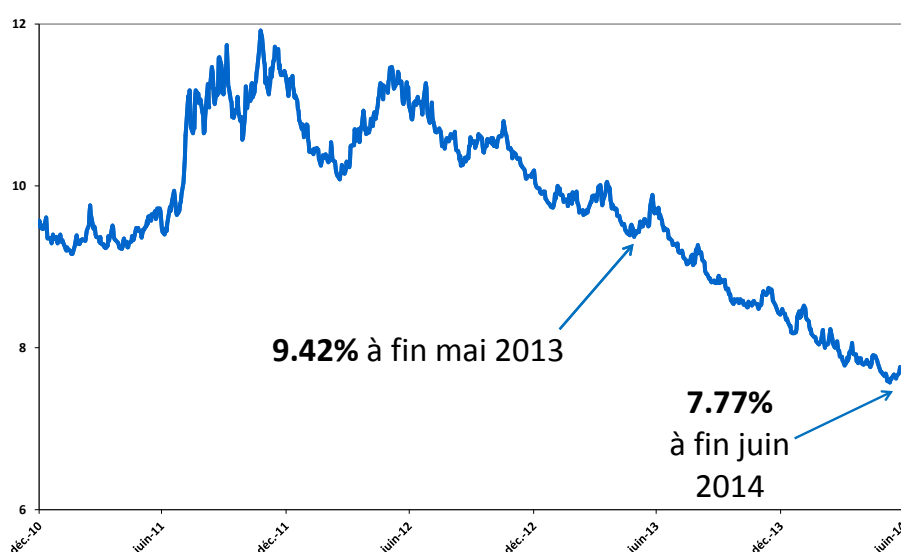
Au 16 juillet 2014, sur la base des prévisions d'EBIT pour l'année en cours (2014) et de la valeur d'entreprise prévalant au 16 juillet 2014, la moyenne des multiples VE / EBIT2014 pour les mêmes sociétés s'établissait à 13.8x.

Cette moyenne des multiples a augmenté de +20.6% depuis le 31 mai 2013, ce qui est cohérent avec l'évolution des marchés actions rappelée ci-dessus, ainsi qu'avec l'augmentation du prix de l'offre (+20%).

- Parallèlement, les marchés obligataires ont également connu une période faste, sous l'influence des politiques accommodantes des banques centrales.

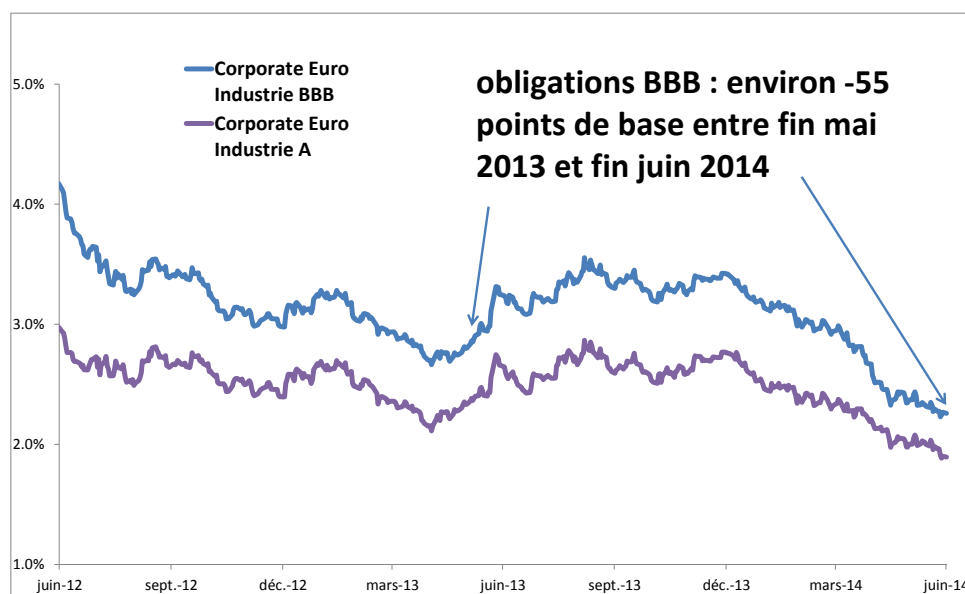
Les deux figures ci-dessous synthétisent l'évolution de la valorisation sur les marchés entre mai 2013 et juin 2014 par l'effet de la hausse des valeurs sur les rentabilités exigées tant sur les marchés actions (Figure 7) et que sur les marchés obligataires (Figure 8).

Figure 7
Rentabilité attendue sur les actions dans le modèle Trival



Source : TRIVAL, Associés en Finance

Figure 8
Coût des dettes (taux à dix ans constatés sur les marchés secondaires obligataires)



Source : Bloomberg

L'ensemble de ces mouvements influence fortement l'analyse qui peut être faite de l'écart entre les deux prix d'offre, qui s'explique par ces effets de marché.

Le détail des évolutions des paramètres de valorisation utilisés pour les deux offres est explicité ci-après.

b. Données prévisionnelles sous-tendant la valorisation

Les travaux réalisés par Accuracy en 2013 étaient basés sur le plan d'affaires à trois ans élaboré par Club Méditerranée, prolongé par l'expert sur une période de cinq années (soit 2020) et une valeur terminale résultant d'un flux normatif 2021²³. Le plan d'affaires actuel de Club Méditerranée extérise des agrégats opérationnels plus faibles que ceux utilisés en 2013 à partir du plan d'affaires de l'époque du management, compte tenu de la dégradation de la situation économique déjà soulignée. Entre le plan d'affaires d'octobre 2012, et le scénario actuellement retenu, les prévisions d'EBITDA groupe 2015 (soit l'année la plus lointaine du plan d'affaires de 2012) ont été révisées en baisse d'environ -20%.

L'expert Accuracy présentait par ailleurs une version dégradée du plan d'affaires et de la période d'extrapolation. Dans les deux cas, il n'est pas possible de comparer les estimations retenues dans nos propres travaux et celles d'Accuracy au-delà de l'horizon du plan d'affaires, le détail n'en étant pas disponible.

²³ Le flux normatif était déterminé par Accuracy à partir de la croissance à l'infini (1.5%) et d'un niveau de ROCE jugé normatif.

c. Taux d'actualisation et valorisation par actualisation des flux prévisionnels

Les travaux présentés par Accuracy dans son rapport de juin 2013 font état d'un taux d'actualisation des flux prévisionnels dans le cadre de la mise en œuvre du modèle DCF (en l'occurrence *DCF to firm*) de 8.9%, calculé selon un principe un peu différent de celui utilisé dans le présent rapport (Accuracy utilisant un coût d'opportunité du capital, qui correspond à un coût des capitaux propres en l'absence d'endettement). Les deux approches sont toutefois similaires dans le sens qu'elles supposent l'absence d'impact de la structure financière sur la valorisation des actifs. Ce taux de 8.9% se compare au taux de 7.7% utilisé dans la présente expertise. Outre la différence d'approche, cette évolution est tout à fait cohérente avec la hausse des cours sur les marchés financiers depuis juin 2013, qui a entraîné corrélativement la baisse des rentabilités exigées sur les investissements, comme décrit précédemment. A titre de comparaison, le coût moyen pondéré des capitaux calculé par Associés en Finance sur Club Méditerranée dans son modèle de « plan Wacc » a baissé de 120 points de base entre fin mai 2013 et fin juin 2014.

Les valorisations auxquelles aboutissait Accuracy par la méthode DCF s'établissaient entre 16 € et 18.8 € ; nos propres travaux retiennent des valeurs entre 20.56 € et 22.80 € y compris l'effet des reports déficitaires. La progression de la moyenne de ces deux fourchettes (+24%) est ainsi cohérente avec la baisse des taux d'actualisation (ou symétriquement de la hausse des cours, que reflète la progression de 29.5% de l'indice CAC Mid & Small déjà mentionnée), effet positif qui a toutefois été minoré par la révision en baisse sur la période des estimations résultant du plan d'affaires de la société.

d. Valorisation par la méthode des multiples des sociétés cotées comparables

Accuracy, dans son choix de sociétés comparables, s'était concentré sur les croisiéristes pour des raisons de mode de développement, de typologie de clientèle et de mode de détention d'actifs. Comme indiqué précédemment, Associés en Finance a retenu un échantillon plus diversifié dans le secteur Tourisme, afin d'une part de ne pas surpondérer le secteur des croisiéristes dont les niveaux de multiples bénéficient de la quasi absence d'impôt sur leur résultat et de niveaux de marge élevés, et d'autre part de présenter un échantillon plus diversifié dont la moyenne des marges se rapproche des niveaux du Club Méditerranée.

Accuracy retenait une valeur centrale de 15.7€ à 20.6€ par action par la méthode des multiples de sociétés comparables. Nos travaux aboutissent à une fourchette de valeurs entre 13.2 € et 25.1 € par action (et entre 17.8 € et 25.1 € par action sur l'horizon de prévisions le plus lointain). Cette évolution reflète trois effets : un effet d'échantillon (l'échantillon retenu par Accuracy extériorisait des multiples plus élevés, pour les raisons mentionnées ci-dessus), un effet (à la hausse) des variations de cours, et un effet (à la baisse) des prévisions sur Club Méditerranée.

En définitive, l'évolution des valorisations extériorisées dans nos travaux et dans ceux d'Accuracy il y a plus d'un an s'explique principalement par la variation des marchés financiers sur la période, et corrélativement par la

baisse des taux d'actualisation et la hausse des multiples. Elle reflète également la révision à la baisse des perspectives sur la société.

VI. Analyse des travaux des banques présentatrices sur la valorisation de l'action

1. Méthodes écartées

Les banques présentatrices de l'offre (Lazard et Unicredit) ont écarté les méthodes de l'Actif net comptable, l'Actif net réévalué, l'actualisation des flux de dividendes, l'objectif de cours des analystes, et des multiples des transactions comparables, celles-ci n'étant pas pertinentes dans le cas de la société Club Méditerranée. Associés en Finance a également écarté ces méthodes.

2. Méthodes retenues

Les banques présentatrices ont retenu les méthodes d'évaluation suivantes : l'actualisation des flux de trésorerie futurs, l'analyse du cours de bourse, et les multiples de sociétés cotées comparables.

a. Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Les banques présentatrices ont retenu les éléments suivants au 30 avril 2014, pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres :

- la dette financière nette (+36M€) excluant la valeur des OCEANE ainsi que ses intérêts, et incluant 8 millions d'euros de trésorerie bloquée ;
- les intérêts minoritaires (+53M€) ;
- les engagements de retraite et autres avantages long-terme (+17M€) ;
- la valeur comptable des participations dans les sociétés mises en équivalence et des actifs financiers (-96M€) ;
- les provisions (27M€)
- d'autres ajustements (subventions d'investissement) (25 M€)

Le total des ajustements apportés par les banques présentatrices pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de Club Méditerranée s'élève à +62 M€, contre +63M€ pour d'Associés en Finance, soit un écart non significatif.

Le nombre de titres retenu par les banques présentatrices s'élève à 37 682 717 actions après prise en compte de l'hypothèse de conversion des OCEANE, des titres détenus en autocontrôle, et de 105 504 actions susceptibles d'être créées par exercice des options de souscription. Il se compare à un nombre de 37 750 776 titres retenu par Associés en Finance, soit un écart non significatif.

b. Valorisation par actualisation des flux de trésorerie disponibles

Comme dans les travaux d'Associés en Finance, les banques présentatrices ont privilégié la valorisation par actualisation des flux de trésorerie disponibles pour la société Club Méditerranée, méthode la plus pertinente pour tenir compte des perspectives de la société.

La valorisation retenue par Lazard et Unicredit repose sur :

- Le plan d'affaires élaboré par le management de la société et qui s'étend jusqu'en 2016, ainsi que sur l'extrapolation du plan d'affaires sur la période 2017-2018, soit les mêmes données que celles utilisées par Associés en Finance. Les banques présentatrices ont retenu l'année 2019 pour déterminer le flux normatif permettant d'aboutir à une valeur terminale à cet horizon.
- Une actualisation des flux au coût moyen pondéré du capital (CMPC) permettant d'obtenir la Valeur d'Entreprise de la société.
- Le CMPC a été déterminé en se basant sur les éléments suivants :
 - Un ratio Dette Nette/ Capitaux propres de 55.9% correspondant à la moyenne observée sur l'échantillon des entreprises comparables cotées ;
 - Un Bêta désendetté de 0.92, en ligne avec la moyenne de l'échantillon des comparables ;
 - Un Bêta endetté de 1.25 découlant des paramètres précédents ;
 - Un coût des capitaux propres de 15.1% basé sur un taux sans risque France de 1.8% issu du calcul des OAT, de la prime de risque spécifique à la France et du Beta cité plus haut (Source : Banque de France, Bloomberg) ;
 - Une hypothèse du coût de la dette avant impôts de 4.5% ;
 - Un taux d'impôt de 36.1% ;
 - Enfin, un coût moyen pondéré des capitaux, compte tenu des éléments précédents, de 10.5%, soit un taux plus élevé que celui utilisé par l'expert indépendant dans l'offre de Gaillon Invest il y a plus d'un an.

Outre la différence de méthode dans l'estimation des flux prévisionnels au-delà de la période 2014-2018 (détermination d'une valeur terminale à partir d'un flux normatif et d'une croissance à l'infini dans le cas des banques présentatrices, plan d'affaires prolongé à long terme dans le cas de nos travaux), les principales différences entre nos travaux et ceux présentés par Lazard et Unicredit tiennent au taux d'impôt pris en compte et au coût moyen des capitaux utilisés et/ou coût des fonds propres.

Méthodologie d'estimation de la prime de risque de marché (conditionnant le niveau du coût des fonds propres et coût moyen pondéré des capitaux) – Données Bloomberg

La prime de risque de marché déterminée par Bloomberg repose sur la différence entre la rentabilité anticipée et le taux sans risque par pays (taux souverain 10 ans). Pour estimer la rentabilité anticipée par pays, Bloomberg utilise le consensus des analystes sur le niveau de bénéfice par action pour les trois prochaines années. Au-delà, Bloomberg extrapole la suite des bénéfices par action à l'aide d'un taux de croissance issu d'un

modèle interne. L'importance donnée aux estimations des analystes à très court-terme (trois années), ainsi que l'opacité de la méthode et des paramètres utilisés afin de les extrapoler ne permet pas de construire une estimation de la rentabilité attendue par pays suffisamment fiable et précise à nos yeux. Une telle méthode a tendance à surpondérer les phénomènes de reprise économique (et ses conséquences en terme de rebond des bénéfices par action) ou de crise économique. Elle aboutit par ailleurs à l'extériorisation de primes de marché contre-intuitives si l'on s'en tient au principe « plus de risque implique plus de rentabilité anticipée ». Ainsi la prime de risque extériorisée par Bloomberg s'élève à 10.7% à fin juin pour la France, 9.85% pour l'Allemagne, contre 4.8% pour l'Egypte et 6.3% pour la Russie. Nos propres travaux basés sur une explicitation année après année des croissances et des marges attendues société par société aboutissent à des anticipations de rentabilité bien plus faibles pour les pays avancés. Cette différence dans la source des données explique en définitive les différences constatées entre les taux d'actualisation utilisés par les banques présentatrices et par Associés en Finance. Ainsi, le coût des fonds propres déterminé par Associés en Finance pour le Club Méditerranée s'élève à 8.08% (moyenne sur trois mois, cf. page 27), contre 15.1% dans le calcul des banques, ce qui se répercute dans les calculs de coût moyen pondéré des capitaux.

Taux d'impôt et prise en compte des reports déficitaires

Une autre différence réside dans le taux d'impôt retenu : les banques présentatrices utilisent un taux de 36.1%, tandis qu'Associés en Finance retient à partir de 2019 un taux de 34.4% puis un taux normatif de 30% à partir de 2025, et présente la valorisation avec ou sans impact de l'utilisation partielle des reports déficitaires. L'impact de cette prise en compte des reports déficitaires dans nos calculs est de l'ordre de 39 M€ (soit 1€ par action), à comparer à un impact de 48 M€ dans les travaux menés par Accuracy en 2013.

En définitive, la valorisation de Club Méditerranée qui ressort des calculs des banques présentatrices s'inscrit dans une fourchette comprise entre 15.5€ et 17.4€ par action²⁴, la valeur centrale ressortant à 16.41€ par action.

L'écart de valorisation de la société Club Méditerranée, entre le scénario central calculé par Lazard et Unicredit, et les résultats d'Associés en Finance (entre 20.56€ et 22.80€ en intégrant l'impact des reports déficitaires, et entre 19.58 € et 21.71 € hors impact des reports déficitaires) est significatif. Ces différences de valorisation sont principalement liées au taux retenu dans l'actualisation des « *free cash flows* ».

c. Analyse du cours de bourse

Les banques présentatrices présentent l'analyse de la prime offerte par le prix de l'Offre (21€) par rapport au niveau du cours de clôture de Club Méditerranée le dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre initiée par Gaillon Invest, ainsi qu'aux moyennes de cours arrêtés à cette date (moyenne des cours de clôture pondérés par les volumes quotidiens échangés sur 5 jours, 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois). Associés en Finance considère

²⁴ Les Banques présentatrices présentent une fourchette de valorisation en faisant varier le coût moyen pondéré des fonds propres, la croissance de l'EBITDA Villages, et la croissance à l'infini.

que compte tenu de l'évolution à la hausse des marchés actions depuis la date d'annonce de l'offre de Gaillon Invest, la référence aux cours prévalant avant mai 2013, soit il y a plus d'un an, n'est pas la plus pertinente. Par rapport aux cours précédant l'annonce de la présente offre (à fin juin 2014), le prix proposé de 21€ par action représente une prime de +10.6% par rapport au cours coté le 27 juin 2014 et de +10.8% par rapport à la moyenne sur trois mois.

d. Méthode des multiples de sociétés cotées comparables

Lazard et Unicredit ont retenu un échantillon de sociétés cotées comparables composé de TUI Travel, Kuoni, Thomas Cook, Pierre et Vacances, et Mélia Hotels, légèrement différent de celui présenté par Associés en Finance, qui ne prend pas en compte TUI Travel, en cours de fusion, ni Pierre et Vacances dont le modèle de développement est très lié à la promotion immobilière. Les multiples de valeur d'entreprise ont été calculés par rapport aux EBITDA et EBIT 2014 et 2015, tandis que Associés en Finance se concentre sur les années les plus lointaines afin de capter le potentiel de hausse des marges de Club Méditerranée.

Selon cette méthode, Lazard et Unicredit obtiennent un prix par action Club Méditerranée compris entre 13.8€ et 20.3€. Les travaux d'Associés en Finance aboutissent à une fourchette de valeur comprise entre 13.2€ et 25.1€, la différence dans la fourchette haute étant liée à la prise en compte dans nos travaux des estimations 2016.

3. Résultats comparés

Les résultats comparés obtenus par les banques présentatrices et Associés en Finance concernant la valorisation de l'action Club Méditerranée sont présentés dans le Tableau 24.

Tableau 24
Résultats comparés Associés en Finance et banques présentatrices

Méthode	Associés en Finance	Banques Présentatrices
Actualisation des flux de trésorerie à partir du plan d'affaires	Valeur hors impact des déficits reportables Valeur de 21.71€/action Club Méditerranée sur une base <i>DCF to Firm</i> et 19.58€/action sur une base <i>DCF to Equity</i>	Valeur centrale de 16.41€/action dans une fourchette allant de 15.5€ à 17.4€
	Valeur avec impact des déficits reportables Valeur de 22.8€/action Club Méditerranée sur une base <i>DCF to Firm</i> et 20.56€/action sur une base <i>DCF to Equity</i>	
	Valeur de Club Méditerranée = 20.64 € /action (hors déficits reportables) et de 21.68 € (avec déficits reportables), dans une fourchette de 18.57 € à 24.06€	
Actualisation des flux de trésorerie à partir d'un scénario alternatif A TITRE INDICATIF	Valeur hors impact des déficits reportables Valeur de 22.00€/action Club Méditerranée sur une base <i>DCF to Firm</i> et 20.42€/action sur une base <i>DCF to Equity</i>	
	Valeur avec impact des déficits reportables Valeur de 23.11€/action Club Méditerranée sur une base <i>DCF to Firm</i> et 21.40€/action sur une base <i>DCF to Equity</i>	
Analyse du cours de bourse	Prime de 9.3% par rapport au dernier cours coté avant annonce Global Resorts	Prime de 51.6% par rapport au cours de référence (24 mai 2013)
	Prime de 10.8% par rapport au cours moyen sur 60 jours de bourse	Prime de 59.4% par rapport au cours moyen pondéré sur 1 mois Prime de 55.7% par rapport au cours moyen pondéré sur 3 mois
Multiples des sociétés comparables	Club Méditerranée : Fourchette allant de 17.8€ à 25.1€ pour une moyenne de 21.4€ sur la base des multiples 2016	Club Méditerranée : Fourchette allant de 13.8€ à 20.3€ pour une moyenne de 17.23€
Multiples des transactions comparables	Non pertinent (transaction sur TUI Travel à titre d'information)	Non pertinent
Prix de revient moyen des actions Club Méditerranée acquises par l'initiateur et ses affiliés	A titre d'information : 18.64€	

VII. Analyse de l'offre publique sur les obligations à option de conversion et /ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (ci-après OCEANE)

1. Présentation des principales caractéristiques des OCEANE 2015

a. Caractéristiques à l'émission

Le 7 octobre 2010, la société a procédé à l'émission de 4 888 481 OCEANE 2015 de valeur nominale 16.365€ pour un produit brut de près de 80 millions d'euros. L'objectif de l'émission, tel que défini dans la note d'opération, était alors de diversifier les sources de financement de la société ainsi que d'allonger la maturité de sa dette en refinançant les OCEANE 2010 émises en 2004 et d'échéance novembre 2010, dont le montant en principal en circulation s'élevait à 150 millions d'euros.

Les OCEANE 2015 (ci-après les OCEANE) ont été émises au pair, faisant alors ressortir une prime d'émission de 27.5% (sur la base d'un cours de référence de l'action de 12.835€), et versent un coupon de 6.11% (soit 1€) le 1er novembre de chaque année. A tout moment, les porteurs peuvent demander l'attribution d'actions de la société, selon un ratio d'attribution initialement établi à une action nouvelle ou existante pour une OCEANE. Les actions nouvelles émises ou remises portent jouissance à partir du premier jour de l'exercice social dans lequel se situe la date d'exercice du droit à l'attribution, mais aucun intérêt n'est alors payé aux porteurs d'OCEANE au titre de la période courue entre la dernière date de paiement des intérêts et la date de livraison des actions. Si l'attribution d'actions n'a pas été sollicitée par le porteur, les OCEANE sont remboursables en totalité au pair le 1er novembre 2015, soit une durée de l'emprunt de 5 ans et 25 jours. Le remboursement anticipé des OCEANE est possible :

- Au gré du porteur en cas de changement de contrôle ;
- Au gré de la société, soit si le nombre d'OCEANE en circulation devient inférieur à 10% des OCEANE émises, soit si, à compter du 15 novembre 2013, la moyenne arithmétique, calculée sur 20 jours de bourse consécutifs parmi les 30 jours qui précèdent la parution de l'avis de remboursement anticipé, du produit du premier cours coté de l'action de la Société constaté sur Euronext Paris et du Ratio d'Attribution d'Actions en vigueur à chaque date, excède 130% de la valeur nominale des OCEANE. Dans ce cas de figure, les OCEANE sont remboursées au pair majoré des intérêts courus.

b. Impact sur les caractéristiques des OCEANE des offres publiques

Offre publique d'achat initiée par Gaillon Invest

Au moment de l'annonce le 27 mai 2013 de l'Offre publique d'achat initiée par Gaillon Invest sur les actions et les OCEANE de la société, le nombre d'OCEANE en circulation était alors de 4 521 528. Le prix par OCEANE proposé était de 19.79 € (coupon attaché). Conformément à la note d'émission des OCEANE, le ratio d'attribution d'actions a alors été modifié à la date d'ouverture de l'offre (le 17 juillet 2013).

Le nouveau ratio d'attribution d'actions (NRAA) est alors déterminé de la façon suivante :

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

Équation 1

RAA est le ratio d'attribution d'actions précédemment en vigueur, J correspond au nombre de jours exacts restants à courir entre la date d'ouverture de l'offre et la date d'échéance des obligations, soit 837 jours et JT au nombre de jours exact compris entre la date d'émission et la date d'échéance des obligations, soit 1 851 jours.

Le nouveau ratio d'attribution d'actions s'établissait donc à 1.124 actions pour une OCEANE et est toujours en vigueur, tant que l'offre publique d'achat initiée par Gaillon Invest sur les OCEANE est ouverte et que Gaillon Invest n'y a pas renoncé. Le prix d'offre a été ajusté à 18.79€ (coupon attaché) suite au versement d'un coupon de 1€ le 1er novembre 2013.

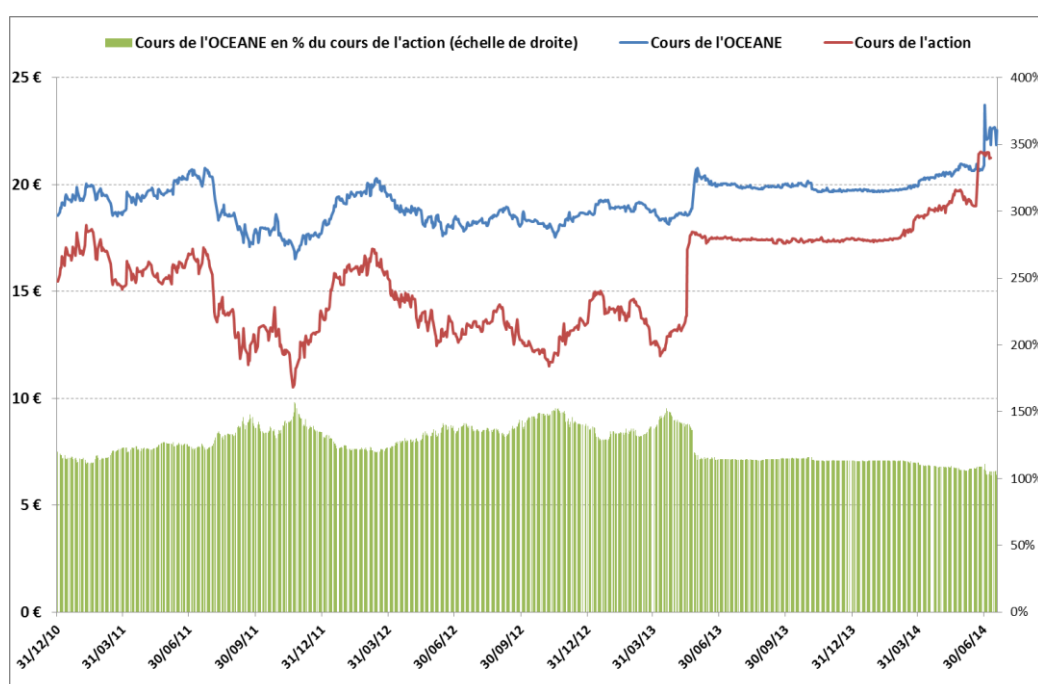
Offre publique d'achat initiée par Global Resorts

Au moment de l'annonce le 30 juin 2014 de l'Offre publique d'achat initiée par Global Resorts sur les actions et les OCEANE de la société, le nombre d'OCEANE en circulation était alors de 3 651 837 (chiffre au 30/04). Le prix par OCEANE proposé est de 22.41 € (coupon attaché). L'OPA initiée par Global Resorts n'est pas encore ouverte, et Gaillon Invest n'ayant pas renoncé à son OPA, le ratio d'attribution d'actions n'a donné lieu à aucune modification.

2. Analyse du cours de l'OCEANE

La Figure 9 représente l'évolution du cours de l'OCEANE depuis le début de l'année 2011.

Figure 9
Evolution du cours de l'OCEANE



Avant même l'annonce de l'OPA initiée par Gaillon Invest, le cours de l'OCEANE était déjà fortement corrélé à celui de l'action. En novembre 2011, lorsque l'action était au plus bas niveau (10.51€ au 23 novembre), le cours de l'OCEANE résistait davantage (16.52€ au 23 novembre) soutenu par sa composante obligataire. Le cours de l'OCEANE représentait alors 150% du cours de l'action. Le derniers cours coté avant l'annonce de la première OPA était de 18.87€ le 24 mai 2013, pour un cours de l'action à 13.85€. L'écart demeurait encore important, l'option de conversion de l'OCEANE étant toujours hors de la monnaie.

Suite à l'annonce de l'OPA initiée par Gaillon Invest à un prix initial de 17€ par action et 19.23€ par OCEANE, le cours de l'OCEANE a dépassé le prix d'offre, atteignant jusqu'à 20.78€ le 31 mai 2013 pour un cours de l'action à 17.67€. Malgré le manque d'informations sur la liquidité de l'OCEANE, du fait d'échanges s'effectuant essentiellement hors marché, on peut supposer que cette liquidité demeure largement inférieure à celle de l'action et que le marché soit ainsi plus lent à s'arbitrer.

Le 25 juin 2013, suite au relèvement de l'offre à 17.50€ par action et 19.79€ par OCEANE, le cours de cette dernière évoluait entre 19.65€ et 20.17€ jusqu'au 12 mars 2014, date où Strategic Holdings a commencé à acquérir des actions (cf. analyse du cours de l'action). Les cours les plus hauts sur la période correspondent aux deux jours de bourse précédant le détachement du coupon de 1€ le 1er novembre 2013, le cours repassant ensuite sous la barre des 20€.

Corrélativement à la hausse du cours de l'action lié aux achats de Strategic Holdings, le cours de l'OCEANE a progressé, mais sa valeur en pourcentage du cours de l'action, qui s'était stabilisée entre 112% et 113% suite au détachement du coupon (ratio de conversion à 1.124), s'est alors réduite. Après l'annonce de l'OPA initiée par Global Resorts à un prix de 21€ par action et 22.41€ par OCEANE, sur la base d'un ratio de conversion supposé à 1.067 au lieu des 1.124 toujours en vigueur, l'évolution du cours de l'OCEANE s'est complexifiée du fait des différentes possibilités offertes aux porteurs d'OCEANE et détaillées ci-après.

3. Possibilités offertes aux porteurs d'OCEANE

Du fait des deux offres publiques d'achat visant les OCEANE et de l'éventuel changement de contrôle induit, un panel de possibilités est offert aux porteurs d'OCEANE. L'étude de chacune d'entre elles et particulièrement de la valeur obtenue par le porteur permet d'aboutir à la valorisation des OCEANE.

a. Apporter ses OCEANE à une des deux offres publiques d'achat

L'OPA initiée par Gaillon Invest est d'ores et déjà ouverte et tout porteur d'OCEANE peut décider d'apporter ses titres à l'offre pour un prix de 18.79€ (coupon attaché) par OCEANE.

L'OPA initiée par Global Resorts est en attente du visa de conformité de l'AMF et le calendrier indicatif prévoit à ce stade une ouverture de cette offre le 7 août 2014. Une fois le calendrier définitif publié par l'AMF, tout porteur d'OCEANE pourra décider d'apporter ses titres à l'offre pour un prix de 22.41€ (coupon attaché) par OCEANE.

b. Garder les OCEANE pendant la période de l'offre puis en demander le remboursement anticipé

En cas de changement de contrôle, ce qui interviendrait nécessairement en cas de succès de l'une des deux OPA, tout porteur d'OCEANE pourra demander le remboursement anticipé en espèces de tout ou partie de ses OCEANE. Le prix de remboursement sera égal au pair majoré des intérêts courus jusqu'à la date fixée pour le remboursement anticipé.

En se basant sur le calendrier indicatif de l'offre initiée par Global Resorts, les résultats définitifs de l'offre seraient publiés le 18 septembre 2014. La date de remboursement anticipée fixée devant être comprise entre le 25ème et le 30ème jour ouvré suivant la date de changement de contrôle, celui-ci ne pourrait avoir lieu avant le 23 octobre 2014. Les intérêts courus porteraient seraient alors de 0.975€. Le prix de remboursement anticipé serait donc de 17.34€.

c. Demander l'attribution d'actions

Tout porteur d'OCEANE peut, à tout moment, faire valoir son droit à l'attribution d'actions de la société. Comme indiqué précédemment, le ratio d'attribution d'actions en vigueur est de 1.124 actions pour une OCEANE. En cas d'exercice du droit à l'attribution d'actions en période d'offre publique, les actions seront livrées dans un délai maximum de trois jours ouvrés à compter de la date de demande.

Depuis le 1^{er} juillet 2014 et suite à l'annonce de l'OPA initiée par Global Resorts, le cours de l'action évolue dans une fourchette comprise entre 21€ et 21.5€, quelque peu au-dessus du prix par action proposé de 21€, le marché spéculant sur une éventuelle surenchère. Un porteur d'OCEANE exerçant son droit à l'attribution d'actions recevra donc une valeur en actions comprise entre 23.60€ et 24.17€ pour un cours de l'action compris entre 21€ et 21.5€.

Le porteur d'OCEANE exerçant son droit à l'attribution d'actions subirait le risque d'une baisse du cours de l'action dans les trois jours ouvrés, du fait du délai de livraison des titres. S'il souhaitait couvrir ce risque, il devrait alors se porter acquéreur d'une option de vente sur l'action, de maturité trois jours. Du fait des offres publiques annoncées, la volatilité à prendre en compte pour l'évaluation du prix de l'option de vente sur une durée de seulement trois jours est une volatilité calculée sur une période extrêmement courte. La volatilité du cours de l'action depuis le 2 juillet 2014 (l'annonce de l'OPA Global Resorts ayant eu lieu le 30 juin après bourse et ayant donc influé sur l'évolution du cours de l'action le 1^{er} juillet) est de 4%. Au niveau de volatilité actuel, le prix d'une option de vente sur l'action à la monnaie et de maturité 3 jours est évaluée à 0.030€. La couverture du risque lié à la livraison des actions dans un délai de trois jours ne modifie donc pas substantiellement les résultats présentés ci-dessus.

Au 18 juillet 2014, un porteur d'OCEANE peut donc exercer son droit à l'attribution de 1.124 actions et se porter acquéreur d'une option de vente sur 1.124 actions de prix d'exercice 21.25€ (cours coté le 18 juillet 2014) et de maturité 3 jours (durée de livraison des titres). La valeur obtenue après la vente des actions sera alors au minimum de 23.85€.

Le porteur d'OCEANE peut aussi décider de demander l'attribution de 1.124 actions sans l'intention de les vendre sur le marché afin de pouvoir profiter d'une éventuelle surenchère²⁵.

Si Gaillon Invest venait à renoncer à son offre, ce qui est autorisé par le règlement général de l'AMF dans les 5 jours ouvrés suivant l'ouverture d'une offre concurrente, le ratio d'attribution serait alors ajusté afin de s'adapter aux modalités de l'offre Global Resorts. Le nouveau ratio d'attribution d'actions (NRAA) serait alors déterminé en appliquant l'Équation 1.

Le nombre de jours exacts restant à courir entre la date d'ouverture de l'offre prévue le 7 août et la date d'échéance des obligations serait de 451 jours, soit un nouveau ratio d'attribution d'actions de 1.067 actions pour une OCEANE.

Un porteur d'OCEANE exerçant son droit à l'attribution d'actions recevrait alors une valeur en actions comprise entre 22.41€ et 22.94€ pour un cours de l'action compris entre 21€ et 21.5€.

Le prospectus d'émission de l'OCEANE ne prend pas en compte explicitement la situation où deux offres seraient ouvertes concomitamment²⁶ et l'éventuel ajustement du ratio d'attribution à la valeur de 1.067 indiquée ci-dessus.

d. Conserver les OCEANE

Le porteur peut aussi décider de ne faire valoir aucun des droits cités ci-dessus et conserver ses OCEANE, par exemple s'il estime que la valeur de celle-ci est supérieure aux sommes proposées dans les différents cas précédemment exposés. La partie qui suit analyse de ce fait la valorisation théorique des OCEANE.

Il existe enfin un dernier scénario, celui du remboursement anticipé au gré de la société, sur lequel le porteur n'a pas la main, présenté plus loin.

4. Valorisation théorique des OCEANE

L'OCEANE est une obligation hybride, composée d'une part obligataire (ci-après le plancher actuariel) et d'une part optionnelle liée au droit de se voir attribuer des actions de la société. Le porteur d'OCEANE peut demander cette attribution à tout moment, ce qui est assimilé à une option américaine, mais renonce définitivement au plancher actuariel en contrepartie d'actions de la société. Son droit au dividende vaut pour l'ensemble de l'exercice en cours, mais il ne perçoit aucun intérêt couru.

Afin de prendre en compte les caractéristiques spécifiques de l'OCEANE, la valorisation nécessite l'utilisation d'un arbre binomial, dont les caractéristiques sont présentées ci-dessous.

²⁵ Il est à noter que la conversion de toutes les OCEANE sur la base du ratio d'attribution actuel conduirait à dépasser le plafond d'autorisation d'émission de 5 millions d'actions nouvelles (cf. note d'émission des OCEANE). Dans ces conditions, une partie des porteurs demandant la conversion seraient rémunérés en numéraire.

²⁶ Si Gaillon Invest ne renonçait pas à son offre

a. Paramètres de valorisation

Maturité des OCEANE

Le porteur d'OCEANE peut exercer son droit à l'attribution d'actions jusqu'au 7^{ème} jour ouvré inclus qui précède la date de remboursement normal, soit le 22 octobre 2015. Au 18 juillet 2014, la durée de vie restante de la part optionnelle des OCEANE était donc de 1.26 année. Le porteur d'OCEANE n'ayant pas exercé son droit à l'attribution d'actions avant cette date verra son OCEANE être remboursée au pair le 1er novembre 2015. Au 18 juillet 2014, la durée de vie restante du plancher actuariel des OCEANE était de 1.29 année.

Taux sans risque

Le taux sans risque utilisé correspond à la durée de vie restante du plancher actuariel des OCEANE, soit 1.29 année. Il résulte de l'interpolation linéaire entre les taux TEC Français à 1 an et à 2 ans et s'établit à 0.11% au 18 juillet 2014.

Risque de crédit

Ni la société ni l'OCEANE ne font l'objet d'une notation d'agence. La valorisation de l'OCEANE nécessite l'estimation du risque de crédit de la société pendant la durée de vie restante du plancher actuariel des OCEANE, soit 1.29 année.

La société est suivie dans le modèle TRIVAL d'Associés en Finance. Parmi les paramètres d'évaluation du risque associé à une société, le risque financier s'apparente aux notations des agences de rating financier. Le risque financier, qui s'étage sur une échelle croissante entre 1 et 5 (3 étant la note médiane), mesure la solidité de la structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement (cf. en annexe la méthodologie). Le risque financier de la société Club Méditerranée dans le modèle TRIVAL est de 3, équivalent à une notation d'agence BBB. Le *spread* de crédit utilisé correspond à la durée de vie restante des OCEANE et résulte de l'interpolation linéaire entre le spread moyen pour une société non-financière de la zone euro de notation BBB à 1 an et à 2 ans (*source Bloomberg*). Il s'établit à 0.66% au 18 juillet 2014.

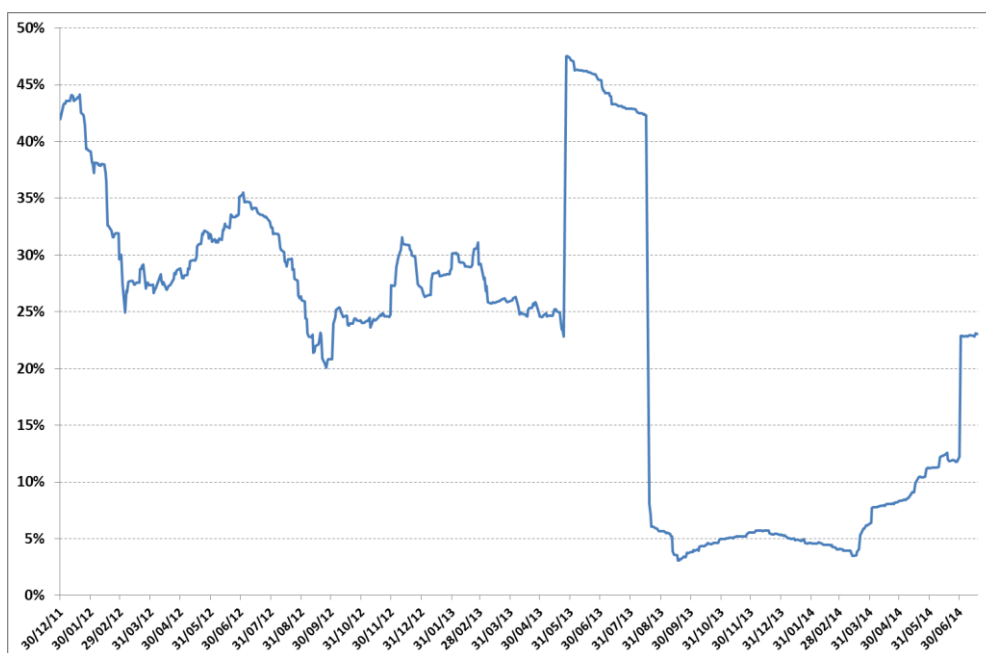
Taux de rendement

La société n'ayant pas versé de dividende sur les 10 dernières années, le rendement utilisé est de 0%.

Taux de prêt-emprunt de titres

Un taux de prêt-emprunt de titres de 1% est utilisé dans la valorisation.

Figure 10
Volatilité quotidienne sur 60 jours ouvrés



A partir du 27 mai 2013, date d'annonce de l'OPA initiée par Gaillon Invest, la volatilité sur 60 jours ouvrés évolue de façon erratique et ne peut plus être prise en considération, le cours du titre étant depuis cette date influencé par les deux OPA successives. Au 24 mai 2013, la volatilité sur 60 jours ouvrés s'établissait à 22.8% et évoluait entre 23% et 27% sur les derniers mois, justifiant l'utilisation d'une volatilité de 25% dans la valorisation.

Cours de l'action de référence

Au 18 juillet 2014, le cours de l'action Club Méditerranée est de 21.25€. Les travaux de valorisation sont aussi effectués en utilisant le prix proposé par Global Resorts pour les actions Club Méditerranée soit 21€.

Flux intermédiaires

Le versement d'un coupon de 1€ est prévu pour le 1er novembre 2014. Les porteurs d'OCEANE exerçant leur droit à l'attribution d'actions avant cette date renoncent au versement de ce coupon intermédiaire, ce qui n'est pas le cas de ceux exerçant leur droit à l'attribution d'actions entre le 1^{er} novembre 2014 et le 22 octobre 2015.

b. Résultats de la valorisation théorique

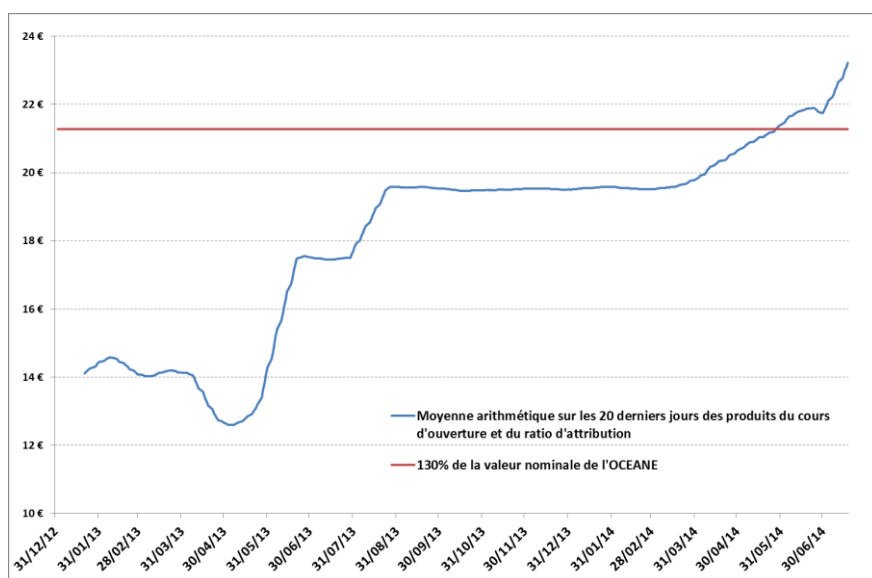
La valorisation théorique de l'OCEANE est alors de 22.70€ pour un cours de référence à 21.25€ et de 22.51€ pour un cours de référence à 21€, soit un plancher actuariel de 18.20€ et une part optionnelle de 4.50€ pour un cours de référence à 21.25€ et 4.31€ pour un cours de référence de 21€.

Cependant, le porteur d'OCEANE est alors soumis au risque de remboursement anticipé au gré de la société.

5. Remboursement anticipé au gré de la société

Comme spécifié dans les principales caractéristiques des OCEANE à l'émission, la société peut désormais, sous réserve d'un préavis de 30 jours calendaires, procéder au remboursement anticipé de la totalité des OCEANE en circulation si la moyenne arithmétique, calculée sur 20 jours de bourse consécutifs parmi les 30 qui précèdent la parution de l'avis de remboursement anticipé, des produits du premier cours coté de l'action de la Société constatés sur Euronext Paris et du Ratio d'Attribution d'Actions en vigueur à chaque date, excède 130% de la valeur nominale des OCEANE.

Figure 11
Remboursement anticipé au gré de la société



Au 18 juillet 2014, la moyenne arithmétique sur les 20 derniers jours de bourse des produits du cours d'ouverture de l'action et du ratio d'attribution de 1.124 s'établit à 23.23€. 130% de la valeur nominale d'une OCEANE correspond à 21.27€.

Sous réserve d'un préavis de 30 jours calendaires, la société est en droit de procéder au remboursement anticipé des OCEANE depuis le 28 mai 2014.

La valeur de remboursement anticipé correspond au pair majoré des intérêts courus depuis la dernière date de paiement d'intérêts jusqu'à la date fixée pour le remboursement anticipé. Si la société venait à annoncer le 19 juillet 2014 (*date choisie à titre d'illustration*) son intention de procéder au remboursement anticipé des OCEANE en circulation, la date pourrait être fixée au 1er septembre 2014. Le coupon couru serait alors de 0.833€ et la valeur de remboursement anticipée s'établirait à 17.20€.

Cependant, une annonce de la société dans ce sens serait assimilable à une attribution d'action forcée. En effet, le porteur d'OCEANE aurait alors le choix de :

- Conserver son OCEANE et obtenir 17.20€ le 1^{er} septembre 2014 ;
- Demander l'attribution d'actions pour son OCEANE et obtenir une valeur en actions correspondant à 23.89€ au 19 juillet 2014²⁷.

6. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'offre par OCEANE présentés par les banques conseils de Global Resorts

a. Approche par les cours de bourse

Les OCEANE étant majoritairement échangées hors marché, le cours de clôture dépend du contributeur choisi, ainsi que du type de cours choisi (*bid, ask, mid, trade*). Les banques présentatrices de l'offre de Global Resorts calculent une prime de prix d'offre par rapport au cours de clôture au 24 mai 2013 (soit 19.08€ dans les travaux des banques). Deux remarques peuvent être apportées : l'OCEANE a un marché boursier limité, par ailleurs, le calcul de primes par rapport à une valeur boursière il y a plus d'un an est peu pertinent.

b. Approche par la valeur théorique

Le spread de crédit utilisé par les banques est de 250 points de base et justifié par le niveau moyen de l'indice « Markit I-Traxx Europe Crossover ». Celui-ci est composé de plus de 50 sociétés européennes *non-investment grade* et utilisé pour une maturité de 5 ans. L'utilisation d'un indice ne correspondant pas à la maturité résiduelle des OCEANE, qui n'est plus que de 1.29 année au 18 juillet 2014, tend à surestimer le *spread* de crédit.

Le prix de l'action de référence utilisé est de 13.85€, correspondant au cours de clôture précédant l'annonce de l'OPA initiée par Gaillon Invest. Pour notre part, nous avons calculé la valorisation théorique des OCEANE par rapport au cours actuel, le porteur cherchant à comparer son intérêt en apportant ses titres à l'offre à son intérêt en les conservant. Le retour du cours de l'action au niveau de 13.85€ du 24 mai 2013 paraît une hypothèse forte.

La valorisation est aussi effectuée sur la base d'un cours de l'action sous-jacente de 21€ correspondant au prix d'offre. La valeur théorique obtenue de 21.50€ diverge d'environ 1€ de notre valeur de 22.51€ pour le même prix de l'action sous-jacente.

c. Approche par le prix de remboursement anticipé

La date de changement de contrôle considérée est la date de règlement-livraison de l'offre, estimée au 23 septembre 2014. Dans notre valorisation, il s'agit de la date de publication par l'AMF de l'avis de résultat définitif de l'offre, soit le 18 septembre 2014. La date de remboursement anticipée est ensuite fixée le 30^{ème} jour ouvré suivant (hypothèse haute) et le 25^{ème} jour suivant (hypothèse basse) dans notre valorisation.

²⁷ La livraison des actions aurait alors lieu sous maximum trois jours calendaires

d. Approche par la valeur de conversion en cas d'offre publique

La valeur de conversion en cas d'offre publique est effectuée sur la base du cours de l'offre par action de 21€ et du ratio d'attribution actuellement en vigueur et ressort supérieure au prix de l'offre par OCEANE (23.60€ contre 22.41€). Le prix d'offre à 22.41 € est en fait le prix résultant de la conversion en tenant compte du ratio d'attribution qui prévaudrait si Gaillon Invest renonçait à son offre (soit 1.067).

7. Conclusion sur l'analyse du prix de l'offre sur l'OCEANE

L'offre de Global Resorts valorise l'OCEANE à 22.41€, ce prix d'offre se compare aux différents cas de figure indiqués ci-dessus et résumés dans le Tableau 25.

Tableau 25
Synthèse des possibilités offertes au porteur d'OCEANE et valeur obtenue

	Valeur obtenue
Remboursement anticipé	17.34 €
Attribution d'actions, couverture du risque sur la durée de livraison et vente des actions	23.85 €
Valorisation théorique de l'OCEANE	22.70 €
Apport à l'offre Gaillon Invest	18.79 €
Apport à l'offre Global Resorts	22.41 €

Le prix d'offre de 22.41€ correspond à la stricte contrepartie du prix d'offre sur l'action si le ratio d'attribution passait effectivement à 1.067 à l'ouverture de l'offre de Global Resorts (et qui serait en vigueur en cas de renoncement à son offre par Gaillon Invest). Ce prix d'offre s'établit légèrement en dessous de la valeur intrinsèque de l'OCEANE. Toutefois la stratégie de conservation de l'OCEANE exposerait son détenteur à un risque de liquidité, le mouvement de conversion des OCEANE en actions étant actuellement important.

Quelle que soit la valeur du ratio d'attribution en cas ou non de renonciation à son offre par Gaillon Invest (1.124 ou 1.067), le porteur d'OCEANE a intérêt actuellement à demander l'attribution d'actions qui lui permet à la fois de bénéficier du ratio d'attribution le plus élevé, de l'effet sur le cours induit par l'annonce de l'offre de Global Resorts sur l'action, tout en profitant éventuellement ultérieurement d'une surenchère²⁸ possible sur le prix de l'action. La valeur qu'il obtiendrait en demandant l'attribution d'actions est supérieure au prix d'offre de 22.41€ sur l'OCEANE, dès lors que le prix de l'action demeure au-dessus de 19.94€.

²⁸ Rappelons que la conversion de toutes les OCEANE sur la base du ratio d'attribution actuel conduirait à dépasser le plafond d'autorisation d'émission de titres. Dans ces conditions, une partie des porteurs demandant la conversion seraient rémunérés en numéraire.

VIII. Conclusion d'Associés en Finance

Global Resorts a déposé le 30 juin 2014 un projet d'offre publique non sollicitée sur la totalité des actions ordinaires et sur la totalité des OCEANE émises par Club Méditerranée. S'agissant d'une offre portant sur deux catégories de titres distinctes, le conseil d'administration de Club Méditerranée a désigné Associés en Finance, conformément à la réglementation boursière, aux fins de s'assurer du caractère équitable des prix proposés aux actionnaires, 21 € par action, et aux porteurs d'OCEANE, 22.41 €.

Par ailleurs, l'offre initiée fin mai 2013 par Gaillon Invest, déclarée conforme, qui a bénéficié du soutien de la Direction de Club Méditerranée, reste en cours et sa clôture a été reportée à une date non encore déterminée par l'AMF à la date de rédaction de ce rapport.

Dans le cadre de l'Offre, le respect de l'équité des conditions financières proposées impose la réponse à deux questions :

- i. Le caractère équitable de la valorisation implicite de la Société au regard des prix proposés ;
- ii. L'égalité de traitement entre les deux catégories de porteurs de titres visés par l'Offre.

Le résultat de nos travaux au travers de l'analyse multicritères indique, pour les méthodes retenues, les prix par action suivants :

- L'approche analogique par la méthode des comparables, sur la base des multiples 2016 indique une valeur de 21.4 €, dans une fourchette comprise entre 17.8 € et 25.1 € par action ;
- L'approche intrinsèque par la méthode de l'actualisation des excédents de trésorerie indique, en prenant en compte l'impact des déficits fiscaux sur la France, une valeur centrale de 21.68 € dans une fourchette de 19.55 € à 24.06 €.

Le prix offert de 21 € par action est très proche des valeurs auxquelles nous parvenons, un écart de 2 à 3 % n'étant pas matériel compte tenu de l'horizon des prévisions. Le prix offert par Global Resorts apparaît donc équitable, l'absence de synergies expliquant l'absence de prime.

Cette proposition est cohérente avec le prix de l'offre précédente du fait de la hausse des multiples, et de la baisse des taux d'actualisation, durant les treize mois passés. Les résultats escomptés pour le futur pour l'ensemble des sociétés cotées, dont Club Méditerranée, sont en retrait par rapport aux espérances et prévisions formulées il y a un an, du fait d'une conjoncture macro-économique mondiale décevante. Mais les politiques monétaires très accommodantes continuent de nourrir la hausse des cours des actions.

Le prix de 21 € par action offre une prime de +10.8% par rapport à la moyenne des cours sur trois mois au 30 juin 2014 et est supérieur de +12.7% au prix de revient par action payé par Strategic Holdings depuis son entrée au capital. Le prix de 22.41 € par OCEANE offre une prime de +9.0% par rapport à son cours moyen sur trois mois avant l'annonce de l'offre de Global Resorts.

Le prix offert par OCEANE s'appuie sur le ratio d'attribution théorique, et donc équitable, qui serait en vigueur au mois d'août si Gaillon Invest renonçait définitivement à son offre et que l'offre de Global Resorts était déclarée conforme. Dès lors, comme indiqué dans ce rapport, les porteurs d'OCEANE bénéficient temporairement d'un effet d'aubaine exogène aux termes de l'offre.

En conclusion, nous considérons que les conditions de cette Offre sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires et les porteurs d'OCEANE Club Méditerranée.

Professeur Bertrand Jacquillat

Daniel Beaumont

IX. Présentation de l'expert

Associés en Finance, société indépendante détenue par ses associés personnes physiques, est sans conflit d'intérêt dans ses domaines d'intervention.

Elle a une expérience de près de quarante ans dans les systèmes d'information financière, d'évaluation de sociétés et les modèles de valorisation. Associés en Finance a développé et entretient un modèle d'évaluation, TRIVAL, et dispose donc de bases de données propriétaires. TRIVAL s'appuie sur des analyses fondamentales. Il détermine pour chacune des 500 sociétés suivies, un taux de rentabilité interne par actualisation d'excédents de trésorerie, un niveau de risque anticipé et une mesure de la liquidité du titre en bourse. Cette analyse est réalisée par une équipe d'une douzaine d'analystes financiers, constituant le bureau d'études indépendant d'Associés en Finance.

Depuis 1994, Associés en Finance a élargi ses activités à des missions d'expertise, en s'appuyant sur la qualité de ses bases de données européennes, sur l'expertise de ses collaborateurs et de son réseau de consultants, et sur son indépendance. Elle a effectué de nombreuses missions de conseil et d'expertise indépendante, dont plus de quatre-vingts portant sur des opérations publiques de marché. Leur liste est consultable sur le site internet de la société www.associes-finance.com. Elle intervient aussi largement dans des missions d'évaluation, d'expertise et de conseil dans des opérations non publiques.

Associés en Finance est intervenu récemment en qualité d'expert indépendant des opérations suivantes sur des actions admises sur un marché réglementé :

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Type d'offre
décembre 2013	Meetic	Match.com	BNP Paribas	OPAS
novembre 2013	LaCie	Seagate	BNP Paribas	OPAS
août 2013	ORPEA (BSAAR)	ORPEA	Natixis	OPAS
juillet 2012	BDAF	BPCE IOM	Banque Palatine	OPR-RO
février 2012	Guyenne et Gascogne	Carrefour	Crédit Agricole CIB / Société Générale	OPA / OPE

Associés en Finance n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général. Les compétences et l'expérience dont Associés en Finance dispose en matière d'analyse et d'évaluation financière ainsi que les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité, préalable à la fois exigeant et indépendant requis par ce type de mission.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les personnes travaillant pour Associés en Finance associées à cette mission sont les suivantes :

- **Bertrand Jacquillat**, Président Directeur Général et Co-Fondateur d'Associés en Finance, a exercé de nombreuses fonctions universitaires (Professeur aux Universités de Berkeley, Stanford et Visiting Fellow, Hoover Institution, Professeur à HEC, aux Universités de Lille et de Paris Dauphine (1969-1999)). Professeur émérite des Universités à Sciences Po Paris depuis 1999, il est Vice-Président du Cercle des Economistes, auteur et/ou co-auteur de plus d'une cinquantaine d'articles scientifiques et de nombreux ouvrages. Il est également administrateur de Klépierre et des Presses Universitaires de France.
- **Daniel Beaumont** est Directeur Général Délégué d'Associés en Finance. Son expérience professionnelle, notamment au Crédit Chimique, chez Shearson Lehman et Meeschaert-Rousselle, lui a permis de couvrir tous les domaines d'expertise financière. Il est co-responsable des missions de conseils réalisées et supervise l'équipe d'analystes lors de l'alimentation de la base de données financières prévisionnelles TRIVAL®. Il est Président de la Société Française des Evaluateurs. Il est diplômé d'HEC.
- **Catherine Meyer**, Associée, est analyste et responsable de missions d'évaluation, d'expertise et de conseil, responsable transversale de la Formation et du contrôle qualité des travaux réalisés par la société. Elle est diplômée d'HEC et membre de la SFAF, Société Française des Analystes Financiers.

L'équipe dédiée à cette mission comprenait également Pierre Charmion, titulaire d'un Master 222 – Marchés Financiers et Gestion d'Actifs de l'Université Paris Dauphine, et Thomas Libs, titulaire d'un Master 2 Professionnel « Banque et Finance » de l'Université Panthéon Sorbonne. Tous deux sont analystes financiers et experts en modélisation des produits dérivés.

Rémunération

Les honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'offre) se sont élevés pour cette mission à 120 000 € HT.

X. Annexe : Présentation détaillée du modèle TRIVAL®

Le modèle d'évaluation Trival d'Associés en Finance permet de mesurer l'évolution des paramètres d'évaluation des marchés financiers (primes de risque et d'illiquidité, primes de marché, taux d'intérêt, spread emprunteurs). Trival représente un prolongement du précédent modèle de la Droite de Marché, utilisé de 1977 à 2001.

1. TRIVAL, modèle de coût des fonds propres

La valorisation d'une entreprise sur le marché financier est la résultante de deux facteurs :

- des prévisions de flux ou cash-flows libres à moyen et long terme, qui sont dépendants des niveaux de marge, de croissance, d'intensité capitalistique de l'activité concernée et de structure financière cible ;
- d'un taux de rentabilité exigé par l'investisseur, lui-même fonction du niveau de risque anticipé de l'entité économique évaluée et de la liquidité de ses titres en bourse.

Trival est un modèle d'équilibre des actifs financiers. Les gérants institutionnels l'utilisent pour les aider à la fois dans l'allocation de portefeuille par grandes classes d'actifs (obligations, actions, titres risqués ou peu risqués, titres liquides ou peu liquides, etc.), et dans la sélection de titres individuels. Il est également utilisé par les différents évaluateurs dans le cadre d'opérations de marché ou de rapprochement d'entreprises. La particularité de Trival est de prendre en compte explicitement la liquidité à côté des deux paramètres « classiques » que sont la rentabilité et le risque anticipés. Il constitue une référence en matière de rentabilité attendue sur le marché actions, et corrélativement de primes de marché.

L'univers TRIVAL

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon près de 500 sociétés : environ 360 sociétés de la zone Euro et environ 140 sociétés hors zone euro (principalement des grandes sociétés nord-américaines ou européennes hors zone euro) de taille très différente, avec des flottants s'étageant de 25 millions € pour le plus faible à 455 milliards € pour le plus élevé (environ 200 milliards € pour le flottant le plus élevé parmi les sociétés de la zone euro).

Les paramètres de marché sont calculés à partir du sous-échantillon des valeurs de la zone Euro et mis à jour quotidiennement.

Le taux de rentabilité anticipé : l'actualisation des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires

La rentabilité anticipée est basée sur le calcul des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires, à partir de plans de développement élaborés par le bureau d'analyse financière d'Associés en Finance. Cette méthode, utilisée par l'ensemble des évaluateurs, permet d'englober dans la répartition des flux tant les dividendes que les rachats d'actions. Ces excédents de trésorerie sont déterminés par simulation des bilans compte tenu des besoins d'investissement et d'une structure financière normative. Celle-ci est liée à la volatilité de la valeur des actifs financés qui conditionne la plus ou moins grande confiance des prêteurs. Le coût de la

dette est composé d'un taux pivot affecté d'un écart de taux conforme à la notation de l'entreprise et du spread constaté sur le marché pour celle-ci.

Le modèle de simulation comporte trois périodes. La première vise à passer de la structure actuelle d'endettement à la structure cible, compte tenu de la capacité de croissance interne et externe de l'activité démontrée par la société considérée. La seconde fait converger les variables de rentabilité du groupe considéré vers celles de la moyenne de son secteur d'activité. La troisième période fait converger l'ensemble des secteurs de manière à observer une disparition de la rente économique et d'achever la simulation en calant la valeur finale sur la valeur comptable des fonds propres résiduels.

Le modèle prend en compte plus d'une vingtaine de variables par société. Son objectif est avant tout de faire ressortir les écarts sous-jacents de croissance d'activité, de rentabilité et d'utilisation des capitaux permanents entre les sociétés qui sont directement concurrentes, clientes, etc. Il permet ainsi d'afficher une cohérence macroéconomique. Le taux de croissance des bénéfices anticipé dans le modèle (en juin 2014) s'élève à +3.2 % par an pour la période 2010-2020.

Les flux disponibles pour l'investisseur sont calculés après paiement de l'impôt sur les sociétés, des frais financiers et des flux de la dette, remboursements ou nouveaux emprunts. Le taux de rentabilité anticipé ressortant de ce calcul est donc un taux de rentabilité attendu sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôt sur les sociétés, mais avant imposition de l'actionnaire.

De l'actif économique à l'actif financier coté

Les simulations microéconomiques sur un portefeuille d'actifs industriels ne correspondent pas toujours à la réalité financière et juridique de l'actif financier coté. Un premier ajustement passe par la prise en compte des intérêts minoritaires, des participations qui ne sont pas consolidées par intégration globale, et des plus et moins-values latentes sur actifs financiers. Un second ajustement passe par la prise en compte au niveau de la « part du groupe » des différents titres (actions ordinaires, actions préférentielles) et l'adoption d'un nombre d'actions normalisé.

Le taux de rentabilité anticipé est le taux d'actualisation qui rend la somme de la valeur actuelle des flux prévus et des ajustements liés aux comptes consolidés évoqués dans le paragraphe précédent égale à la capitalisation boursière. C'est donc un taux de rentabilité attendue sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôts sur les sociétés mais avant imposition de l'actionnaire.

Le risque anticipé

Une des particularités des modèles développés par Associés en Finance est de se référer non pas à un coefficient bêta calculé ex-post à partir des cours de bourse mais à un risque anticipé. Les premiers présentent en effet l'inconvénient de coefficients de corrélation peu convaincants entraînant leur instabilité et leur faible significativité.

Le risque anticipé résulte de la combinaison d'un risque de prévision, d'un risque financier et d'un risque sectoriel.

Le *risque de prévision* correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le risque de prévision est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices, qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre une note qualitative propre au bureau d'analyse financière d'Associés en Finance représentant la synthèse de douze critères d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats. Le risque de prévision s'étage sur une échelle de 1 à 9, pour une note médiane de 5.

Le *risque financier* s'apparente aux notations des agences de rating financier. Le risque financier, qui s'étage sur une échelle croissante entre 1 et 5 (3 étant la note médiane), mesure la solidité de la structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement. Il tient compte, sur la base des flux prévisionnels élaborés par Associés en Finance, de la structure financière de la société (dettes sur valeur d'entreprise), de la taille et la volatilité des actifs, de la couverture des charges financières par l'exploitation et du nombre d'années de *cash flows* que représente la dette.

Le *risque sectoriel* correspond au bêta boursier de l'indice sectoriel auquel appartient la société analysée.

La liquidité

Elle est évaluée dans le modèle par la liquidité structurelle, à savoir le flottant, comme c'est désormais le cas dans la pondération des grands indices boursiers, et par la liquidité conjoncturelle. Le coefficient affecté à la liquidité est normé à un.

La liquidité structurelle s'exprime par le rapport de l'inverse du logarithme du flottant d'un groupe coté à la moyenne des inverses des logarithmes du flottant de chacune des sociétés de l'échantillon.

La liquidité conjoncturelle est appréhendée par l'inverse du logarithme du montant de capitaux négociables pour une variation de 1 % du cours.

Les sociétés sont rangées par ordre de liquidité décroissante –ou illiquidité croissante– afin d'obtenir une pente positive comme dans le cas de la prime de risque. Les valeurs très liquides ont un coefficient d'illiquidité inférieur à 1, les valeurs peu liquides ayant un coefficient d'illiquidité supérieur à 1.

L'ajout dans *Trival* du facteur liquidité dans la valorisation des actifs financiers apporte une réelle contribution. On constate en effet en général une indépendance entre le risque et la liquidité, c'est à dire que par sous-échantillon de liquidité le risque est invariant, et que par sous-échantillon de risque, la liquidité est également invariante.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque relatif et d'illiquidité relative, permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût des fonds propres.

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque, la prime d'illiquidité, et un résidu. La prise en compte de la liquidité permet de mieux expliquer les valorisations, puisque le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est en général supérieur à 65 % (75 % actuellement).

2. TRIVAL plan WACC : modèle d'estimation direct du coût moyen du capital

A partir des données calculées précédemment pour chacune des sociétés suivies et pour l'ensemble du marché actions, il est possible de calculer le coût moyen pondéré du capital (Wacc).

L'approche traditionnelle en la matière consiste à calculer le coût moyen pondéré du capital en fonction des proportions respectives du capital et de la dette par rapport au total de capitaux employés en valeur de marche (valeur d'entreprise = capitalisation boursière ajustée + dettes). Les résultats de cette méthode sont assez sensibles à la pondération respective accordée au financement par dette et au financement par capitaux propres.

Pour cette raison, Associés en Finance a développé une méthode directe d'estimation du coût moyen du capital : à partir des flux prévus pour chaque société déterminés selon la méthode décrite ci-dessus, il est possible de calculer directement le Wacc.

En pratique, à partir des projections de flux dans Trival, on régresse :

- Les taux actuariels obtenus en comparant les cash-flows (avant prise en compte des frais financiers et après impôt) à la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée et dettes) ;

- Les deux attributs que sont le risque opérationnel (à risque financier moyen) et la taille des actifs mis en œuvre. Le risque opérationnel est calculé selon la méthodologie exposée dans le paragraphe 1, à la différence près que la note de risque financier est bloquée à la note médiane 3 (le calcul est neutre dans un premier temps vis-à-vis de la structure financière : il s'agit de déterminer une valeur d'entreprise théorique avant prise en compte de la structure financière) et que les risques obtenus sont normés sur une moyenne de 1.0. La taille des actifs mis en œuvre est calculée à partir de la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée majorée des dettes).

L'ensemble des calculs du plan Wacc est effectué hors valeurs bancaires.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque opérationnel et de taille des actifs, directement dérivés des éléments utilisés pour la détermination du coût des fonds propres (paragraphe 1), permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût moyen pondéré des capitaux (Wacc).

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque opérationnel, la prime de taille et l'ordonnée du plan. Le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est actuellement de 70%.

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

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

Henri Giscard d'Estaing, Président Directeur Général