

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

VISANT LES ACTIONS ET LES BSAAR DE



INITIEE PAR

BATIPART INVEST ET FINANCIERE OG

ET PRESENTTEE PAR



CORPORATE FINANCE

NOTE EN REPONSE ETABLIE PAR GROUPE PROMEO SA



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

En application de l'article L.621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n° 14-475 en date du 1^{er} septembre 2014 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Groupe Proméo et engage la responsabilité de ses signataires.

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

Avis Important

En application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet HAF Audit & Conseil, membre de Crowe Horwath International, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur les sites internet de Groupe Proméo SA (<http://www.promeo.fr>) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenue sans frais auprès de :

GROUPE PROMEO SA

547 quai des Moulins Espace Don Quichotte
34200 Sète

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Groupe Proméo SA, seront mises à la disposition du public dans les mêmes conditions, la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée.

Un communiqué de presse sera publié conformément aux dispositions de l'article 221-3 du règlement général de l'AMF afin d'informer le public de la mise à disposition de ces documents.

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	3
2.	MOTIFS DE L'OFFRE.....	3
3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE GROUPE PROMEO SA	4
4.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE PROMEO SA	5
5.	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS D'AUTOCONTROLE.....	5
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	5
7.	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	6
7.1	<i>Structure et répartition du capital</i>	<i>6</i>
7.2	<i>Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce</i>	<i>6</i>
7.3	<i>Participations directes et indirectes représentant plus de 5% du capital et des droits de vote de Proméo.....</i>	<i>6</i>
7.4	<i>Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci</i>	<i>6</i>
7.5	<i>Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier</i>	<i>6</i>
7.6	<i>Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote</i>	<i>7</i>
7.7	<i>Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de Proméo</i>	<i>7</i>
7.8	<i>Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission et de rachat d'Actions.....</i>	<i>7</i>
7.9	<i>Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société</i>	<i>7</i>
7.10	<i>Accords prévoyant des indemnités de départ et de licenciement pour les membres du conseil d'administration de Proméo et ses principaux salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique</i>	<i>7</i>
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	8
9.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE.....	67
10.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	67

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application de l'article L. 433-1 du Code monétaire et financier et du Titre III du Livre II et plus particulièrement de l'article 233-1 1° du règlement général de l'AMF, Batipart Invest, société anonyme de droit luxembourgeois, dont le siège est 4-6 rue du Fort Rheinsheim, L-2419 Luxembourg, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B116420 et Financière OG, société à responsabilité, dont le siège est situé Espace Don Quichotte, 547 Quai des Moulins à Sète (34200), France, immatriculée sous le numéro 509 179 586 RCS Montpellier (ci-après collectivement dénommés les **"Initiateurs"** ; les Initiateurs agissant de concert entre eux ainsi qu'avec Financière du Parc, société à responsabilité, dont le siège est situé 3 avenue de la Gare à Balaruc-les-Bains (34540), France, immatriculée sous le numéro 509 180 576 RCS Montpellier et Mesdames Anne, Jocelyne et Laëtitia Ganivenq (le **"Concert"**)) se sont engagés irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de la société Groupe Proméo SA, société anonyme au capital de 3.061.374 euros divisé en 3.061.374 actions d'1 euro (un euro) de valeur nominale chacune, dont le siège social est situé Espace Don Quichotte, 547 Quai des Moulins à Sète (34200), France, immatriculée sous le numéro 430 417 600 RCS Montpellier (**"Proméo"** ou la **"Société"**) et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Alternext de Euronext à Paris (ISIN : FR0010254466), d'acquérir dans les conditions décrites ci-après (**"Offre"**) :

- a) la totalité des actions de la Société admises aux négociations sur le marché Alternext de Euronext à Paris (ISIN : FR0010254466) (les **"Actions"**) émises ou à émettre à raison de l'exercice des BSAAR définis ci-dessous, non détenues par le Concert et par la Société elle-même, soit au 22 juillet 2014 un nombre de 218.552 Actions, au prix de 33,50 euros par Action payable exclusivement en numéraire ; et
- b) la totalité des bons de souscription d'achat et/ou d'acquisition d'actions remboursables admis aux négociations sur le marché Alternext de Euronext à Paris (ISIN : FR0010563916) (les **"BSAAR"**), non détenus par le Concert et par la Société elle-même, soit au 22 juillet 2014 un nombre de 41.956 BSAAR, au prix de 0,50 euros par BSAAR payable exclusivement en numéraire ;
(les Actions et les BSAAR étant collectivement dénommés les **"Titres"**).

Oddo Corporate Finance (**"Oddo"**) est l'établissement présentateur de l'Offre et garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par les Initiateurs dans le cadre de l'Offre.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément à l'article 233-1 1° du règlement général de l'AMF.

Les Initiateurs ont l'intention de demander à l'AMF, dans le délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant (i) les Actions de Proméo non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires si elles ne représentent pas plus de 5% du capital et des droits de vote de Proméo et (ii) les BSAAR dès lors que les Actions susceptibles d'être créées par souscription ou achat suite à l'exercice des BSAAR non présentés à l'Offre une fois additionnées avec les Actions existantes non présentées à l'Offre s'ils ne représentent pas plus de 5% de la somme des Titres de capital existants ou susceptibles d'être créés, conformément à l'article L. 433-4 III du Code monétaire et financier et aux articles 237-14 à 237-19 du règlement général de l'AMF, moyennant le paiement d'une indemnisation de 33,50 euros par Action et de 0,50 euros par BSAAR.

Postérieurement au dépôt du projet d'offre publique d'achat simplifié, et préalablement à l'ouverture de l'Offre, les Initiateurs ont acquis 65.565 Actions et 12.586 BSAAR. Ainsi, les Titres susceptibles d'être acquis dans le cadre de l'Offre s'élèvent à 152.987 Actions et 29.370 BSAAR.

2. MOTIFS DE L'OFFRE

Les Initiateurs, agissant de concert vis-à-vis de la Société, envisagent une opération de restructuration capitalistique des deux branches d'activités de la Société, à savoir la participation de la Société dans la société Vacalians Group (**"Vacalians"**) correspondant à l'activité d'hôtellerie de plein air d'une part, et son activité de promotion immobilière d'autre part.

D'un point de vue pratique, cette restructuration prendrait la forme d'une réduction du capital de la Société réalisée par rachat-annulation d'Actions offerte à l'ensemble des actionnaires mais à laquelle seule Batipart Invest apporterait ses titres (la **"Restructuration"**). Dans le cadre de cette réduction de capital, le prix de rachat des Actions devant être acquitté par la Société serait principalement payé en titres Vacalians et en numéraire pour le solde.

Une telle opération ne pouvant être réalisée que dans une société non cotée, les titres remis en rémunération de la réduction de capital de la Société envisagée étant eux-mêmes des titres non cotés, les Initiateurs souhaitent au préalable offrir une liquidité aux actionnaires minoritaires de la Société dans le cadre de la présente Offre en vue de pouvoir initier une procédure de retrait obligatoire dans l'hypothèse où les Actions détenues par les actionnaires minoritaires de Proméo ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de cette dernière.

A l'issue de la Restructuration, les Initiateurs continueraient à gérer de manière concertée leurs participations respectives dans Vacalians alors que la gestion de l'activité de promotion immobilière de la Société relèverait uniquement de Gilbert Ganivenq et Olivier Ganivenq. Les modalités de gestion commune de Vacalians postérieurement à la Restructuration seront déterminées dans le cadre des discussions relatives à cette dernière et ne sont par conséquent pas encore définies à ce jour.

En conséquence, Batipart Invest, Financière OG et Financière du Parc (société intégralement contrôlée par Monsieur Gilbert Ganivenq) ont conclu le 22 juillet 2014 un protocole d'accord (le "**Protocole**") aux termes duquel ils ont précisé leurs engagements respectifs pour la mise en œuvre de la présente Offre et du projet de Restructuration, sous réserve de la réalisation préalable du retrait obligatoire.

Les valorisations retenues pour chacune des deux branches d'activités de la Société dans le cadre de la Restructuration seront en ligne avec celles retenues pour la valorisation de la Société dans le cadre de l'Offre et du retrait obligatoire.

Le Protocole prévoit ainsi que les Initiateurs s'engagent, chacun pour ce qui le concerne, à faire en sorte qu'une réunion du conseil d'administration de la Société soit convoquée, dans les plus brefs délais après réalisation du retrait obligatoire, ayant notamment pour ordre du jour l'émission de 250 obligations nouvelles d'une valeur nominale de 10.000 € chacune et dont les caractéristiques et modalités seront identiques aux obligations émises par la Société le 22 janvier 2013 auxquelles elles seront entièrement assimilables (les "**Obligations**"). Les Initiateurs s'engagent, chacun pour ce qui le concerne, à voter en faveur de toutes décisions nécessaires afférentes à l'émission des Obligations.

Les Initiateurs s'engagent, chacun pour ce qui le concerne, à faire en sorte que le conseil d'administration de la Société convoque alors une assemblée générale extraordinaire ayant notamment pour ordre du jour :

- une réduction du capital de la Société, non motivée par les pertes, d'un montant nominal de 118.561 € par annulation des Actions autodétenues ; et
- une réduction du capital de la Société, non motivée par les pertes, d'un montant nominal de 1.328.250 € à réaliser par rachat-annulation d'Actions (la "**Réduction de Capital**") ;

les Initiateurs s'engagent, chacun pour ce qui le concerne, à voter en faveur de toutes résolutions nécessaires afférentes aux résolutions susvisées et, en particulier, à la Réduction de Capital.

Les Initiateurs conviennent que 5.313 Actions apportées à la Réduction de Capital donneront droit à leur titulaire de recevoir :

- 113.800 actions Vacalians ; et
- 37.288 €, dont 10.000 € payés par la remise d'une Obligation souscrite par compensation de créances et 27.288 € payés en numéraire.

Dans le cadre de la Réduction de Capital, Batipart Invest s'engage à apporter 1.328.250 Actions au rachat et Financière OG et Financière du Parc s'engage à n'apporter aucune de leurs Actions.

En outre, les Initiateurs s'engagent à conserver la totalité des BSAAR qu'ils détiennent et détiendront à l'issue de l'Offre et à ne pas les exercer et ce jusqu'à la date de leur échéance, soit le 12 février 2015.

Sous réserve de la réalisation de la Réduction de Capital, Batipart Invest s'engage à ce que les membres du conseil d'administration de la Société qu'elle a nommés démissionnent dans les meilleurs délais.

3. **AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE GROUPE PROMEO SA**

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration de la Société se sont réunis le 22 juillet 2014, au siège social de Proméo, sur convocation faite conformément aux statuts de la Société, afin d'examiner le projet d'Offre. L'ensemble des membres du conseil étaient présents et représentés. Les débats et le vote sur l'avis motivé du conseil d'administration se

sont tenus sous la présidence de M. Gilbert Ganivenq, en qualité de Président du conseil d'administration, conformément à l'article 16 des statuts de la Société.

Préalablement à la réunion, les membres du conseil d'administration, y compris les membres indépendants, ont eu connaissance :

- du projet de note d'information des Initiateurs contenant les caractéristiques du projet d'Offre et comprenant les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Oddo ;
- du rapport de l'expert indépendant établi par le cabinet HAF Audit & Conseil, membre de Crowe Horwath International, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, conformément aux articles 261-1 I 1° et II du règlement général de l'AMF, désigné par le conseil d'administration de Proméo ; et
- du projet de note en réponse de Proméo.

Sur cette base, le conseil d'administration de la Société a rendu l'avis motivé suivant :

« Après en avoir débattu, et au vu des documents susvisés, les membres du Conseil d'administration constatent que :

- *le prix proposé de 33,50 euros par action offert aux actionnaires de la Société représente une prime de 60% par rapport au cours de bourse de clôture du 21 juillet 2014, avant l'annonce des principales caractéristiques du projet d'Offre ;*
- *le prix proposé par BSAAR a été déterminé sur la base du prix par action offert dans le cadre de l'Offre et s'élève à 0,50 euros par BSAAR ;*
- *l'expert indépendant estime que l'opération connexe à l'Offre que Batipart Invest, Financière OG et les actionnaires agissant de concert avec ces dernières ont l'intention de réaliser, à savoir la restructuration décrite au paragraphe 1.1.(b) de la note d'information des initiateurs (la **Restructuration**), ne remet pas en cause l'équité du prix de l'Offre ;*
- *Batipart Invest et Financière OG prévoient que les organes de gouvernance de la Société soient modifiés postérieurement à la réalisation de la Restructuration, Batipart Invest et ses représentants n'ayant plus vocation à siéger au Conseil d'administration ;*
- *Batipart Invest et Financière OG ne prévoient pas que l'Offre ait des conséquences particulières sur les effectifs, la politique sociale ou les ressources humaines de la Société ;*
- *dans l'hypothèse où les actionnaires minoritaires ne détiendraient pas plus de 5 % du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre, les initiateurs procèderont à un retrait obligatoire, moyennant une indemnité égale au prix de l'Offre, ou à défaut, si les conditions le permettent, demandera la radiation des actions et BSAAR Groupe Proméo SA du marché Alternext de Euronext à Paris.*

Au vu de ces éléments et après en avoir délibéré, le Conseil d'administration, statuant à l'unanimité de ses membres, décide d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté, et considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

Compte tenu de l'opportunité de liquidité immédiate que cette Offre représente, à un prix attractif, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, le Conseil d'administration, à l'unanimité, recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions et BSAAR à l'Offre. »

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE PROMEO SA

Les membres du conseil d'administration de Proméo qui ne sont pas membres du Concert ont fait part de leur intention d'apporter les Actions et les BSAAR qu'ils détiennent à l'Offre.

5. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS D'AUTOCONTROLE

La Société détient 118.561 actions propres représentant 3,87% de son capital. Le conseil d'administration de la Société a décidé de ne pas apporter ses Actions dans le cadre de l'Offre.

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

Il n'existe à ce jour aucune clause d'accord conclu par les personnes concernées ou leurs actionnaires susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

7. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure et répartition du capital

Le capital social de Proméo qui s'élève à 3.061.374 euros est divisé en 3.061.374 Actions, d'une valeur nominale d'1 euro chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A la date du visa de la présente note d'information, la répartition du capital et des droits de vote de Proméo¹ est la suivante :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% droits de vote	Nombre de BSAARs	% BSAARs
Batipart Invest	1.259.331	41,14	1.259.331	41,14	280.318	40,63
Financière OG	856.541	27,98	856.541	27,98	218.341	31,64
Financière du Parc	654.492	21,38	654.492	21,38	161.971	23,47
Anne Ganivenq	19.430	0,64	19.430	0,64		
Jocelyne Ganivenq	16	0,00	16	0,00		
Laëtitia Ganivenq	16	0,00	16	0,00		
Sous Total Concert	2.789.826	91,13	2.789.826	91,13	660.630	95,74
Actions autodétenues	118.561	3,87	118.561	3,87		
Flottant	152.987	5,00	152.987	5,00	29.370	4,26
Total	3.061.374	100%	3.061.374	100%	690.000	100%

A la date de la présente note en réponse, et à l'exception des BSAAR et des Actions mentionnées ci-dessus, il n'existe aucun droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de Proméo.

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions et à la connaissance de la Société il n'existe aucun pacte en vigueur entre les actionnaires.

7.3 Participations directes et indirectes représentant plus de 5% du capital et des droits de vote de Proméo

Les actionnaires Proméo détenant plus de 5% de son capital et/ou de ses droits de vote sont indiqués dans le tableau qui figure à la section 7.1 ci-dessus

Hormis lesdits actionnaires, aucun actionnaire détenant plus de 5% du capital social ou des droits de vote ne s'est fait connaître auprès de la Société à la date de la présente note.

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

Aucun titre émis par la Société ne comporte de droits de contrôle spéciaux.

7.5 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.

¹ Sur la base d'un capital composé de 3.061.374 actions représentant autant de droits de vote calculés conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

7.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

A l'exception du Protocole visé à la section 2 ci-avant, Proméo n'a connaissance d'aucun accord d'actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote.

7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de Proméo

Aucune clause statutaire ne prévoit ni en matière de nomination et de remplacement des membres du conseil d'administration, ni en matière de modification des statuts, de dispositions différentes de celles prévues par la loi.

7.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission et de rachat d'Actions

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et les statuts de la Société, l'assemblée générale du 19 décembre 2013 a consenti les délégations suivantes au conseil d'administration :

	Opérations/titres concernés	Montant nominal maximum d'émission	Utilisation (date)	Durée de l'autorisation
a.	Programme de rachat d'Actions	Prix maximum d'achat : ≤ 35 euros / Action. Limite du rachat : 10.714.795 euros	Aucune	18 mois
b.	Délégation de pouvoirs pour décider de réduire le capital par annulation d'Actions auto-détenues	Dans la limite de 10% du capital social de la Société par période de 24 mois	Aucune	18 mois

7.9 Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société

A la connaissance de Proméo, et à la date de la présente note en réponse, il n'existe aucun accord en vigueur, conclu par Proméo, susceptible de prendre fin ou d'être modifié en cas de changement de contrôle de celle-ci.

7.10 Accords prévoyant des indemnités de départ et de licenciement pour les membres du conseil d'administration de Proméo et ses principaux salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Néant.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

« Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « l'Offre »), portant sur les actions et les BSAAR² de la société Groupe Proméo S.A (ci-après « Groupe Proméo »), nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par cette dernière, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes.

Notre désignation a été effectuée en application de l'article 261-1-I 1° du règlement général de l'AMF en raison de conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil d'administration de la société de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du Conseil, et de l'article 261-1-II du règlement général de l'AMF, l'Offre pouvant être suivie d'une procédure de retrait obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires minoritaires de la société Groupe Proméo dans le cadre de l'Offre s'établit à 33,5€ par action. Le prix proposé aux porteurs de BSAAR de la société Groupe Proméo dans le cadre de l'Offre est de 0,50€ par BSAAR.

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

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

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

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

1 Présentation de l'opération

1.1 Sociétés concernées par l'opération

1.1.1 Présentation des sociétés initiatrices

La société Batipart Invest et la société Financière OG (ci-après « les Initiateurs ») agissant de concert entre eux ainsi qu'avec la société Financière du Parc et Mesdames Anne, Jocelyne et Laëtitia Ganivenq (le "Concert") se sont engagés irrévocablement auprès de l'AMF dans le cadre de la présente Offre.

Batipart Invest est une société anonyme de droit luxembourgeois, dont le siège est 4-6 rue du Fort Rheinsheim, L-2419 Luxembourg, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B116420 .

Financière OG est une société à responsabilité limitée, dont le siège est situé Espace Don Quichotte, 547 Quai des Moulins à Sète (34200), France, immatriculée sous le numéro 509 179 586 RCS Montpellier.

Financière du Parc est une société à responsabilité limitée, dont le siège est situé 3 avenue de la Gare à Balaruc-les-Bains (34540), France, immatriculée sous le numéro 509 180 576 RCS Montpellier.

A la date du présent rapport le Concert détient 2 724 261 actions de la société Groupe Proméo soit 88,99% du capital et des droits de votes.

² Bons de souscriptions et/ou d'acquisitions d'actions remboursables

1.1.2 Présentation de Groupe Promeo société objet de l'offre

Groupe Promeo est une société anonyme à conseil d'administration au capital de 3.061.374 euros dont le siège social est situé au 547 quai des Moulins, 34200 Sète, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Montpellier, sous le numéro 430 417 600, et dont les actions sont admises aux négociations sur NYSE Alternext Paris sous le code ISIN FR0010254466.

1.1.1.1 Historique du groupe Promeo

En 1977, Gilbert Ganivenq crée la société à l'origine de Groupe Promeo avec la commercialisation de programmes neufs à la construction de résidences secondaires ou de loisirs. Entre 1989 et 2002, l'activité promotion immobilière se développe sur l'ensemble de la région Languedoc-Roussillon, avec notamment une accélération dans le secteur des résidences de tourisme. La société s'est ensuite développée en achetant ses premiers campings en Languedoc-Roussillon et prend le nom de Groupe Promeo S.A.

En 2006, Groupe Promeo s'introduit sur Alternext au prix de 35,75€/action. Depuis, le groupe a poursuivi sa politique de croissance en créant la marque « Village Center » et la société éponyme qui porte l'activité Hôtellerie de plein air (ci-après « HPA »). Groupe Promeo se lance alors dans une politique de croissance externe pour développer l'activité HPA avec plus de 20 sites exploités à fin 2006. En 2007, Groupe Promeo démarre une activité de vente de mobil-homes et s'allie avec le Groupe Batipart qui devient actionnaire minoritaire.

Entre 2008 et 2012, Groupe Promeo diversifie son offre via l'activité de Promotion Immobilière et la création de Promeo Patrimoine tout en continuant ses opérations de croissance externe dans le secteur de l'hôtellerie de plein air.

En Août 2012, le Groupe Promeo finalise l'apport de la branche d'activité HPA pour constituer un acteur majeur du secteur regroupant Groupe Village Center et Vacances Directes. Aux termes de cet accord, 21 Centrale Partners et Groupe Promeo détiennent respectivement 54,65% et 43,35% des actions du nouveau Groupe Vacaliens, 2% étant détenu par le management. En Juillet 2013, Groupe Promeo poursuit son processus de recentrage sur l'activité Promotion Immobilière, et cède au Groupe Mer Montagne la société Village Center Gestion

Aujourd'hui, Groupe Promeo est un acteur de référence du marché de l'immobilier et des loisirs, spécialisé dans la promotion immobilière et la commercialisation de logements, bureaux et de résidences gérées. Groupe Promeo possède par ailleurs une participation active de 43,35% au sein de Vacaliens Group, leader européen de l'HPA.

1.1.2.1 Activité de Groupe Promeo

1.1.2.1.1 Promotion Immobilière

L'activité de Groupe Promeo est principalement portée par Promeo Patrimoine, spécialisée dans la promotion de logements, bureaux et résidences gérées. Le groupe se distingue par une intégration complète des métiers du développement immobilier via sa filiale Promeo Patrimoine et de la commercialisation Promeo Partners.

Le pôle Promeo Patrimoine possède plus de 35 ans d'expérience du marché immobilier en tant que promoteur pluridisciplinaire d'envergure nationale :

- Promeo Patrimoine couvre l'ensemble du territoire français avec un ancrage historique dans le Grand Sud*
- Groupe Promeo couvre l'ensemble des métiers de la promotion immobilière : montage des dossiers juridiques et financiers, maîtrise d'œuvre d'exécution et suivi technique, définition et mise en œuvre des stratégies commerciales.*

La commercialisation s'effectue via le pôle Promeo Partners qui propose une large gamme de produits immobiliers sécurisés : accession à la propriété, résidences gérées, immobilier d'entreprise. Depuis plus de 10 ans, Promeo Partners est devenu un expert de la vente Business to Business avec un large réseau de partenaires et une offre de qualité :

- Une capacité de 1.200 ventes par an*
- 750 partenaires conseils en gestion de patrimoine indépendants dont 100 à l'international*

La commercialisation à destination des particuliers est assurée par Partners Conseils. Cette entité regroupe plus de 50 agents commerciaux indépendants qui proposent des solutions de défiscalisations, de gestion de patrimoine, d'optimisation fiscale ou encore de primo-accession.

1.1.2.1.2 Vacalians Group : HPA

Groupe Proméo détient conjointement avec 21 Centrale Partners l'ensemble de Vacalians Group. La participation de Groupe Proméo dans Vacalians Group s'élève à 43,35% au 31 décembre 2013. Vacalians Group, à travers ses filiales Village Center et Vacances Directes, est un leader européen de l'hôtellerie de plein air en exploitant plus de 14 500 mobil-homes.

1.1.2.1.3 Autres Actifs immobiliers

Groupe Proméo possède un certains nombres d'autres actifs immobiliers qui peuvent être exploités en propre par le groupe. Les principaux actifs détenus sont l'hôtel Golf Fontcaude et l'Hotel Saint Gervais.

1.1.2.2 Performance financière historique

En k€	30/06/2012 6 mois	30/06/2013 12 mois	31/12/2013 6 mois
Chiffre d'affaires	59 818	76 439	35 074
% de croissance du CA	n.c	n.c	n.c
EBITDA¹	711	4 951	2 349
en % du CA	1,2%	6,5%	6,7%
EBIT²	-3 880	3 692	1 980
en % du CA	-6,5%	4,8%	5,6%

Source : Etats Financiers consolidés de Groupe Proméo

Chiffre d'affaires

Depuis 2012, la structure du chiffre d'affaires de Groupe Proméo s'est réorientée vers la promotion immobilière après l'apport de la branche d'activité HPA à Vacalians Group. La participation dans Vacalians est comptabilisée en mise en équivalence dans les comptes de Groupe Proméo. Le chiffre d'affaires de l'activité HPA n'apparaît donc plus dans les comptes consolidés du Groupe Proméo alors qu'il s'élevait à 27.013k€ au 30/06/2012.

En k€	30/06/2012 6 mois	30/06/2013 12 mois	31/12/2013 6 mois
Promotion Immobilière	30 542	75 611	32 970
Hôtellerie de plein air	27 013	n.a	n.a
Résidence de tourisme	3 026	n.a	n.a
Gestion patrimoniale/Foncière	221	270	7
Patrimoine et gestion	n.a	n.a	1 812
Holding	1 665	2 478	1 160
Elimination intra-secteur	-2 649	-1 921	-875
Chiffres d'affaires	59 818	76 439	35 074

Source : Comptes Consolidés

Le chiffre d'affaires du Groupe Proméo est aujourd'hui principalement composé par les revenus issus de l'activité Promotion Immobilière.

³ EBITDA : Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

Le chiffre d'affaires s'est élevé à 76.439k€ au 30/06/2013 (12 mois). Le dernier chiffre d'affaires semestriel publié du 31/12/2013 s'élève à 35.074k€.

L'activité promotion immobilière représente 99% du chiffre d'affaires au 30/06/2013 et s'élève à 75.611k€. Groupe Proméo propose une offre diversifiée dans l'activité de Promotion Immobilière avec trois secteurs clés répartis comme suit :

Répartition de l'activité Promotion Immobilière	
En % du chiffre d'affaires	
Tertiaire	38%
Résidences de Tourisme	28%
Logements	17%
Autres (résidences affaires...)	17%
Total	100%

Source : Groupe Proméo & Note d'analyse Gilbert Dupont

En 2013, les principaux produits réservés par les clients de Groupe Proméo ont été le tertiaire pour 38% et les résidences de tourisme pour 28%.

Par ailleurs, il faut noter une baisse du chiffre d'affaires sur le 1^{er} semestre 2013 reflétant la faible dynamique de l'activité promotion immobilière.

EBITDA et EBIT

En k€	30/06/2012 6 mois	30/06/2013 12 mois	31/12/2013 6 mois
Promotion Immobilière	3 183	5 462	2 380
Gestion patrimoniale/Foncière	137	109	-52
HPA	327	n.a	n.a
Résidence de tourisme	-2 435	n.a	n.a
Patrimoine et gestion	n.a	n.a	-61
Holding	-645	2 385	1 032
Elimination intra-secteur	144	-3 006	-950
EBITDA	711	4 951	2 349
% du CA	1,2%	6,5%	6,7%
Promotion Immobilière	2 871	4 043	2 119
Gestion patrimoniale/Foncière	69	6	-57
HPA	-3 664	n.a	n.a
Résidence de tourisme	-2 579	n.a	n.a
Patrimoine et gestion	n.a	n.a	-117
Holding	-721	2 398	984
Elimination intra-secteur	144	-2 756	-950
EBIT	-3 880	3 692	1 980
% du CA	-6,5%	4,8%	5,6%

¹ Earnings before interests Taxes and Amortization

² Earnings Before Interests and Taxes : s'apparente au résultat opérationnel courant consolidé

En juin 2013, l'EBITDA de Groupe Proméo a atteint 4.951k€, soit 6,5% du chiffre d'affaires. L'EBIT de Groupe Proméo s'élève à 3.692k€ au 30 juin 2013 et à 1.980k€ au 31 décembre 2013.

Les marges d'EBITDA et d'EBIT au 30/06/2013 et au 31/12/2013 sont très majoritairement tirées par l'activité Promotion Immobilière, l'activité HPA ne ressortant pas dans l'EBIT car n'étant pas consolidée par intégration globale. La marge d'EBIT sur l'activité promotion immobilière s'établit à 7% en moyenne sur la période observée.

1.1.2.3 Equilibre bilanciel et trésorerie

Bilan économique

Groupe Promeo Comptes Consolidés		
En k€	30/06/2013	31/12/2013
Actif immobilisé (hors immo fin.)	12 544	12 720
Besoin en fonds de roulement	16 058	27 949
Actif d'exploitation	28 602	40 669
Participations MEE	61 608	69 872
Impôts différés	-7 061	-6 964
Autres actifs non courant	2 430	2 456
Actifs/Passifs destinés à être cédés	604	1 529
Actif économique	86 183	107 562
Capitaux propres	85 754	90 112
Intérêts minoritaires	642	343
Provision	2 334	3 599
Dette nette (+) Trésorerie nette (-)	-2 546	13 508
Dette financière nette	430	17 450
Capitaux investis	86 183	107 562

source: comptes consolidés - Groupe Promeo

L'actif économique de Groupe Promeo a augmenté entre fin juin 2013 et fin décembre 2013 passant de 86.183k€ à 107.562k€ du fait de la revalorisation des participations mise en équivalence qui passe de 61.608k€ à 69.872k€ et de la hausse du besoin en fond de roulement sur l'activité promotion immobilière. Celle-ci est expliquée ci-après.

La principale participation mise en équivalence consiste en la participation à hauteur de 43,35% dans Vacalians Group, dont la quote-part de la situation nette au 31 décembre 2013 s'élève à 68.526k€.

Les fonds propres de Groupe Promeo ont augmenté entre juin et décembre 2013 pour s'établir à 90.112k€ à fin décembre 2013. Cette augmentation résulte du bénéfice réalisé par le Groupe au 31 décembre 2013.

Groupe Promeo s'est endetté sur la période observée, la dette nette s'établissant à 13.508k€ au 31 décembre 2013 contre une trésorerie nette de 2.546k€ au 30 juin 2013 du fait de l'augmentation des crédits d'accompagnement due au démarrage d'importantes opérations immobilières (Terra Gaia, Nakara, La Balneo) qui atteignent 10.371k€ à fin décembre 2013 et de la consommation de trésorerie due à l'achat des titres de la société Mer Montagne Vacances (ci-après MMV), au versement du litige Las Palmeras, aux apports en compte courant sur les nouvelles opérations et aux paiement des dividendes.

La structure financière de Groupe Promeo reste cependant saine, les fonds propres représentant fin décembre 2013 environ 85% des capitaux propres investis.

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

Besoin en fonds de roulement (BFR)

En k€	30/06/2013	31/12/2013
BFR		
Actifs circulants		
Stock	30 386	28 049
<i>En jours de CA</i>	<i>145 jours</i>	<i>144 jours</i>
Clients et comptes rattachés	18 863	26 121
<i>En jours de CA</i>	<i>90 jours</i>	<i>134 jours</i>
Autres actifs courants	10 850	9 968
<i>En jours de CA</i>	<i>52 jours</i>	<i>51 jours</i>
	60 099	64 138
Passifs circulants		
Fournisseurs et autres créditeurs	-30 013	-21 660
<i>En jours de CA</i>	<i>-143 jours</i>	<i>-111 jours</i>
Autres passifs courants	-13 812	-14 333
<i>En jours de CA</i>	<i>-66 jours</i>	<i>-74 jours</i>
Provision Court terme	-216	-196
BFR	16 058	27 949
Chiffre d'affaires HT	76 439	35 074
<i>BFR en jours de chiffre d'affaires HT*</i>	<i>76,7</i>	<i>143,4</i>

**Au 31/12/2013, le nbre de jour a été calculé en cohérence avec le CA semestriel*

Sur la période observée, la société dégage un BFR en forte augmentation tant en valeur relative (jours de chiffre d'affaires) qu'en valeur absolue. Fin décembre 2013, le BFR de Groupe Proméo représentait 143,4 jours de chiffre d'affaires contre 76,7 jours à fin juin 2013.

Au regard de l'analyse détaillée des différentes composantes du BFR, l'augmentation de celui-ci en jour de chiffre d'affaires s'explique essentiellement par :

- L'augmentation du délai de règlement client qui s'établit à 134 jours fin décembre 2013 contre 90 jours en juin 2013. Cette augmentation s'explique par l'état d'avancement des programmes qui ont été démarrés sur le 2nd semestre 2013. La totalité de la vente est ainsi comptabilisée en créances clients, alors que seulement 30% du prix de vente est perçu expliquant l'importance du solde des comptes clients en jours de chiffre d'affaire au 31 décembre 2013 ;
- La diminution des délais de règlements fournisseurs passant de 143 jours à fin juin 2013 à 111 jours à fin décembre 2013. Les comptes fournisseurs subissent l'effet inverse des comptes clients, le solde des dettes fournisseurs est faible en lancement de programme expliquant la baisse du solde fournisseur en jours de chiffre d'affaires au 31 décembre 2013.

Les stocks et les autres actifs et passifs courants restent stables en valeur relatives sur la période observée.

1.1.3 Présentation de la société Vacalians Group

Vacalians Group est une société par actions simplifiée à conseil d'administration au capital de 142.275.596 euros dont le siège social est situé au 8 avenue Hoche, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris, sous le numéro 752 470 609. La société est détenue par le Groupe Proméo à hauteur de 43,35%.

1.1.3.1 Historique du Groupe Vacalians Group

En 1976, Pierre Huon crée la société « Caravanes Club » à Dinan avec comme activité la location et l'achat de caravanes installées sur 3 campings en Vendée et Charente Maritime.

De 1990 à 2000 « Caravanes Club » lance le nouveau concept de produits locatifs sans sanitaires et fait l'acquisition d'un premier terrain de camping. La société change alors de nom pour « Vacances Directes » et l'activité représente plus d'une trentaine de campings dans tout le pays.

De 2001 à 2008 « Vacances Directes » élargit son parc avec l'acquisition de 3 terrains supplémentaires. L'investisseur « Acto » fait son entrée au capital et le déploiement du réseau de camping est renforcé dans l'ensemble du pays. Par ailleurs, d'importants investissements dans la communication et le marketing sont faits.

Entre 2009 et 2012 Vacances Directes fait le choix de poursuivre sa croissance en Allemagne. Elle fait notamment l'acquisition de Palavas Camping pour renforcer sa position sur le marché français. Cette période est marquée par le renforcement de ses équipes et la signature d'un important contrat de commercialisation avec TLC pour la Hollande et la Belgique.

En Août 2012, le Groupe Proméo finalise l'apport de la branche d'activité HPA pour constituer un acteur majeur du secteur regroupant Groupe Village Center et Vacances Directes. Aux termes de cet accord le Groupe Proméo détient respectivement 43,35% des actions du nouveau « Vacalians Group », le solde étant détenu par 21 Partners et une part minoritaire par le management.

Aujourd'hui Vacalians Group est le leader européen dans le secteur de l'HPA.

1.1.3.2 Activité de la société Vacalians Group

Détenu conjointement par le groupe 21 Centrale Partners et par Groupe Proméo, Vacalians Group est un acteur de référence de l'HPA. Ses filiales Village Center et Vacances Directes, deux marques de fortes notoriété, possèdent un parc d'environ 42 campings en France, exploitent 20 500 emplacements et 14 500 mobil-homes, et animent un réseau de 147 destinations partenaires en France, Espagne et Italie.

L'activité de Vacalians Group se décompose en quatre activités majeures présentées ci-dessous.

- L'activité d'exploitation, la plus importante, consiste en la commercialisation de séjours en campings à destination de particuliers, de comités d'entreprise et de tour opérateurs. Vacalians dispose d'une offre de 187 destinations en France, Espagne et Italie. Cette offre est basée sur 20 500 emplacements exploités par Vacalians sous deux formes :
 - L'exploitation de 42 sites en propre où Vacalians exploite la totalité des emplacements du site. Vacalians a développé une exploitation mixte d'emplacements locatifs et nus (à destination des vacanciers) et d'emplacements résidentiels (à destination de propriétaires de mobil-homes). Sur ces sites le revenu est composé des séjours commercialisés aux vacanciers, des loyers perçus auprès des propriétaires de mobil-homes ainsi que des activités sur site.
 - L'exploitation d'hébergements locatifs (mobil-homes et tentes équipées) sur un réseau de 145 campings partenaires en France, Espagne et Italie. Vacalians loue un nombre d'emplacements nus sur ces sites partenaires, sur lesquels le groupe plante et commercialise ses mobil-homes. Sur ces sites, le revenu est composé majoritairement des séjours commercialisés aux vacanciers.
- L'activité de vente de mobil-homes neufs et occasions. La société se fournit en mobil-homes auprès de sous-traitant et propose à ses clients une large gamme de mobil-homes. Ces mobil-homes sont installés sur des sites détenus en propre par Vacalians group. La vente de ces mobil-homes est notamment proposée sur les sites internet du groupe.
- Kavan Group, filiale de Vacalians Group, est un tour opérateur spécialisé dans la location de HPA en basse saison et distribue également des chèques camping. L'activité de tour opérateur (commercialisée sous le nom de Kavan Village), est créée par la volonté des propriétaires indépendants de construire une offre haut de gamme et paneuropéenne qui représente environ 59 campings 3, 4 et 5 étoiles, proposant des emplacements et des locations haut de gamme. L'activité de vente et de distribution de chèques campings est proposée dans 670 campings dans

environ 29 pays en Europe. Ces offres de séjours par chèque camping sont notamment proposées sur la période en basse saison.

- Une centrale de référencement sous le nom de « Le Gain ». « Le Gain » propose des fournisseurs de qualité aux établissements HPA afin d'optimiser les chaînes d'approvisionnements. Une cotisation annuelle est demandée aux adhérents et une commission est prélevée par « Le Gain » sur les achats des adhérents.

1.1.3.3 Performance financière historique

L'acquisition des titres de participation de Vacalians Group par le Groupe Promeo a eu lieu en août 2012. De ce fait, l'exercice clos en octobre 2012 est composé de 4 mois d'activité et ne peut servir comme élément de comparaison. Les principaux agrégats financiers de Vacalians Group se présentent comme suit :

En k€	31/10/2012 4 mois	31/10/2013 12 mois
Chiffre d'affaires	75 272	111 393
% de croissance du CA		48%
EBITDA	36 550	31 228
en % du CA	48,6%	28,0%
Résultat Opérationnel Courant	29 950	13 352
en % du CA	39,8%	12,0%
Autres produits et charges opérationnels	884	(302)
EBIT	30 833	13 050
en % du CA	41,0%	11,7%

Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires de Vacalians Group se répartit comme suit et est principalement composé par les revenus issus de l'activité de ventes de séjours, qui représentent 75% du chiffre d'affaires au 31/10/2013.

En k€	31/10/2012 4 mois	% du CA	31/10/2013 12 mois	% du CA
Ventes de séjours et CA connexes	63 521	84%	83 967	75%
Ventes de mobil-homes neufs	889	1%	1 994	2%
Ventes d'habitats d'occasion	3 422	5%	8 763	8%
Ventes de séjours Kawan	7 026	9%	15 219	14%
Prestations Le Gain	414	1%	1 451	1%
Total Chiffre d'affaires	75 272		111 393	

Le chiffre d'affaires de Vacalians Group s'élève à 111.393k€ fin 2013. Celui-ci n'est pas comparable à la période précédente qui était plus courte et a une saisonnalité qui est importante.

EBITDA et EBIT

En k€	31/10/2012 4 mois	31/10/2013 12 mois
Chiffre d'affaires	75 272	111 393
% de croissance du CA		48%
EBITDA	36 550	31 228
en % du CA	48,6%	28,0%
EBIT	30 833	13 050
en % du CA	41,0%	11,7%
Produits de trésorerie	62	99
Coût de l'endettement Financier net	(5 956)	(10 507)
Autres produits et charges Financières	(260)	265
Charge d'impôt	(7 385)	(1 424)
Résultat net	17 294	1 483

Source: Etats financiers de Vacalians Group SAS au 31/10/2013

Fin octobre 2013, l'EBITDA de Vacalians Group atteint 31.228k€ et représente 28% du chiffre d'affaires. L'EBIT s'élève, à cette même date, à 13.050k€ et représente 11,7% du chiffre d'affaires. La comparabilité avec l'exercice précédent est difficile pour les raisons évoquées préalablement.

L'activité de vente de séjour contribue en grande majorité à l'EBIT.

1.1.3.4 Equilibre bilanciel et trésorerie

Bilan économique

Actif économique en k€	31/10/2012	31/10/2013
Immobilisations Incorporelles	184 306	184 165
Immobilisations Corporelles	145 235	150 957
Actifs immobilisés	329 541	335 122
BFR	-12 446	-8 430
Actif d'exploitation	317 095	326 693
Impôts différés	-15 803	-11 403
Autres actifs non courants	337	497
Actif économique	301 629	315 788

Capitaux engagés en k€	31/10/2012	31/10/2013
Capitaux propres	162 409	161 981
Provisions à caractère décaissable	2 349	1 928
Dette nette (+) Trésorerie nette (-) (hors provisions)	136 870	151 879
Capitaux engagés	301 629	315 788

L'actif économique s'élève à 315.788k€ fin octobre 2013. Il est essentiellement composé d'immobilisation pour 335.122k€ et d'un BFR structurellement négatif de 8.430k€. L'évolution du besoin en fonds de roulement est commentée ci-après. L'actif immobilisé s'établit à 335.122k€ en 2013. Il est composé essentiellement d'immobilisation incorporelles (184.165k€) et d'immobilisations corporelles (150.957k€).

Les immobilisations incorporelles sont essentiellement composées du goodwill relatif à l'apport du 1^{er} août 2012 des sociétés financières Saint Cornely, Financière du Guesclin et Financière Saint Louis à la Financière du Grand Pavois dans le cadre du rapprochement Village Center / Vacances Directes.

Les immobilisations corporelles sont composées d'installations et matériels (principalement des mobil-homes pour environ 70.959k€), de terrains et aménagements (environ 45.466k€) ainsi que des constructions de type piscines, restaurant et autres bâtiments sur les campings (environ 31.717k€)

Les capitaux investis de Vacalians Group s'élève à 315.788k€ et se répartissent équitablement entre capitaux propres (161.981k€) et la dette nette (151.879k€)

Dette nette

En k€	oct-12	oct-13
Trésorerie et équivalent de trésorerie	-18 880	-14 258
Emprunts obligataires	43 603	48 910
Emprunts auprès des établiss. de crédit	74 296	71 828
Crédit Bail	35 773	40 724
Autres Dettes		4 675
Dette nette	134 792	151 879

La dette nette s'élève, au 31 octobre 2013, à 151.879k€ et est constituée :

- Des emprunts obligataires à bons de souscriptions d'actions (OBSA) émis par les sociétés Financière du Guesclin et Financière Saint Louis pour respectivement 11.000k€ en décembre 2011 et 37.000k€ en août 2012.
- Des emprunts bancaires dédiés au financement des aménagements sur les sites et des acquisitions de titres pour un montant total à fin 2013 de 71.828k€.
- De la dette de crédit-bail (40.724k€ à fin octobre 2013) qui concerne essentiellement le financement des mobil-homes.
- D'autres dettes qui concernent essentiellement le compte courant vis-à-vis de Groupe Proméo et la dette relative à l'acquisition de titres SOCNAT.

Besoin en fonds de roulement (BFR)

Le BFR de Vacalians Group se répartit comme suit :

En k€	31/10/2012	31/10/2013
BFR		
Actifs circulants		
Stock	1 758	1 838
En jours de CA	9 jours	3 jours
Clients et comptes rattachés	9 148	10 690
En jours de CA	44 jours	17 jours
Autres actifs courants	10 496	10 318
En jours de CA	51 jours	17 jours
	21 402	22 846
Passifs circulants		
Fournisseurs et autres créditeurs	-13 639	-13 204
En jours de CA	-66 jours	-21 jours
Autres passifs courants	-20 209	-19 072
En jours de CA	-98 jours	-31 jours
BFR	-12 446	-8 430
Chiffre d'affaires HT	75 272	111 393
BFR en jours de chiffre d'affaires HT	-60,4	-27,2

Fin octobre 2013, la société dégage un excédent en Fonds de Roulement de -8.430k€ qui représente -27,2 jours de chiffre d'affaires.

La diminution de l'excédent de fonds de roulement sur la période observée s'explique essentiellement par l'augmentation des créances clients qui s'établissent à 10.690k€ à fin octobre 2013 contre 9.148k€ à fin octobre 2012.

Il faut noter que l'exercice 2012 est sur une période plus courte (4 mois d'activité) et est impacté par une forte saisonnalité. Par conséquent la comparabilité avec la période précédente s'avère difficile.

Le BFR est soumis à un effet de saisonnalité important lié au secteur d'activité des HPA. En début d'exercice, soit de novembre à mars (saison basse), le besoin en fonds de roulement est positif du fait des fournisseurs restant à payer et du règlement partiel des tours opérateurs et des clients finaux.

Pour la période de mars à août (saison haute) le BFR diminue fortement au fur et à mesure que les clients s'acquittent de la totalité de leurs séjours. Puis, en fin de période estivale, lorsque la facturation est émise en fin de séjour, on constate un retour du BFR à des niveaux proche de zéro mais reste structurellement négatif.

Le mois d'octobre 2013, date de clôture des comptes correspond donc à une période où l'excédent de fonds de roulement n'est pas très élevé tout en restant assez proche, sur la base des informations transmises, de la moyenne annuelle.

1.2 Contexte, motifs et termes du projet d'Offre

1.2.1 Contexte et motifs de l'Offre

Les Initiateurs envisagent une opération de restructuration capitalistique des deux branches d'activités de Groupe Proméo, à savoir la participation dans Vacalians Group d'une part et son activité de promotion immobilière d'autre part.

L'opération envisagée devrait prendre la forme d'une réduction de capital de Groupe Proméo réalisée par rachat-annulation d'actions offerte à l'ensemble des actionnaires mais à laquelle seule Batipart Invest apporterait ses titres. Le prix de rachat des actions Groupe Proméo serait principalement payé en titres Vacalians Group et en numéraire pour le solde.

Cette opération de restructuration du capital ne pouvant être réalisée que dans une société non cotée, les titres remis en rémunération de la réduction de capital de Groupe Proméo envisagée étant eux-mêmes des titres non cotés, les Initiateurs souhaitent au préalable offrir une liquidité aux actionnaires minoritaires de Groupe Proméo dans le cadre de la présente Offre en vue de pouvoir initier, le cas échéant, une procédure de retrait obligatoire dans l'hypothèse où les actions Groupe Proméo détenues par les actionnaires minoritaires de Groupe Proméo ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de cette dernière.

A la date de dépôt de l'Offre, la composition de l'actionnariat est la suivante :

Actionnariat	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% droits de vote
Batipart Invest	1 229 735	40,17%	1 229 735	40,17%
Financière OG	820 572	26,80%	820 572	26,80%
Financière du Parc	654 492	21,38%	654 492	21,38%
Anne Ganivenq	19 430	0,63%	19 430	0,63%
Jocelyne Ganivenq	16	0,00%	16	0,00%
Laëtitia Ganivenq	16	0,00%	16	0,00%
Sous Total Concert	2 724 261	88,99%	2 724 261	88,99%
Autres nominatifs	656	0,02%	656	0,02%
Actions autodétenues	118 561	3,87%	118 561	3,87%
Flottant	217 896	7,12%	217 896	7,12%
Total	3 061 374	100,00%	3 061 374	100,00%

A l'issue de la restructuration, les Initiateurs continueraient à gérer de manière concertée leurs participations respectives dans Vacalians alors que la gestion de l'activité de promotion immobilière de la Société relèverait uniquement de Gilbert Ganivenq et Olivier Ganivenq.

En conséquence, Batipart Invest, Financière OG et Financière du Parc⁴ ont conclu le 22 juillet 2014 un protocole d'accord (le "Protocole") au terme duquel ils ont précisé leurs engagements respectifs pour la mise en œuvre de la présente Offre et du projet de Restructuration, sous réserve de la réalisation préalable du retrait obligatoire.

L'analyse du Protocole ainsi que des valorisations retenues pour chacune des branches d'activités de Groupe Proméo dans le cadre de la Restructuration est présentée dans la partie « Analyse des accords connexes à l'Offre ».

A l'issue de l'Offre et éventuellement à la réalisation de la Restructuration, les Initiateurs prévoient que les organes de gouvernance de Groupe Proméo soient modifiés, Batipart Invest et ses représentants n'ayant plus vocation à siéger au conseil d'administration.

Les Initiateurs ont l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant les actions Groupe Proméo et les BSAAR non présentés à l'Offre et non déjà détenus par les Initiateurs ou le Concert.

Les Initiateurs n'ont pas l'intention de fusionner Groupe Proméo avec une autre société.

Il n'existe pas de synergies ou de gains économiques provenant de la réalisation de l'Offre, l'Offre ne s'inscrivant pas dans un projet de rapprochement avec d'autres sociétés.

1.2.2 Termes de l'Offre

A la date du présent rapport, les Initiateurs agissant de concert avec la société Financière du Parc et Mesdames Anne, Jocelyne et Laetitia Ganivenq détiennent 2.724.261 actions, représentant 88,99% du capital de la société.

L'Offre porte sur la totalité des actions et des BSAAR Proméo existants non détenus par le Concert et par la société elle-même, soit à la date du présent rapport, un total de 218.552 Actions et un total de 41.956 BSAAR.

Le prix proposé pour l'acquisition des actions visées par l'Offre est de 33,5 euros par action Groupe Proméo.

Le prix proposé pour l'acquisition des BSAAR visés par l'Offre est de 0,50 euros par BSAAR Groupe Proméo.

2 Présentation de l'expert indépendant

2.1 Présentation du cabinet HAF Audit & Conseil, membre du réseau Crowe Horwath International

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

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

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

⁴ La société Financière du Parc est une société intégralement contrôlée par Monsieur Gilbert Ganivenq

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

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

2.2 Présentation de l'activité « évaluation d'entreprises et expertises indépendantes » du cabinet HAF Audit & Conseil, membre de Crowe Horwath International

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

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

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

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

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

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

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

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

2.2.1 Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet HAF Audit & Conseil au cours des 24 derniers mois

Six missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été réalisées par le cabinet HAF Audit & Conseil au cours des 24 derniers mois.

Le cabinet HAF Audit & Conseil a réalisé :

- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique de rachat portant sur les actions de Homair Vacances initiée par la société Homair Vacances (Février 2014, Etablissement présentateur : Portzamparc société de bourse)*
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions de Nexeya initiée par la société Nexeya Invest (Octobre 2013, Etablissement présentateur : Natixis) ;*
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions de Phenix Systems initiée par 3D Systems Europe Ltd (Octobre 2013, Etablissement présentateur : Oddo & Cie) ;*

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat portant sur les actions et bons de souscription et/ou d'acquisitions d'actions nouvelles ou existantes d'Aedian initiée par Aubay (Juillet 2013, Etablissement présentateur : Portzamparc société de bourse) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Echange portant sur les actions de Foncière Développement Logements initiée par Foncière Des Régions (Juin 2013, Etablissement présentateur : Natixis et Crédit Agricole Corporate and Investment Bank) ;
- la mission d'expert indépendant dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions de Thermocompact initiée par Thermo Technologies (Janvier 2013, Etablissement présentateur : Portzamparc société de bourse)

2.2.2 Déclaration d'indépendance

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

Olivier Grivillers et le cabinet HAF Audit & Conseil :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont conseillé les sociétés concernées par l'opération ou toute personne que ces sociétés contrôlent, au sens de l'article L 233-3 du Code du commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation des sociétés Groupe Promeo et Vacalians Group au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des quelconques personnes concernées par l'opération ou sur l'une des quelconques personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération;
- ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'établissement présentateur.

2.3 Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

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

2.4 Rémunération

Le montant des honoraires perçus par HAF Audit & Conseil au titre de la présente mission s'élève à 35.000€, hors taxes et hors frais.

2.5 Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise

2.5.1 Programme de travail détaillé

I Prise de connaissance et analyse du contexte

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

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte

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

Analyse des données historiques

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

Analyse des éléments prévisionnels

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

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes retenues et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation des prix offerts

Description des méthodes retenues :

Méthode de la somme des parties

La méthode de la somme des parties consiste à évaluer séparément les différentes branches d'activité de Groupe Proméo :

- Valorisation de Vacalians
- Valorisation de l'activité Promotion Immobilière
- Valorisation des autres actifs immobiliers

Les méthodes retenues pour valoriser Vacalians et l'activité Promotion immobilière sont détaillées ci-dessous :

Méthode des flux de trésorerie actualisés (Promotion Immobilière et Vacalians Group)

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

Méthode des comparables boursiers (Promotion Immobilière et Vacalians Group)

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

Transactions récentes intervenues sur le capital de la société (Vacalians Group)

- Analyse de l'apport par le Groupe Proméo de titres de la société SAS Groupe Village Center Loisirs (Groupe VCL) à la société Financière GP (détenue et gérée par le fonds d'investissement « 21 Century Partners »).

Méthode de l'actif net comptable (Vacalians Group)

- *Analyse et calcul de l'actif net comptable des sociétés concernées sur la base des derniers états financiers.*

Méthode des transactions comparables (Vacalians Group)

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

Méthode du cours de bourse

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

Méthode de l'actif net comptable

- *Analyse et calcul de l'actif net comptable des sociétés concernées sur la base des derniers états financiers.*

Evaluation des BSAAR

- *analyse des caractéristiques des BSAAR,*
- *détermination des paramètres de marché,*
- *évaluation des BSAAR.*

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

V Rédaction du rapport d'évaluation

VI Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation

VII Revue indépendante

VIII Présentation des conclusions au Conseil d'administration de Groupe Promeo

2.5.2 Calendrier de l'étude

Le conseil d'administration du Groupe Promeo a désigné HAF Audit & Conseil, membre de Crowe Horwath International, en qualité d'expert indépendant le 12 juin 2014.

Notre mission s'est déroulée du 12 juin au 22 Juillet 2014. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- *du 16 Juin au 25 juin 2014 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Entretien avec la société et l'établissement présentateur.*
- *du 25 juin au 3 juillet 2014 : Préparation de l'évaluation. Entretien avec la direction générale et financière de Groupe Promeo.*
- *du 4 Juillet au 18 juillet 2014 : Analyse des sociétés comparables, analyse des données historiques et prévisionnelles, recherche de transactions comparables, analyse de la transaction récente intervenue sur le titre, travaux de valorisation.
Entretiens avec la direction générale et financière de Groupe Promeo et de l'établissement présentateur.*

- du 18 au 22 Juillet 2014 : rédaction du rapport, présentation du rapport au Conseil d'Administration.
- du 31 juillet au 12 août 2014 : réponses aux questions de l'AMF et émission du rapport amendé.

2.5.3 Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

Groupe PROMEO

- M. Gilbert Ganivenq, fondateur et président

De Pardieu Brocas Maffei (Conseil juridique de la société)

- M Nicolas Favre, Avocat Associé

ODDO Corporate Finance (Conseil)

- M. Olivier Guignon, gérant
- M. Florian Touchard, executive director
- Mme. Lucie Lapeyre, associate

2.5.4 Informations utilisées

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

- les informations publiques sur le Groupe Proméo et Vacalians Group, sur leurs sites internet respectifs,
- Les états financiers annuels du Groupe Proméo au 30/06/2013 certifiés par les commissaires aux comptes
- Les états financiers semestriels du Groupe Proméo au 31/12/2013.
- Les états financiers annuels de Vacalians Group au 31 octobre 2013 (12 mois) et 2012 (4 mois) certifiés par les commissaires aux comptes.
- les informations fournies par les sociétés et son conseil et notamment le plan d'affaires prévisionnel 2013/14 – 2017/18 de Vacalians Group et le plan d'affaires prévisionnel 2014 et 2019 de Groupe Proméo établi par le management,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières InFinancials, Six financial information, Epsilon, Euronext, et Factset : cours boursiers historiques de Groupe Proméo et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables.
- la « management presentation » de Vacalians Group en date du 28 février 2014.
- le protocole d'accord signé le 1^{er} avril 2014 entre les sociétés Proméo Patrimoine et les société MMV résidences, MMV et VCR.

- *Le protocole d'accord signé le 1^{er} juillet 2013 entre les sociétés Proméo Patrimoine et les société MMV résidences, MMV et VCR.*
- *les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité du Groupe Proméo et de Vacalians Group.*
- *le projet de note d'information et le projet de note en réponse relatifs à la présente Offre intégrant les éléments d'appréciation des prix d'offre établis par l'établissement présentateur.*
- *le protocole d'accord conclu le 22 juillet 2014 (le projet de rapport nous a été communiqué le 15 juillet 2014) entre Batipart Invest, Financière OG et Financière du Parc (société intégralement contrôlée par Monsieur Gilbert Ganivenq) au terme duquel ils ont précisé leurs engagements respectifs pour la mise en œuvre de l'offre et du projet de restructuration.*
- *le pacte d'Associés conclu le 1^{er} août 2012 relatif à Financière du Grand Pavois SAS (devenue Vacalians) entre les Investisseurs Financiers (notamment 21 Centrale Partners), Proméo, et les Managers de Vacalians.*
- *Le pacte d'actionnaires conclu le 09 novembre 2007 entre Monsieur Gilbert Ganivenq et Monsieur Olivier Ganivenq d'une part et Batipart Participaitons d'autre part, pacte n'étant plus en vigueur depuis le 09 novembre 2013.*

3 Eléments d'appréciation des prix proposés

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

3.1 Données structurant l'évaluation

3.1.1 Référentiel comptable

Cotée sur le marché Alternext, la société applique le référentiel comptable IFRS pour l'établissement de ses comptes consolidés, qui ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

3.1.2 Structure du capital et nombre d'actions

Au jour du dépôt de l'Offre, le nombre d'actions total composant le capital s'élève à 3.061 milliers d'actions. La société détenant 119 milliers d'actions en autocontrôle à date du présent rapport au sein d'un contrat de liquidité, il a été retenu comme référence 2.943 milliers d'actions.

Le nombre d'actions susceptibles d'être émises par exercice des bons de souscriptions et/ou d'acquisitions d'actions remboursables s'élève à 993 600. Les actions résultant de l'exercice des BSAAR n'ont pas été prises en compte dans le nombre dilué d'actions dans le mesure où le prix d'exercice des BSAAR est très supérieur au Prix d'Offre.

	Nb d'actions (en milliers)
Actions en circulation	3 061
Actions auto-détenues	-119
Nombre total d'actions	2 943

3.1.3 Endettement net ajusté

L'endettement net consolidé du Groupe Proméo, retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation, correspond à la dette financière nette de Groupe Proméo estimée sur la base des informations au 31 décembre 2013 soit 13.508k€.

Nous avons considéré les provisions pour retraites et engagements assimilés comme réputées décaissables et avons retraité celles-ci dans le calcul de la dette nette. Au 31 décembre 2013, ces engagements sont estimés à 125k€. Nous avons également retraité les provisions pour litiges et contentieux réputées décaissables qui s'élèvent à 233k€ (hors provisions relatives au litige MMV dont certains coûts sont pris en compte dans le Business Plan de l'activité Promotion Immobilière), de même que les intérêts minoritaires pour 343k€.

Les participations mise en équivalence à l'exception des participations dans les sociétés Vacalians et Cap Conseil ont été retraitées dans le calcul de la dette nette pour 1.290k€. La participation dans la société Vacalians étant évaluée séparément et les flux provenant de la participation dans Cap Conseil étant prise en compte dans le Business Plan de l'activité Promotion Immobilière.

Les actifs disponibles à la vente concernant principalement l'immeuble Diamant cédé en Avril 2014 pour 1.350k€ ainsi que les passifs non courants sur actifs destinés à être cédés ont été retraités pour 766k€.

Les titres MMV ont été cédés en Avril 2014 et ont été retraités de la dette nette pour 1.200k€, de même, nous avons retraité l'ensemble des engagements de versement présents dans le protocole d'accord entre Groupe Proméo et MMV signé en Avril 2014 pour 2 532k€. Le montant net de l'impact de la transaction MMV sur la dette nette de Groupe Proméo s'élève à 1.332k€.

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres une dette nette « ajustée » de 13.667k€.

montant en K€	31/12/2013
Trésorerie et équivalent de trésorerie	-16 995
Actifs financier à juste valeur	-4 972
Emprunts et dettes financières nettes	35 475
Dette Financière Nette	13 508
Avantages au personnel long terme	125
Prov. Litiges et contentieux VCL	233
Intérêts minoritaires	343
Participations Mise en Equivalence	-1 290
Actifs Cédés Avril	-1 350
Passifs non courants sur actifs à céder	766
Valeur de cession MMV	-1 200
Dette Protocole MMV	2 532
Dette nette ajustée	13 667

3.2 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

3.2.1 Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)

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

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

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

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

3.2.2 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

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

Les taux de distribution de dividendes au titre des trois derniers exercices (2013, 2012 et 2011) sont irréguliers. Par ailleurs, la société Groupe Proméo n'a pas défini de politique de distribution spécifique sur les années futures.

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

3.2.3 Méthode des transactions comparables

La méthode des multiples de transactions consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société une moyenne, ou une médiane, des multiples constatés lors de transactions les plus comparables.

Nous n'avons pas de transactions récentes, dans le secteur de Groupe Proméo, susceptibles d'offrir une référence pour apprécier la valorisation de Groupe Proméo. Par conséquent, cette méthode n'a pas été mise en œuvre.

3.2.4 Méthode des transactions sur le titre

La méthode des transactions sur le titre consiste à prendre comme référence les éléments constatés récemment lors de transactions ayant eu lieu sur le titre du Groupe Proméo.

Aucune transaction récente, sur le titre de Groupe Proméo, qui serait susceptible d'offrir une référence permettant la valorisation du groupe n'a été identifiée. Cette méthode n'a donc pas été retenue.

3.2.5 Méthode des flux de trésorerie actualisés et méthode des comparables boursiers

En l'absence de plan d'affaires pour Groupe Proméo, la méthode des DCF et la méthode des comparables boursiers n'ont pas été retenues au niveau de la société Groupe Proméo, mais ont été mises en œuvre pour l'activité Promotion Immobilière de Groupe Proméo et sa participation dans Vacalians Group.

3.3 Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes :

- méthode de la somme des parties*
- méthode de l'actif net comptable*
- méthode du cours de bourse.*

3.3.1 Méthode de la somme des parties

Le Groupe Proméo a deux principales activités distinctes dans l'hôtellerie de plein air au travers de sa participation de 43,35% dans Vacalians Group qui n'est pas consolidée (la valeur de la participation figurant sur une ligne du bilan « Titres mis en équivalence), et l'activité de promotion immobilière qui est consolidée par intégration globale dans les comptes de Groupe Proméo. Par ailleurs Groupe Proméo détient certains actifs dont la valeur n'est pas appréhendée au travers de l'activité Promotion Immobilière.

La méthode de la somme des parties consiste à évaluer séparément les différentes branches d'activité de Groupe Proméo.

La somme des parties est ainsi calculée comme la somme des éléments suivants :

- *La valorisation de l'activité d'hôtellerie de plein air au travers de sa participation de 43,35% dans Vacalians Group qui n'est pas consolidée (la valeur de la participation figurant sur une ligne du bilan « Titres mis en équivalence),*
- *La valorisation de l'activité de promotion immobilière qui est consolidée par intégration globale dans les comptes de Groupe Proméo,*
- *La valorisation des autres actifs immobiliers de Groupe Proméo.*
- *Diminuée de la dette nette ajustée de Groupe Proméo afin de faire ressortir la valeur des capitaux propres par la somme des parties.*

3.3.1.1 Eléments d'appréciation de Vacalians Group

Groupe Proméo détenant une participation importante de 43,35% dans Vacalians Group qui est mise en équivalence et n'est pas consolidée.

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier la valeur de Vacalians Group par la méthode de la somme des parties.

3.3.1.1.1 Données structurant l'évaluation

Référentiel comptable

La société applique le référentiel comptable IFRS pour l'établissement de ses comptes consolidés, qui ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au 31 Octobre 2013.

Endettement net ajusté

L'endettement net consolidé de Vacalians Group retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation, correspond à la dette financière nette de Vacalians Group estimée sur la base des informations au 31 Octobre 2013 soit 151.879k€.

La dette nette a été retraitée des intérêts minoritaires, ceux-ci représentant 3.906k€ au 31 Octobre 2013.

Nous avons considéré les provisions pour retraites et engagements assimilés comme réputées décaissables et avons retraité celles-ci dans le calcul de la dette nette. Au 31 Octobre 2013, ces engagements sont estimés à 1.928k€.

Par ailleurs nous avons retraité la dette nette d'un actif d'impôt différé de 959k€ lié aux déficits reportables.

En k€	oct-13
Trésorerie et équivalent de trésorerie	-14 258
Emprunts obligataires	48 910
Emprunts auprès des établis. de crédit	71 828
Crédit Bail	40 724
Autres Dettes	4 675
Dette nette	151 879
Provisions pour engagement de retraite et litige	1 928
Intérêts minoritaires	3 906
Actifs d'impôts différés	-959
Dette nette ajustée	156 754

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres une dette nette « ajustée » de 156.754k€.

Business plan et périmètre

Le business plan a été élaboré par le management sur une durée de 5 ans (exercice clos au 31 octobre 2014 jusqu'à l'exercice clos au 31 octobre 2018).

Il résulte notamment de l'évolution du périmètre des quatre activités de Vacalians Group ainsi que des charges liées au siège:

- L'activité d'exploitation, la plus importante qui consiste en la commercialisation de séjour en campings sur emplacement détenus en propre ou en partenariat.
- L'activité de vente de mobil-homes.
- Le groupe Kawan qui entreprend une activité de distribution et de vente de chèques camping.
- La centrale de référencement sous le nom de « Le Gain ».
- Les frais de siège de Vacalians Group.

L'évolution des agrégats du business plan repose notamment sur des hypothèses relatives :

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

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

Les prévisions du business plan à l'horizon du 31 octobre 2018 nous ont servi comme base de calcul pour le flux normatif.

3.3.1.1.2 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

3.3.1.1.2.1 Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)

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

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

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

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

3.3.1.1.2.2 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

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

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

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

3.3.1.1.3 Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes :

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

3.3.1.1.3.1 Transaction récente intervenue sur le capital de la société

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

Le 1 août 2012, dans le cadre d'un projet de rapprochement entre le Groupe Proméo et 21 Centrale Partner, le Groupe Proméo, société mère du Groupe Village Center a transféré le contrôle exclusif de Groupe Village Center à Financière GP (fonds d'investissement gérés par 21 centrale partners), tout en conservant, aux côtés des associés majoritaires, une participation minoritaire dans le nouveau groupe ainsi constitué, afin de participer, en qualité d'actionnaire minoritaire au développement de ce pôle d'hôtellerie de plein air.

La valeur réelle des 6.395.103 actions ordinaires de Groupe Village Center apportées représentait un montant de 61.673k€ à la date de la transaction. L'apport du Groupe Proméo a été rémunéré par la détention de 43,35% du capital social du nouveau groupe dénommé Vacalians Group.

Cette transaction porte sur une part importante du capital de Vacalians Group et se situe à une date relativement proche de l'Offre.

Le prix de Vacalians Group extériorisé par cette transaction constitue une référence pertinente.

Par ailleurs, nous avons analysé le pacte d'associés conclu le 1er août 2014 entre les investisseurs financiers (notamment 21 Centrale Partners), Proméo et les Managers de Vacalians. L'analyse de ce pacte, ne fait pas apparaître de références de prix ou de clause qui remettraient en cause la valeur de Vacalians Group extériorisée par cette méthode.

3.3.1.1.3.2 Méthode de l'actif net comptable (ANC)

Les capitaux propres de Vacalians Group résultent de la transaction réalisée en août 2012 et du résultat de la période subséquente.

Ils ont été revalorisés dans le cadre de cette transaction et constituant ainsi une valeur de marché, aucune dépréciation du goodwill n'ayant par ailleurs été comptabilisée depuis cette transaction.

La valeur net comptable part du groupe au 31/10/2013 s'établit à 158.075k€. La participation du Groupe Proméo à hauteur de 43,35% du capital de Vacalians Group extériorise une valeur de l'actif net comptable de 68.526k€ au 31/10/2013.

Nous retiendrions donc la référence à la quote-part des capitaux propre de Vacalians Group chez Groupe Proméo pour valoriser Vacalians Group.

3.3.1.1.3.3 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flow)

Définition de la méthode

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

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés sur la base du business plan qui nous a été communiqué (période du 30 Octobre 2014 au 30 Octobre 2018).

Analyse du business plan de Vacalians Group

Chiffre d'affaires

La société prévoit, sur la durée du plan d'affaires (30 Octobre 2014 – 30 Octobre 2018), un chiffre d'affaires en croissance moyenne d'environ 10,6%.

La croissance de l'activité d'exploitation résulte d'une hausse des prix de vente et du nombre d'emplacement. La hausse des prix de vente (RevPar) s'établit sur la période à 2,5%. Elle résulte de la croissance du RevPar par type d'emplacement compensée par l'impact négatif des acquisitions qui dégradent l'évolution du RevPar. (Les sites acquis sont en majorité des sites « Malin » qui dégrade l'évolution du RevPar)

La hausse des ventes de mobil-homes est le reflet de l'augmentation des ventes liée aux nouveaux propriétaires et aux renouvellements.

La croissance observée du groupe Kawan, spécialisé dans les séjours en basse saison, repose sur le potentiel de développement de ces séjours.

Analyse de la marge d'EBITDA

L'EBITDA augmente en valeur absolue sur la durée du plan d'affaires mais reste stable en valeur relative.

Le taux de marge moyen sur la période 2013/14-2017/18 s'établit à 28,5% du chiffre d'affaires. Ce taux est très proche du taux observé en 2013 (27,7% du chiffre d'affaires).

La stabilité de l'EBITDA en valeur relative sur la durée du plan d'affaires s'explique par une forte croissance du chiffre d'affaires conjuguée à une évolution des charges en lien avec le développement de l'activité. L'augmentation des charges directes et des charges de personnel sont liées à la croissance des emplacements d'équipements. La stabilité de la marge d'EBITDA intègre par ailleurs l'acquisition de nouveaux sites.

Analyse de la marge d'EBIT

L'EBIT est en augmentation sur le plan d'affaires. Il représente, à l'horizon de la période prévisionnel, environ 20% du chiffre d'affaires. Ce niveau est supérieur à celui observé en 2013 (11,7% du chiffre d'affaires).

Cette augmentation provient de la diminution des amortissements sur l'horizon 2016/17/18. La baisse des amortissements est liée à la diminution du niveau d'investissements en fin de période du plan d'affaires. Cette diminution de l'investissement est cohérente avec le développement de l'activité prévu en début de période (2014 – 2016) et le chiffre d'affaires prévisionnel.

Les amortissements représentent environ 10% du chiffre d'affaires à l'horizon du plan d'affaires, un niveau cohérent pour assurer le renouvellement du parc.

Impôt normatif

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

Analyse du plan d'investissements

Les investissements sont principalement constitués d'acquisition de nouveaux sites ainsi que l'achat de mobil-homes et de tentes pour l'équipement des emplacements. Une partie des investissements est par ailleurs consacrée à la maintenance des sites.

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

Ils comprennent l'acquisition de sites détenus en propres sur la période 2014 – 2018, le développement du réseau de campings partenaires avec 15 nouveaux sites par an et la densification des emplacements, notamment par l'augmentation du taux d'équipement en privilégiant le développement de la gamme Malin (prix compétitif).

Par ailleurs, sont inclus dans ce plan d'investissement le renouvellement progressif de la flotte des emplacements en fonction de la pyramide d'ancienneté et des investissements de développement en lien avec la croissance de l'activité de ventes de mobil- homes neufs et d'occasions.

Ils s'élèvent, en moyenne, à environ 30m€ sur la période du plan d'affaires. Leur niveau est cohérent avec les prévisions de chiffre d'affaires.

Le niveau d'investissement moyen observé sur la période du business plan s'élève à 17% du chiffre d'affaires, en deça du niveau observé en 2013 (27m€ représentant environ 25% du chiffre d'affaires).

Analyse de la rentabilité des capitaux employés

La rentabilité des capitaux employés atteint un taux proche de 7,6% à l'horizon de la période du business plan (2017/18) contre environ 3,9% en 2013/14. Cette hausse importante résulte d'une part de l'augmentation de la profitabilité (marge d'EBIT après impôt) et d'autre part d'une meilleure rotation de l'actif économique (ratio entre le chiffre d'affaires et l'actif économique).

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

Analyse du Besoin en fonds de roulement

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

Vacalians Group dégage historiquement un excédent en besoin de fonds de roulement. Cet excédent est expliqué par le fait qu'une part significative du chiffre d'affaires est encaissée au moment de la réservation du séjour, soit en amont de la livraison du séjour.

Le BFR observé sur le plan d'affaires représente entre 23 et 26 jours du chiffre d'affaires. Ce niveau est cohérent avec le niveau observé sur l'historique (27 jours du chiffre d'affaires au 30 octobre 2013)

Conclusion

Les hypothèses du business plan, au vu notamment de la rentabilité des capitaux employés atteinte en 2017/18 et des niveaux de marges observés historiquement, peuvent être considérées comme vraisemblables, cohérentes et volontaristes.

Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans le business plan du groupe sur la période 2013/14-2017/18 nous avons calculé les flux de trésorerie d'exploitation de la manière suivante :

EBITDA
- Impôt normatif
- Investissements nets des cessions
- Variation du BFR
= Flux de trésorerie disponible ou Free Cash Flow

Détermination du taux d'actualisation

Calcul du CMPC		
Taux sans risque	(1)	1,76%
Prime de risque du marché	(2)	5,9%
Bêta désendetté	(3)	0,86
D/E	(4)	93%
Bêta rendetté	(3)	1,39
Prime de risque spécifique	(5)	4,3%
Coût des fonds propres	(6)	14,3%
Coût de la dette avant impôt	(7)	4,70%
Taux d'impôt		34,43%
Coût de la dette après impôt		3,08%
D/(D+E)	(8)	48%
E/(D+E)	(8)	52%
Coût moyen pondéré du capital		8,9%
(1) OAT 10 ans - moyenne 1 mois au 12 juin 2014	(5) Ibbotson 2013	
(2) Prime de risque marché actions France : Damodaran (juin 2014)	(6) Formule du MEDAF	
(3) Bêta 5 ans des sociétés comparables	(7) Source société	
(4) Gearing société au 31/10/2013	(8) Calcul d'après gearing $1-D/(D+E)=E/(D+E)$	

Il a été retenu un taux d'actualisation de 8,9%, pour actualiser les flux de trésorerie futurs du business plan sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque calculé sur la moyenne 1 mois au 12 Juin 2014 du rendement des OAT françaises d'échéances 10 ans, soit 1,76% ;
- une prime de risque du marché action France de 5,9% calculée par Damodaran en juin 2014 ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta de 0,86 retenu a été calculé d'après la moyenne des bêtas 5 ans de sociétés comparables. Les coefficients bêta présentant un degré de corrélation (R^2) inférieur à 10% ont été exclus. L'échantillon final est composé des sociétés comparables Club Méditerranée S.A, Pierre et Vacances, Melia Hotels International S.A, TUI Travel PLC, La compagnie des Alpes, Kuoni Reisen Holding AG, Thomas Cook Group PLC et Carnival Corporation. Il est composé d'un échantillon plus restreint que celui retenu dans la méthode des comparables boursiers en raison de R^2 parfois faibles observés dans l'échantillon ;
- La prime de taille retenue (4,3%) est basée sur une étude internationale de la société Ibbotson qui fait référence en la matière. Elle correspond à l'écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières et celle observée sur des plus petites capitalisations boursières. La prime retenue (4,3%) a été déterminée sur la base de la valeur de marché de Vacalians Group;
- Le coût de la dette avant impôt de 4,7% correspond au coût moyen pondéré de la dette financière calculé sur la base des états financiers de Vacalians Group à fin Octobre 2013;
- Le gearing de 93% correspondant au gearing de la société calculé sur la base de dette financière nette et de la valeur de marché actuelle de Vacalians Group.

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

Calcul du CMPC			
	Court terme		Long terme
Taux sans risque	1,76%	(1)	3,34%
Prime de risque du marché	5,9%	(2)	5,85%
Bêta désendetté	0,86	(3)	0,86
D/E	93%	(4)	93%
Bêta réendetté	1,39		1,39
Prime de risque spécifique	4,3%	(5)	4,3%
Coût des fonds propres	14,3%	(6)	15,8%
Coût de la dette avant impôt	4,70%	(7)	4,70%
Taux d'impôt	34,4%		34,4%
Coût de la dette après impôt	3,08%		3,08%
D/(D+E)	48%	(8)	48%
E/(D+E)	52%	(8)	52%
Coût moyen pondéré du capital	8,9%		9,6%

(1) Moyenne 10 ans du taux OAT 10 ans (5) Ibbotson

(2) Prime de risque historique (6) Formule du MEDAF

(3) Bêta 5 ans des sociétés comparables (7) Source société

(4) Gearing société au 31/10/2014 (8) Calcul d'après gearing $1-D/(D+E)=E/(D+E)$

- Le taux sans risque retenu correspond à la moyenne sur 10 ans du taux de l'OAT 10 ans (3,34%),
- La prime de risque retenue (5,85%) correspond à la moyenne des études empiriques suivantes qui font référence au niveau international :

Etudes	Taux	Période
Etude Ibbotson - moyenne arithmétique	6,7%	1970 - 2006
Etude Dimson-Marsch-Staunton - moyenne arithmétique	4,0%	1905 - 2005
Etude Dimson-Marsch-Staunton - moyenne géométrique	6,0%	1905 - 2005
Moyenne étude Dimson-Marsch-Staunton	5,0%	
Moyenne des approches	5,85%	

- Le bêta retenu est de 1,39 et correspond à la moyenne des bêtas désendettés de l'échantillon observé sur 5 ans (période déjà longue, les calculs sur de très longue périodes n'étant pas extériorisés par les bases de données) réendetté au gearing de la société.
- Le coût de la dette n'a pas été modifié à la hausse sachant qu'il aurait pu être considéré un coût plus élevé sur le long terme.

Au final, le taux d'actualisation obtenu sur le « long terme » (9,6%) est supérieur à celui calculé sur une durée plus courte (8,9%).

Nous retiendrons en définitive le taux de 8,9% résultant de l'approche « court terme » qui reste assez proche de celui extériorisé dans l'approche « long terme » (9,6%) et maximise la valeur obtenue par la méthode des flux de trésorerie actualisés.

Par ailleurs, le taux d'actualisation retenu est proche de celui utilisé par la société dans le cadre des tests de dépréciation (9%).

Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon explicite du business plan (2017/18) à partir d'un cash-flow disponible normatif, calculé à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini estimé à 2,0%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé du secteur sur le long terme qui reste volontariste,
- Un niveau de rentabilité de l'EBITDA calculé sur le dernier flux explicite (2017/18) pour l'ensemble des activités à l'exception de la vente de mobil-homes,
- Un niveau de rentabilité de l'EBITDA de l'activité de vente de mobil-homes calculé sur la base du parc de mobil-homes de 2018 en renouvellement,
- Un niveau d'amortissement calculé sur la base du niveau d'investissement de 2018 pour les investissements liés au siège, aux sites et au groupe Kavan,
- Un niveau d'investissement de remplacement du parc de mobil-homes calculé sur la base du parc fin 2018,
- Un niveau d'investissement en VRD correspondant à des investissements de maintenance
- Une variation de BFR nulle.

Résultats chiffrés

Synthèse de l'évaluation par la méthode des DCF	
Flux de trésorerie disponibles actualisés cumulés (en m€)	60,8
Valeur terminale (en m€)	263,2
Valeur d'entreprise (VE en m€)	324,1
Dette nette ajustée	-156,8
Valeur total des capitaux propres (VCP en m€)	167,3
Valeur de la quote part de 43,35% détenue par Groupe Proméo	72,5

La valeur de la quote-part des fonds propres de Vacalians Group détenus par Groupe Proméo s'élève, selon la méthode des flux de trésorerie actualisés, à 72,5m€.

Analyse de sensibilité

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

		CMPC				
		8,4%	8,65%	8,9%	9,15%	9,4%
Taux de croissance à l'infini	2,50%	95,6	88,6	82,1	76,2	70,6
	2,25%	89,7	83,2	77,2	71,6	66,4
	2,00%	84,2	78,2	72,5	67,3	62,4
	1,75%	79,1	73,5	68,2	63,3	58,7
	1,50%	74,5	69,2	64,2	59,6	55,3

La mesure de la sensibilité de la valeur des capitaux propres aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur des capitaux propres comprise entre 67,3m€ (croissance de 2,00% et taux d'actualisation de 9,15%) et 78,2m€ (croissance de 2,00% et taux d'actualisation de 8,65%).

La valeur centrale s'établit donc, selon cette méthode à 72,5m€.

3.3.1.1.4 Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

Il n'existe aucune société cotée opérant uniquement dans le secteur de l'HPA directement comparable à Vacalians Group. Nous avons recherché des sociétés exposées aux tendances du marché du tourisme.

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

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

Echantillon	Comparables boursiers	Pays	Capitalisation Boursière	CA 2013 ¹	DAP ²
Hôtellerie	Pierre et Vacances SA	FRA	290	1 307	4%
	Club Mediterranee S.A.	FRA	618	1 400	5%
	Compagnie des Alpes S.A.	FRA	400	678	19%
	Melia Hotels International SA	ESP	1 567	1 352	7%
Moyenne			719	1 184	8%
Tours opérateur	TUI Travel PLC	GBR	5 392	18 011	3%
	Kuoni Reisen Holding AG	CH	1 118	4 620	2%
	Thomas Cook Group plc	GBR	2 503	11 147	2%
			1 576	4 962	2%
Croisiériste	Carnival Corporation	USA	22 228	11 374	10%
	Royal Caribbean Cruises Ltd.	LBR	9 124	5 791	9%
	Norwegian Cruise Line Holdings Ltd	BMU	4 830	1 870	10%
			12 061	6 345	10%
Moyenne Globale			4 807	5 755	7%
Vacalians Group		FRA	70	111	15%

Source: Infiniti, rapports annuels 2013

¹ Chiffre d'affaires

² Dotation aux amortissements

Echantillon « résidence de vacances et groupes hôteliers »

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

- Pierre et Vacances, société française cotée au Nyse Euronext compartiment C. Pierre & Vacances est le 1^{er} exploitant européen de résidences et de villages touristiques. Le chiffre d'affaires par activité se ventile comme suit : exploitation de résidences et de villages pour 78% avec notamment les enseignes Pierre & Vacances, Center Parcs,

Maeva et développement immobilier pour 22%. Le chiffre d'affaires de Pierre et Vacances s'est élevé à 1,3md€ en 2013.

- *Club Méditerranée, société française cotée au Nyse Euronext Compartiment B. Club Méditerranée figure parmi les leaders des exploitants mondiaux de villages de vacances avec plus de 1,3 millions de clients. Le chiffre d'affaires du club Méditerranée a atteint à 1,4md€ en 2013. Club Méditerranée a fait par ailleurs l'objet d'une offre publique d'achat.*
- *La Compagnie des Alpes est une société française cotée au NYSE Euronext Paris Compartiment B. C'est un acteur majeur de la production de loisirs actifs en Europe. L'activité est scindée en deux pôles que sont l'exploitation de domaines skiable (58% du CA) et l'exploitation de parcs de loisirs (42% du CA). Le chiffre d'affaires de la Compagnie des Alpes s'est élevé à 0,7 md€ en 2013.*
- *Melia Hotels International, société espagnole cotée au SIBE Mercado Continuo Espagnol. Melia Hotels International exploite plus de 350 hôtels et clubs de vacances dans 35 pays et propose des séjours tout compris via notamment son site internet marchand. En 2013, Melia Hôtels International a dégagé un chiffre d'affaires de 1,4md€.*

Echantillon « tour-opérateurs » :

L'activité des tours opérateurs qui vendent et organisent des voyages se rapproche de celle de Vacalians Group qui propose des séjours tout compris via notamment les sites de tours opérateurs de « Vacances Directes », « Villages center » et "Kawan Villages ». De plus, il ressort de nos analyses que les tours opérateurs extériorisent une structure de coûts comparable à celle de Vacalians Group avec une prépondérance des coûts variables. La principale différence entre les tours opérateurs et Vacalians Group provient du taux de détention des actifs corporels que nous avons mis en exergue en calculant le poids de l'amortissement en valeur relative dans le chiffre d'affaires. Cela s'explique notamment par le fait que Vacalians Group est propriétaire d'un nombre important d'actifs immobiliers. Les comparables que nous avons retenus dans l'échantillon « tour-opérateurs » sont les suivants :

- *Tui Travel, société britannique cotée au London Stock Exchange opérant dans trois secteurs d'activité : « Mainstream », destiné au grand public avec des packs vacances complets, « Accommodation & Destinations » qui agit comme un tour opérateur avec des excursions et des solutions de logement pour les voyageurs et « Specialist & Activity » qui propose tous types d'activités de loisirs. Le chiffre d'affaires dégagé par Tui Travel s'est élevé à 24,4md€ en 2013.*
- *Kuoni Reisen Holding AG, société suisse cotée au Swiss EBS Stock. Kuoni Reisen est un leader mondial dans les prestations de voyages proposant des services de tours opérateurs tout inclus. En 2013, Kuoni Reisen a dégagé un chiffre d'affaires de 6,3md€.*
- *Thomas Cook, société britannique cotée au London Stock Exchange. Thomas Cook figure parmi les premiers groupes de tourisme mondiaux. Le chiffre d'affaires de Thomas Cook s'est élevé à 15,1md€ en 2013.*

Echantillon « croisiéristes » :

A partir des analyses et recherches que nous avons effectuées, il apparaît que l'activité des croisiéristes est celle qui se rapproche le plus de celle de Vacalians Group en termes d'intensité capitalistique (poids des amortissements dans le chiffre d'affaires) et de niveau de marge d'EBIT. En effet, les croisiéristes que nous avons retenus détiennent en propre leurs navires de croisières au même titre que Vacalians Group détient une part importante de ces actifs immobiliers. Les croisiéristes retenus dans notre échantillon sont les suivants :

- *Carnival Corporation, société cotée au New York Stock Exchange. Carnival Corporation est spécialisée dans les croisières haut de gamme avec des destinations dans le monde entier. Le chiffre d'affaires de Carnival Corporation s'élevait à 15,5md€ à fin décembre 2013.*

- *Royal Caribbean Cruises, société cotée au New York Stock Exchange. Royal Caribbean Cruises possède 41 bateaux de croisière dans le monde entier, navigant vers plus de 450 destinations. Le chiffre d'affaires de Royal Caribbean Cruises s'élevait à 8md€ à fin décembre 2013.*
- *Norwegian Cruises, société cotée au Nasdaq. Norwegian Cruises propose une grande variété de séjour en croisière en Méditerranée, Amérique du nord, la mer Baltique ainsi que les Bermudes et les Caraïbes. Le chiffre d'affaires s'élevait à 2,6md€ au 31 décembre 2013.*

Bien qu'ayant des activités proches, voir similaires, aucune des sociétés de l'échantillon ne constitue une référence directement pertinente pour la société Vacalians Group compte tenu de la taille et de des rentabilités contrastées des différentes sociétés retenues.

Analyse des comparables boursiers

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

Echantillon	Comparables boursiers	Croissance CA		Marge d'EBITDA		Marge d'EBIT	
		2013/14	2014/15	2014	2015	2014	2015
<i>Hotellerie</i>	Pierre et Vacances SA	9,7%	4,9%	5,9%	6,8%	2,1%	3,1%
	Club Mediterranee S.A.	4,1%	3,4%	8,0%	9,1%	2,9%	3,5%
	Compagnie des Alpes S.A.	2,0%	2,6%	23,6%	24,5%	8,4%	9,3%
	Melia Hotels International SA	5,8%	6,3%	15,9%	18,0%	10,4%	11,8%
Moyenne		5,4%	4,3%	13,3%	14,6%	5,9%	6,9%
<i>Tours operateur</i>	TUI Travel PLC	4,9%	3,3%	5,6%	5,8%	4,2%	4,4%
	Kuoni Reisen Holding AG	2,3%	4,3%	3,8%	4,1%	2,6%	2,9%
	Thomas Cook Group plc	4,9%	3,7%	5,5%	6,3%	3,7%	4,6%
	Moyenne	4,1%	3,8%	5,0%	5,4%	3,5%	3,9%
<i>Croisiériste</i>	Carnival Corporation	3,5%	7,1%	20,6%	22,8%	10,2%	12,7%
	Royal Caribbean Cruises Ltd.	5,4%	8,8%	21,6%	22,8%	12,1%	13,5%
	Norwegian Cruise Line Holdings Ltd	22,9%	5,8%	27,9%	29,2%	19,9%	21,2%
	Moyenne	10,6%	7,2%	23,4%	24,9%	14,1%	15,8%
Moyenne échantillon total		6,7%	5,1%	13,9%	15,0%	7,8%	8,9%
Taux moyen Vacalians Group		14,4%		28,6%		15,4%	

Source: Infinitails 18/06/2014

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

Le taux de marge d'EBITDA moyen prévisionnel de Vacalians Group est de 28,6% et fortement supérieur à ceux de la moyenne de l'ensemble de l'échantillon, qui est proche, en moyenne sur les 2 années observées, de 14,5%.

Le taux de marge d'EBIT moyen prévisionnel de Vacalians Group s'élève à un peu plus de 15,4% et apparaît comme étant supérieur à ceux de la moyenne de l'ensemble de l'échantillon (proche de 8,5% en moyenne). Ce différentiel apparaît moins important que celui observé sur les marges d'EBITDA eu égard à l'intensité capitalistique importante observée chez Vacalians Group qui est propriétaire d'une part importante de ses actifs immobiliers.

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

Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu les multiples :

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

Nous avons exclu les multiples :

- Le multiple de chiffre d'affaires qui n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, les taux de marge d'EBITDA et d'EBIT de notre échantillon sont variables et se situent à des niveaux différents de ceux de Vacalians Group.
- de PER (Price to Earnings Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

Le tableau suivant récapitule les multiples de valorisation boursière et l'ensemble des sociétés comparables des échantillons. Nous avons retenu comme référence, pour chaque multiple, la moyenne des trois échantillons (Hôtellerie, Tour opérateur et Croisiériste)

Echantillon	Comparables boursiers	VE/EBITDA		VE/EBIT	
		2014	2015	2014	2015
Hôtellerie	Pierre et Vacances SA	7,0x	5,8x	19,7x	12,6x
	Club Mediterranee S.A.	6,6x	5,6x	18,2x	14,4x
	Compagnie des Alpes S.A.	3,9x	3,7x	11,0x	9,7x
	Melia Hotels International SA	12,5x	10,4x	19,2x	15,8x
Moyenne		7,5x	6,4x	17,0x	13,1x
Tours opérateur	TUI Travel PLC	6,4x	5,9x	8,5x	7,8x
	Kuoni Reisen Holding AG	6,1x	5,4x	9,2x	7,8x
	Thomas Cook Group plc	5,8x	4,9x	8,5x	6,7x
Moyenne		6,1x	5,4x	8,7x	7,4x
Croisiériste	Carnival Corporation	12,0x	10,1x	24,3x	18,3x
	Royal Caribbean Cruises Ltd.	11,1x	9,7x	19,8x	16,3x
	Norwegian Cruise Line Holdings Ltd	12,1x	10,9x	16,9x	15,0x
Moyenne		11,7x	10,2x	20,3x	16,5x
Moyenne échantillon total		8,4x	7,3x	15,4x	12,4x

Source: InFinancials 22/06/2014

Application de la méthode

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

Vacalians Group clôturant ses comptes au 31 octobre, et les comparables boursiers ayant des dates de clôture variant entre septembre et décembre, nous n'avons pas calendarisé les agrégats estimant que la haute saison de réservation et de réalisation du chiffre d'affaires sont comptabilisées pour l'ensemble des comparables. Les informations semestrielles ne sont par ailleurs toujours pas disponibles.

Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite de la participation du Groupe Proméo dans Vacalians Group obtenue par la méthode des comparables boursiers sans intégrer de décote de taille pour les raisons expliquées préalablement.

Valorisation des fonds propres de Vacalians Group			
	VE/ EBITDA	VE/ EBIT	Moyenne
Valeur totale des fonds propres (en m€)	152,8	135,2	144,0
Valeur de la quote-part de 43,35% détenue par Groupe Proméo (en m€)	66,2	58,6	62,4

Nous obtenons, par la méthode des comparables boursiers, en synthèse, une valeur de la participation de Groupe Proméo dans Vacalians Group:

- de 66,2 m€ par le multiple d'EBITDA
- de 58,6 m€ par le multiple d'EBIT

La valeur moyenne retenue de 62,4m€ correspond à la moyenne des deux multiples.

Cette valeur constitue une fourchette haute en égard à la non intégration de décotes de taille et d'illiquidité dans nos calculs.

3.3.1.1.4.1 Méthode des multiples observés sur des transactions comparables

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

Choix des transactions

Dans notre approche, nous avons retenu des transactions intervenues plutôt récemment dans le secteur (fin 2011 à 2014) dans lequel opère Vacalians Group, les transactions intervenues à plus long terme ayant pour risque d'intégrer des caractéristiques opérationnelles qui ne sont plus représentatives des sociétés du secteur.

Notre choix s'est donc porté sur six transactions dans le secteur de l'HPA et des résidences de vacances qui sont intervenues entre 2011 et 2014.

Ces transactions nous sont apparues comme pertinentes car elles concernent des sociétés qui évoluent dans des secteurs proches de celui Vacalians Group.

Par ailleurs, l'offre publique d'achat de Groupe Proméo intervient dans un contexte macro-économique et financier qui reste proche de celui des transactions retenues.

Analyse des transactions

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

- Carlyle a initié en Juin 2014 l'acquisition de la société Homair Vacances, société française proposant des séjours touristiques en mobil-homes. Homair Vacances est implanté dans six pays en Europe et plus de 8500 mobil-homes exploités sur 143 sites. Le chiffre d'affaires de Homair Vacances s'établit à 71m€ en 2013.
- Homair Vacances a initié une offre publique de rachat d'action en Février 2014.
- Caledonia Invest a initié en novembre 2013 l'acquisition de la société Park Holidays UK, société britannique proposant des séjours familiaux en caravane et en camping dans 23 parcs répartis au Royaume-Uni. Park Holidays, cible de cette opération, a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 100m€ en 2012, exclusivement au Royaume-Uni.

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

Multiples obtenus

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

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

Nous avons écarté dans le cadre de cette méthode le multiple :

- *de chiffre d'affaires qui n'est pertinent que si les niveaux de marges observés chez les comparables sont proches de ceux de la société à évaluer, ce qui n'est pas le cas présentement.*
- *de PER (Price Earning Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.*

Les transactions obtenues se synthétisent comme suit :

Date	Acquéreur	Cible	Montant de la Transaction ²	Valeur d'entreprise (VE) ²	CA ^{1&2}	EBITDA ^{1&2}	EBIT ^{1&2}
juin-14	Carlyle	Homair Vacances	71,0	164,1	71,0	20,2	6,7
févr-14	Homair Vacances	Homair Vacances	75,4	132,2	71,0	20,2	6,7
nov-13	Caledonia Invest.	Park Holidays UK	164,4	206,1	100,2	23,3	20,7
sept-13	Electra Partners	South Lakeland Parks	55,8	55,8	30,3	6,7	5,1
sept-11	21 Centrale Partners	Vacances Direct	54,4	72,5	32,4	8,5	2,9
sept-11	Prometheon Holding	HolidayBreak	352,8	508,7	522,1	65,0	49,4

Sources: Epsilon research & HAF Audit & Conseil

¹ Les Agrégats de Vacances Direct et Holiday Break sont de 2010, les agrégats de South Lakeland Parks et Parks Holidays UK sont de 2012 et les agrégats des deux transactions de Homair Vacances sont de 2013

² Les montants sont en millions d'euros.

Les multiples induits de ces transactions se présentent comme suit :

Date	Acquéreur	Cible	VE/EBITDA	VE/EBIT
juin-14	Carlyle	Homair Vacances	8,1x	24,5x
févr-14	Homair Vacances	Homair Vacances	6,5x	19,7x
nov-13	Caledonia Invest.	Park Holidays UK	8,8x	9,9x
sept-13	Electra Partners	South Lakeland Parks	8,4x	11,0x
sept-11	21 Centrale Partners	Vacances Direct	8,5x	25,1x
sept-11	Prometheon Holding	HolidayBreak	7,8x	10,3x
Moyenne de l'échantillon			8,0x	16,8x

Sources: Epsilon research, HAF Audit & Conseil

Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples moyens de VE/EBITDA et VE/EBIT.

Nous avons appliqué ces multiples sur les agrégats de Vacalians Group des années 2013, 2014 et 2015. Les multiples de transaction observés en année N étant calculés sur les derniers agrégats connus de l'année N-1, cette approche, qui intègre l'année 2015, maximise la valeur retenue.

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

Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite de Vacalians Group obtenue par la méthode des transactions comparables. Nous avons retenu comme référence, pour chaque multiple, la moyenne des six transactions retenues.

Valorisation des fonds propres de Vacalians Group			
	VE/ EBITDA	VE/ EBIT	Moyenne
Valeur totale des fonds propres (en m€)	136,8	153,9	145,3
Valeur de la quote-part de 43,35% détenue par Groupe Promeo (en m€)	59,3	66,7	63,0

Nous obtenons, par la méthode des transactions comparables, une valeur implicite des fonds propres de Vacalians Group détenue par le Groupe Promeo comprise entre 59,3m€ (multiple d'EBITDA) et 66,7m€ (multiple d'EBIT).

La moyenne qui résulte de l'application des deux multiples ressort à 63,0m€. Nous retiendrons cette moyenne pour valoriser Vacalians Group par la méthode des transactions comparables.

3.3.1.1.5 Synthèse de l'évaluation Vacalians Group

Méthode d'évaluation Vacalians Group	Valeur m€
Transaction récente intervenue sur le capital de la société	61,7
Méthode de l'actif net comptable	68,5
Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie	72,5
Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables	62,4
Méthode des multiples constatés au cours des transactions comparables	63,0
Moyenne des méthodes d'évaluation	65,6

Notre analyse fait ressortir des valeurs de Vacalians Group, pour la participation de 43,35% détenue par Groupe Proméo :

- de 61,7m€ pour la méthode des transactions récentes intervenues sur le capital de la société
- de 68,5m€ pour la méthode de l'actif net comptable.
- de 72,5m€ pour la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie
- de 62,4m€ pour la méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables
- de 63,0m€ constatés au cours des transactions comparables

Nous retiendrons une valeur centrale de 68,5m€ correspondant à la valeur extériorisée par la méthode de l'actif net comptable qui nous semble être la méthode la plus pertinente suite à la revalorisation des capitaux propres de Vacalians à la suite de la transaction réalisée en août 2012.

Celle-ci s'avère légèrement supérieure à la moyenne observée de 65,6m€ et maximise donc la valeur de Vacalians Group par la méthode de la somme des parties.

Pour la mesure de la sensibilité de la somme des parties, une fourchette basse de 61,7m€ par la méthode des transactions récentes intervenues sur le capital de la société et une fourchette haute de 72,5m€ pour la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie ont été retenues.

3.3.1.2 Eléments d'appréciation de l'activité Promotion Immobilière

L'activité principale de Groupe proméo est l'activité de promotion immobilière.

Nous exposons ci-après les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier la valeur de l'activité Promotion Immobilière par la méthode de la somme des parties.

3.3.1.2.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

3.3.1.2.1.1 Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)

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

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

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

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

3.3.1.2.1.2 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

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

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

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

3.3.1.2.1.3 Méthode des transactions comparables

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

Nous n'avons pas identifié de transactions récentes dans le secteur de la promotion immobilière. En l'absence de transactions pouvant être considérées comme directement pertinentes, cette méthode n'a par conséquent pas pu être mise en œuvre.

3.3.1.2.2 Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes :

- méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie,*
- méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables,*

3.3.1.2.2.1 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flow)

Définition de la méthode

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés sur la base du business plan qui nous a été communiqué (période du 31 décembre 2014 au 31 décembre 2019).

Analyse du business plan de l'activité Promotion Immobilière

Chiffre d'affaires

La société prévoit un chiffre d'affaires en croissance moyenne annuelle de 23% sur la durée du plan d'affaires (31 Décembre 2014 – 31 Décembre 2019).

L'analyse de la croissance du chiffre d'affaires, sur la période du plan d'affaires, met en exergue :

- Une augmentation du nombre de lot en promotion propre de 22% en moyenne sur la durée du plan d'affaires avec un objectif de commercialisation de 400 lots en direct à partir de 2018.*
- Une augmentation du nombre de lot en co-promotion de 18% en moyenne sur la durée du plan d'affaires avec un objectif de commercialisation de 440 lots en co-promotion à partir de 2018.*
- Une augmentation annuelle du prix moyen du lot de 2% sur la durée du plan d'affaires, passant de 140k€/lot à 155k€/lot en fin de période.*

L'ensemble des activités liées à la promotion immobilière, notamment les activités de commercialisation via Promeo Partners et d'ingénierie financière via Cap Conseil profitent de l'augmentation des ventes engagées et affichent une croissance du chiffre d'affaire similaire.

Ainsi, la croissance de l'activité Promotion Immobilière résulte d'une hausse régulière des prix de vente et du nombre de lot engagés.

Analyse de la marge d'EBIT

L'EBIT est en augmentation sur le plan d'affaires avec une croissance annuelle moyenne de 26% entre le 31 décembre 2014 et le 31 décembre 2019.

Cette augmentation provient :

- de la croissance des projets en développement et de l'arrivée à maturité des projets en cours, la marge sur opérations immobilières sur la durée du plan d'affaires s'établit à 7%, en ligne avec les agrégats historiques de la société.
- De la diminution des marges négatives réalisées sur l'exploitation des résidences Senior In, sur l'exploitation de l'hôtel Monte Bianco Saint Gervais et sur l'exploitation du Golf Hôtel Montpellier Juvignac. Cette diminution des pertes provient essentiellement de la diminution du poids des loyers garantis.

Les marges d'EBIT extériorisées sur la durée du plan d'affaires sont en ligne avec les marges historiques réalisées par Groupe Proméo sur l'activité de promotion immobilière.

Impôt normatif

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

Analyse du plan d'investissements

L'activité Promotion Immobilière ne requiert pas d'investissements conséquents.

Analyse du Besoin en fonds de roulement

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

Les apports de fonds réalisés pour les projets de promotion immobilière se rapprochent le plus de la notion de BFR. Ces apports en fonds propres, dépenses initiales pour le début des travaux sont remboursés au travers des réservations reçues et des appels de fonds au fur et à mesure de l'avancement du projet sur une durée de 2 ans. La société dégage donc usuellement un besoin en fonds de roulement correspondant à l'écart entre les dépenses à effectuer sur les projets et les fonds à recevoir de la part des clients. Ces apports s'élèvent en moyenne à 6,5% du montant de l'opération.

Conclusion

Les hypothèses du business plan, au vu notamment des niveaux de marges observés, peuvent être considérées comme vraisemblables, cohérentes et volontaristes.

Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans le business plan du groupe sur la période 2014-2019 nous avons calculé les flux de trésorerie d'exploitation de la manière suivante :

EBIT
- Impôt normatif
+ Amortissements
- Investissements nets des cessions
- Variation du BFR
= Flux de trésorerie disponible ou Free Cash Flow

Détermination du taux d'actualisation

Calcul du CMPC		
Taux sans risque	(1)	1,76%
Prime de risque du marché	(2)	5,9%
Bêta désendetté	(3)	0,86
D/E	(4)	15%
Bêta rendetté	(3)	0,94
Prime de taille	(5)	4,3%
Coût des fonds propres	(6)	11,6%
Coût de la dette avant impôt	(7)	5,90%
Taux d'impôt		34,43%
Coût de la dette après impôt		3,87%
D/(D+E)	(8)	13%
E/(D+E)	(8)	87%
Coût moyen pondéré du capital		10,6%
(1) OAT 10 ans - moyenne 1 mois au 12 juin 2014	(5) Ibbotson 2013	
(2) Prime de risque marché actions France : Damodaran (juin 2014)	(6) Formule du MEDAF	
(3) Bêta 5 ans des sociétés comparables	(7) Source société	
(4) Gearing société au 31/12/2013	(8) Calcul d'après gearing $1-D/(D+E)=E/(D+E)$	

Il a été retenu un taux d'actualisation de 10,6%, pour actualiser les flux de trésorerie futurs du business plan sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque calculé sur la moyenne 1 mois au 12 Juin 2014 du rendement des OAT françaises d'échéances 10 ans, soit 1,76% ;
- une prime de risque du marché action France de 5,9% calculée par Damodaran en juin 2014 ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta de 0,94 retenu a été calculé d'après la médiane des bêtas 5 ans de sociétés comparables. Les coefficients bêta présentant un degré de corrélation (R^2) inférieur à 10% ont été exclus. L'échantillon final est composé des sociétés retenues dans la méthode des comparables boursiers : Nexcity, Kaufman & Broad SA et Maisons France Confort SA ;
- La prime de taille retenue (4,3%) est basée sur une étude internationale de la société Ibbotson qui fait référence en la matière. Elle correspond à l'écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières et celle observée sur des plus petites capitalisations boursières. La prime retenue (4,3%) a été déterminée sur la base de la capitalisation boursière de Groupe Proméo ;
- Le coût de la dette avant impôt de 5,90% correspond au taux de l'emprunt obligataire réalisé par Groupe Proméo ;
- Le gearing de 15% correspondant au gearing de la société calculé sur la base de dette financière nette et de la valeur de marché actuelle de Groupe Proméo.

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

Calcul du CMPC			
	Court terme		Long terme
Taux sans risque	1,76%	(1)	3,34%
Prime de risque du marché	5,9%	(2)	5,9%
Bêta désendetté	0,86	(3)	0,86
D/E	15%	(4)	15%
Bêta réendetté	0,94		0,94
Prime de risque spécifique	4,3%	(5)	4,3%
Coût des fonds propres	11,6%	(6)	13,2%
Coût de la dette avant impôt	5,90%	(7)	5,90%
Taux d'impôt	34,4%		34,4%
Coût de la dette après impôt	3,87%		3,87%
D/(D+E)	13%	(8)	13%
E/(D+E)	87%	(8)	87%
Coût moyen pondéré du capital	10,6%		12,0%

(1) Moyenne 10 ans du taux OAT 10 ans

(5) Ibbotson

(2) Prime de risque historique

(6) Formule du MEDAF

(3) Bêta 5 ans des sociétés comparables

(7) Source société

(4) Gearing société au 08/01/2014

(8) Calcul d'après gearing $1 - D / (D + E) = E / (D + E)$

- Le taux sans risque retenu correspond à la moyenne sur 10 ans du taux de l'OAT 10 ans (3,34%),
- La prime de risque retenue (5,85%) correspond à la moyenne des études empiriques suivantes qui font référence au niveau international :

Etudes	Taux	Période
Etude Ibbotson - moyenne arithmétique	6,7%	1970 - 2006
Etude Dimson-Marsch-Staunton - moyenne arithmétique	4,0%	1905 - 2005
Etude Dimson-Marsch-Staunton - moyenne géométrique	6,0%	1905 - 2005
Moyenne étude Dimson-Marsch-Staunton	5,0%	
Moyenne des approches	5,85%	

- Le bêta retenu est de 0,94 et correspond à la médiane des bêtas désendettés de l'échantillon observé sur 5 ans (période déjà longue, les calculs sur de très longue périodes n'étant pas extériorisés par les bases de données) rendetté au gearing de la société.
- Le coût de la dette n'a pas été modifié à la hausse sachant qu'il aurait pu être considéré un coût plus élevé sur le long terme.

Au final, le taux d'actualisation obtenu sur le « long terme » (12,0%) est supérieur à celui calculé sur une durée plus courte (10,6%).

Nous retiendrons en définitive le taux de 10,6% résultant de l'approche « court terme » qui reste assez proche de celui extériorisé dans l'approche « long terme » (12,0%) et maximise la valeur obtenue par la méthode des flux de trésorerie actualisés.

Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon explicite du business plan (2019) à partir d'un cash-flow disponible normatif, calculé à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini estimé à 1,5%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé du secteur sur le long terme qui reste volontariste,
- Un niveau de rentabilité de l'EBIT calculé sur le dernier flux explicite (2019).
- Une variation de BFR nulle.

Résultats chiffrés

Synthèse de l'évaluation par la méthode des DCF	
Flux de trésorerie disponibles actualisés cumulés (en m€)	8,4
Valeur terminale (en K€)	19,2
Valeur d'entreprise (VE en K€)	27,5

La valeur d'entreprise de l'activité Promotion Immobilière de Groupe Proméo s'élève, selon la méthode des flux de trésorerie actualisés, à 27,5m€.

Analyse de sensibilité

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

		CMPC				
		10,1%	10,35%	10,6%	10,85%	11,1%
Taux de	2,00%	30,6	29,6	28,6	27,8	26,9
croissance à	1,75%	29,9	29,0	28,1	27,2	26,4
l'infini	1,50%	29,3	28,4	27,5	26,7	26,0
	1,25%	28,7	27,8	27,0	26,3	25,5
	1,00%	28,1	27,3	26,5	25,8	25,1

La mesure de la sensibilité de la valeur des capitaux propres aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur des capitaux propres comprise entre 26,7m€ (croissance de 1,5% et taux d'actualisation de 10,85%) et 28,4m€ (croissance de 1,5% et taux d'actualisation de 10,35%).

La valeur centrale s'établit donc, selon cette méthode à 27,5m€.

3.3.1.2.2.2 Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

A partir des analyses que nous avons recueillies, nous avons retenu des comparables actifs dans le même secteur d'activité à savoir la promotion de biens immobiliers.

Bien qu'ayant des activités proches, aucune des sociétés de l'échantillon ne constitue une référence directement pertinente pour l'activité gestion d'actifs immobiliers de Groupe Proméo compte tenu de la taille et de la rentabilité contrastée des différentes sociétés retenues.

Nous avons tout de même retenu trois sociétés pouvant être considérées comme des sociétés comparables à l'activité Promotion Immobilière :

- Nexity S.A : société française spécialisée dans les métiers de la promotion et services immobiliers à destination des particuliers, entreprises et institutionnels, cotée sur le NYSE Euronext Paris. La société a dégagée un chiffre d'affaires de 2.737m€ en 2013.
- Kaufman & Broad SA : société française leader dans la construction et la promotion d'actifs immobiliers cotées sur le NYSE Euronext Paris. La société a dégagé un chiffre d'affaires 2013 de 1.026m€.
- Maison France Confort S.A est une société française cotée sur le NYSE Euronext Paris et spécialisée dans la construction et promotions de biens immobiliers sur le marché résidentiels. Le chiffre d'affaires 2013 de la société s'établit à 516m€.

Ces sociétés présentent des capitalisations boursières variées :

Comparables Boursiers	Pays	Capitalisation boursière*
Nexity S.A.	FRA	1 778
Kaufman & Broad SA	FRA	517
Maisons France Confort SA	FRA	242

* Au 07 juillet 2014

Analyse des comparables boursiers

Les taux de marge d'EBIT des sociétés comparables sont présentés ci-dessous :

Comparables boursiers	Marge d'EBIT	
	2014	2015
Nexity S.A.	7,2%	7,7%
Kaufman & Broad SA	7,3%	8,1%
Maisons France Confort SA	5,1%	5,7%
Médiane échantillon total	7,2%	7,7%

Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu les multiples :

- d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière. Ce multiple apparaît dans le cas présent le plus pertinent en égard aux différences observées entre le Groupe Proméo et ses comparables en terme de détention des actifs.

Nous avons exclu les multiples :

- d'EBITDA compte tenu de la faiblesse des dotations aux amortissements dans l'activité de promotion immobilière. Le multiple apparaît ainsi redondant avec le multiple d'EBIT.
- de PER (Price to Earnings Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.
- de chiffre d'affaires qui n'est pas pertinent au regard des différentiels de marges existants entre l'activité et les sociétés comparables,

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

Comparables boursiers	VE/EBIT	
	2014	2015
Nexity S.A.	7,8x	7,0x
Kaufman & Broad SA	7,8x	6,0x
Maisons France Confort SA	6,3x	5,2x
Médiane échantillon total	7,8x	6,0x

Application de la méthode

Nous avons retenu le multiple médian VE/EBIT pour les années 2014 et 2015 étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées.

Ces multiples ont été appliqués aux agrégats annuels prévisionnels de Groupe Promeo.

Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite de l'activité Promotion Immobilière de Groupe Promeo obtenue par la méthode des comparables boursiers sans intégrer de décote de taille pour les années 2014 et 2015.

Valorisation de Groupe Promeo		
	VE/EBIT	
	2014	2015
Valeur d'entreprise (m€)	11,3	17,9

Nous retiendrons en synthèse une valorisation de l'activité Promotion Immobilière de Groupe Promeo par la somme des parties de 17,9m€ correspondant à la valeur extériorisée par l'agrégat 2015, date à laquelle la société a atteint un certain niveau de maturité en terme de développement.

3.3.1.2.2.3 Synthèse de l'évaluation de l'activité Promotion Immobilière :

Méthode d'évaluation Promotion Immobilière	Valeur m€
Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie	27,5
Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables	17,9
Moyenne des méthodes d'évaluation	22,7

Nous retiendrions, en synthèse, une valeur centrale de 22,7m€ qui correspond à la moyenne des 2 méthodes.

Pour la mesure de la sensibilité de la somme des parties, une fourchette basse de 17,9m€ par la méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables et une fourchette haute de 27,5m€ par la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie ont été retenues.

3.3.1.3 Evaluation des autres actifs immobiliers

La société possède des actifs immobiliers dont la valeur n'a pas été appréhendée dans le Business Plan de l'activité promotion immobilière. Les actifs immobiliers sont présentés ci-dessous :

En m€	Société
Château de la Deveze	Immo invest
Le Capitole - Local Commercial - Lot 2 Bat B	Immo invest
Résidence Hotel Saint Gervais (Monte Bianco)	Promeo Patrimoine
Hotel Golf de Fontcaude Juvignac	Promeo Patrimoine
Terrain EZE	Promeo Patrimoine
Appartement Beausoleil	Promeo Patrimoine
Appartement Don Juan SETE	Promeo Patrimoine

Ces actifs ont été évalués, par la méthode de la valeur nette comptable représentative de la valeur des actifs dans les comptes de Groupe Proméo au 30 juin 2014, et par la méthode de capitalisation des loyers.

Pour la méthode de capitalisation des loyers, un taux de capitalisation de 6% qui est un taux standard pour le secteur a été retenu pour l'Hôtel Saint Gervais, les appartements Beausoleil et Don Juan Sète. Un taux de capitalisation de 7% a été retenu pour le Golf de Fontcaude afin de refléter le risque inhérent à ce type d'actif.

Le tableau suivant récapitule les valeurs nettes comptables et les valeurs par capitalisation obtenues :

En m€	Société	Valeur Nette Comptable	Valeur Capitalisation*	Valeur Moyenne
Château de la Deveze	Immo invest	0,4	0,4	0,4
Le Capitole - Local Commercial - Lot 2 Bat B	Immo invest	0,1	0,1	0,1
Résidence Hotel Saint Gervais (Monte Bianco)	Proméo Patrimoine	7,7	5,8	6,8
Hotel Golf de Fontcaude Juvignac	Proméo Patrimoine	2,5	3,8	3,1
Terrain EZE	Proméo Patrimoine	0,1	0,1	0,1
Appartement Beausoleil	Proméo Patrimoine	0,0	0,0	0,0
Appartement Don Juan SETE	Proméo Patrimoine	0,0	0,1	0,0
Total		10,8	10,3	10,5

* Loyers capitalisés pour les actifs suivants : Saint Gervais, Gold Fontcaude, Beausoleil et Don Juan

Nous retiendrons pour valoriser les autres actifs immobiliers par la somme des parties, une valeur centrale de 10,5m€, avec une fourchette basse de 10,3m€ pour la méthode de capitalisation des loyers et une fourchette haute de 10,8m€ pour la méthode de la valeur nette comptable.

3.3.1.4 Synthèse de la valorisation de Groupe Proméo par la méthode de la somme des parties

Les valorisations de Groupe Proméo extériorisées par la méthode de la somme des parties sont présentées ci-dessous :

M€	Fourchette Basse	Valeur Centrale	Fourchette Haute
Vacalians Group	61,7	68,5	72,5
Promotion Immobilière	17,9	22,7	27,5
Actifs Immobiliers	10,3	10,5	10,8
Dette Nette	-13,7	-13,7	-13,7
Valeur des capitaux propres	76,2	88,1	97,2
Nombres de titres (milliers)	2 943	2 943	2 943
Valeur induite par action (€)	25,89	29,93	33,03

Nous retiendrons une valeur centrale de Groupe Proméo par la méthode de la somme des parties de 88,1m€, soit une valeur par action de 29,93€.

La fourchette basse selon cette méthode s'élève à 25,89€ et la fourchette haute s'élève à 33,03€.

Le prix d'Offre présente une prime de 11,9% par rapport à la valeur centrale extériorisée par la méthode de la somme des parties.

3.3.2 Méthode de l'actif net comptable (ANC)

Le critère de l'actif net comptable n'est généralement pas retenu pour l'évaluation de société d'exploitation. En effet, l'actif net comptable n'intègre pas le niveau de résultat/perte futur et n'est adapté qu'à des domaines d'activité bien identifiés. Néanmoins, pour tenir compte des spécificités attachées au retrait obligatoire initié par les actionnaires historiques de Groupe Proméo, nous avons intégré cette référence.

Par ailleurs, la valeur de l'actif net comptable de Groupe Proméo provient essentiellement de la quote-part des titres détenus chez Vacalians qui s'élèvent à 68,5m€ et qui est relative à une transaction récente ce qui rend d'autant plus pertinente l'utilisation de cette méthode.

La valeur nette comptable des capitaux propres part du Groupe au 31/12/2013 s'établit à 90,112k€, soit 30,62€ par action. Nous retiendrions donc la référence à l'actif net comptable pour valoriser Groupe Proméo.

Le prix d'Offre présente une prime de 9,4% par rapport à la valeur centrale extériorisée par la méthode de l'actif net comptable.

3.3.3 Méthode de cours de bourse

Les actions du Groupe Proméo sont cotées sur le marché Alternext de NYSE-Euronext Paris. La société a été introduite en bourse en Novembre 2006 à la bourse de Paris au prix de 35,75 euros par action.

Par ailleurs, la société a distribué en octobre 2012 un dividende exceptionnel de 13,56€ par action.

3.3.3.1 Analyse de la liquidité du cours de bourse

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

Actionnariat	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% droits de vote
Batipart Invest	1 229 735	40,17%	1 229 735	40,17%
Financière OG	820 572	26,80%	820 572	26,80%
Financière du Parc	654 492	21,38%	654 492	21,38%
Anne Ganivenq	19 430	0,63%	19 430	0,63%
Joëlyne Ganivenq	16	0,00%	16	0,00%
Laëtitia Ganivenq	16	0,00%	16	0,00%
Sous Total Concert	2 724 261	88,99%	2 724 261	88,99%
Autres nominatifs	656	0,02%	656	0,02%
Actions autodétenues	118 561	3,87%	118 561	3,87%
Flottant	217 896	7,12%	217 896	7,12%
Total	3 061 374	100,00%	3 061 374	100,00%

Le capital flottant représente aujourd'hui 7,12% du capital, soit 217.896 actions.

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

Moyenne pondérée par les volumes	Titres échangés en moyenne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé % total ¹	Volume cumulé % flottant ²
Spot - 21 juillet 2014	98	98	0,00%	0,04%
Moyenne 1 mois	685	14 392	0,47%	6,60%
Moyenne 3 mois	1 048	67 045	2,19%	30,77%
Moyenne 6 mois	794	100 023	3,27%	45,90%
Moyenne 9 mois	903	170 647	5,57%	78,32%
Moyenne 1 an	867	221 084	7,22%	101,46%

SOURCE : Euronext, 21/07/2014

¹ Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

² Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

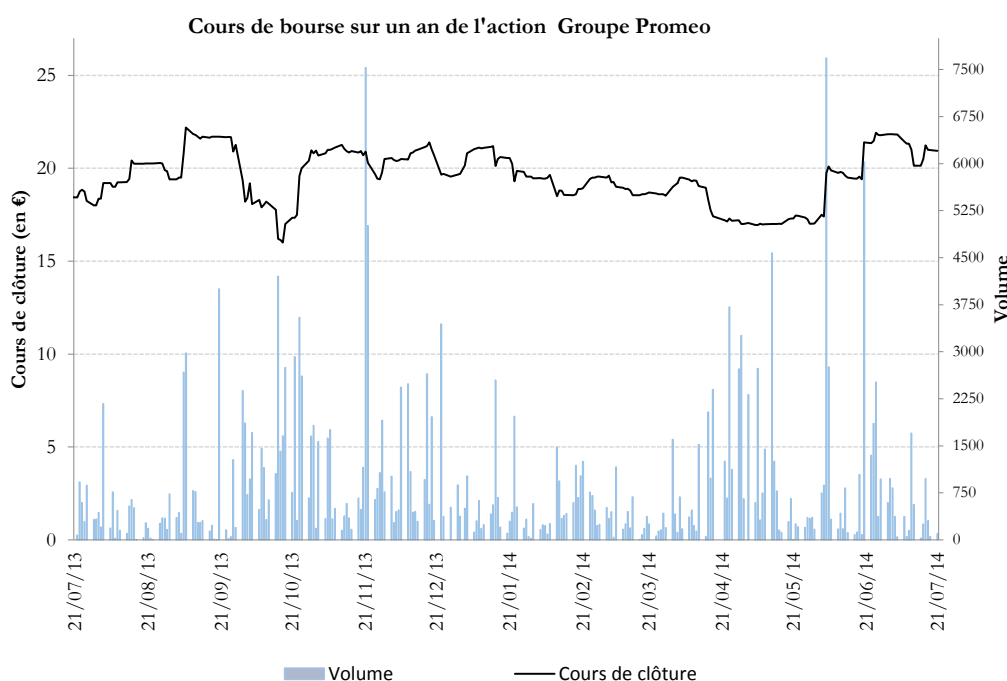
Le tableau ci-dessus témoigne de la relative faiblesse des volumes échangés. Les volumes moyens échangés se situent entre 685 titres (moyenne 1 mois) et 1.048 titres (moyenne 3 mois).

Sur le dernier mois, le nombre total de titres échangés représente 0,47% du nombre total de titres et 6,60% du flottant.

Sur un an, le volume moyen quotidien échangé est de 867 titres et le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 221.084, soit 7,22% du nombre total de titres et environ 101% du flottant.

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

3.3.3.2 Analyse du cours de bourse de l'action Groupe Promeo



Source: Enronext 21/07/2014

L'action Groupe Promeo a été introduite en bourse à un prix de 35,75€ sur Alternext en novembre 2006, avant la crise économique de fin 2008 qui a durement touché l'économie française et européenne.

Une période de un an a été retenue pour étudier l'évolution du cours de bourse de l'action Groupe Promeo, cette période prenant fin le 21 juillet 2014, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre.

Entre début juillet et fin août 2013, le cours de l'action Groupe Promeo a connu une augmentation de sa valeur pour atteindre 20,26€ le 27 août 2013 contre 17,93€ le 02 juillet 2013. Celle-ci s'explique notamment par la signature d'un partenariat stratégique entre Groupe Promeo et le Groupe Mer Montagne Vacances, devenant effectif le 1^{er} juillet 2013.

Le cours de l'action a connu, par la suite, une baisse importante pour atteindre un point bas à 16,0€ le 17 octobre 2013 avec des volumes importants échangés avant de remonter lors de l'annonce des résultats annuels 2013 pour dépasser les 21€ en novembre 2013.

Le cours de l'action a, par la suite, fluctué autour de 20€ entre novembre 2013 et mi-janvier 2014. A compter de mi-janvier 2014, le cours est passé sous la barre des 20€ et a entamé une baisse jusqu'à fin mai 2014 pour atteindre environ 17€ suite notamment à la publication des résultats semestriels.

Le cours a ensuite connu une croissance relativement importante pour s'établir aux alentours de 21€ en juin 2014 profitant peut être de l'annonce du rachat de Homair Vacances par Carhyle.

Le cours de bourse s'établit à 20,94€ le 21 juillet 2014, veille du jour de l'annonce de l'Offre.

3.3.3.3 Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 21 juillet 2014, derniers cours précédant l'annonce de l'opération.

	€/action	Prime offerte
Cours de clôture (le 21 juillet 2014)	20,94	60,0%
CMPV* 1 mois	21,48	56,0%
CMPV* 3 mois	18,98	76,5%
CMPV* 6 mois	18,94	76,9%
CMPV* 1 an	19,42	72,5%

Source : Euronext, 21 / 07 / 2014

* Cours moyen pondéré par les volumes

Les différentes moyennes de cours de bourse, s'établissent entre 18,94€ (moyenne 6 mois) et 21,48€ (moyenne 1 mois).

Le cours de référence le plus pertinent est, selon nous, le cours moyen pondéré 1 mois (21,48€) qui intègre les dernières informations financières et la situation du marché à la date de l'Offre.

Par ailleurs, le dernier cours de clôture au 21 Juillet 2014 s'élève à 20,94€.

Le prix proposé de 33,5€ par action offre une prime sur les différentes moyennes de cours de bourse. Ces primes sont comprises entre 56,0% (cours moyen pondéré 1 mois) et 76,9% (cours moyen pondéré 6 mois).

Par ailleurs, Gilbert Dupont Société de Bourse, seul analyste à notre connaissance qui suit le titre de Groupe Proméo, recommandait dans sa dernière note précédant l'Offre en date du 18 juin 2014, le renforcement pour un cours cible s'élevant à 25,4€. Le prix d'Offre de 33,5€ offre donc une prime de 31,9% sur le dernier cours cible de l'analyste qui suivait la valeur.

3.4 Evaluation des BSAAR

3.4.1 Principales caractéristiques des BSAAR

Les BSAAR de Groupe Proméo ont été détachés de l'émission, en février 2008, d'obligations à bons de souscription et ou d'acquisition d'actions remboursables à maturité cinq ans.

Chacune des 34 500 obligations d'un nominal de 1 000 € était assortie de 20 BSAAR, soit un total de 690 000 BSAAR donnant lieu potentiellement à l'émission d'un maximum de 690 000 actions de la Société à l'origine et de 993 600 actions de la Société à ce jour compte tenu de l'évolution de la parité. A la date du présent document, il reste 690 000 BSAAR en circulation.

3.4.2 Méthode d'évaluation des BSAAR

La méthode de valorisation des BSAAR à laquelle nous avons eu recours repose sur le modèle de Cox, Ross et Rubinstein (modèle binomial) couramment utilisée pour l'évaluation d'options complexes. Le modèle est fondé sur la construction d'un arbre qui décrit la totalité du champ d'évolution possible du cours de l'action sous-jacente à l'option. Il a été adapté pour tenir compte de l'existence du mécanisme « de remboursement ou de forçage ».

L'application de ce modèle conduit à considérer que la valeur des BSAAR est égale à celle d'une option d'achat « américaine » à barrière présentant la caractéristique « up and out » (le franchissement de la barrière faisant perdre son droit d'exercice au porteur de bon).

Ce modèle permet donc de prendre en compte la totalité des spécificités des BSAAR.

3.4.3 Détermination des paramètres de valorisation des BSAAR

Au vu des principales caractéristiques des BSAAR figurant dans le prospectus en date du 10 janvier 2010 et des modifications ultérieures effectuées sur les caractéristiques des BSAAR, les paramètres de valorisation retenus sont les suivants :

Cours du sous-jacent

Dans le contexte de la présente Offre, nous avons retenu le prix d'Offre comme valeur du sous-jacent soit 33,5€. Nous avons également calculé la valeur du BSAAR en retenant comme valeur du sous-jacent les valeurs extériorisées par notre approche de valorisation de l'action Groupe Proméo telle que présentée dans la partie 3 du présent rapport.

Parité et prix d'exercice

Le prix d'exercice est fixé à 70,88€. Suite à la distribution d'un dividende exceptionnel d'un montant supérieur à 5% du cours de bourse, la parité d'exercice a été modifiée conformément aux conditions d'émission. La parité d'exercice a été désormais fixée à 1,44 actions Groupe Proméo pour un 1 BSAAR.

La prise en compte de cette modification dans le calcul de la valeur du BSAAR a pour conséquence de diminuer le prix d'exercice à 49,22€⁵.

Clause de forçage

D'après les conditions d'émission, à compter du 12 février 2013 jusqu'au 12 février 2015, si le produit du cours de l'action et de la parité d'exercice excède 140% du prix d'exercice soit 68,91€ après ajustement de la parité, un remboursement anticipé s'applique.

Maturité

Les BSAAR arrivent à échéance le 12 février 2015, leur maturité est donc de 206 jours.

Taux sans risque

Le taux sans risque utilisé lors de nos calculs est fonction de la maturité. Nous avons à ce titre retenu un taux de 0,31%⁶ correspondant au taux swap 6 mois à la date du 15/07/2014.

Dividende

Le détachement d'un dividende influence négativement le cours de l'action sous-jacente, la distribution de dividendes a donc un impact négatif sur la valorisation du BSAAR.

Le taux de rendement du dividende peut être calculé de façon rétrospective sur la base des informations passées ou de façon prospective sur la base des informations de marché.

Si l'on fait abstraction du dividende exceptionnel de 42m€ distribué suite à l'opération de cession/apport de la branche HPA, le taux de rendement⁷ s'élève en moyenne sur les trois derniers exercices à 3,3%.

Nous avons retenu ce niveau de distribution pour le calcul de la valeur des BSAAR.

⁵ Prix d'exercice initial de 70,88€ divisé par la parité d'exercice 1,44.

⁶ Source : Bloomberg

⁷ Dividende par action distribué en année n divisé par le cours moyen pondéré de l'année n-1

3.5 Analyse des accords connexes

Dans le cadre de la Restructuration, Batipart Invest, Financière OG et Financière du Parc⁹ ont conclu un protocole d'accord en date du 22 juillet 2014 aux termes duquel ils ont précisé leurs engagements respectifs pour la mise en œuvre de la présente Offre et du projet de Restructuration, sous réserve de la réalisation préalable du retrait obligatoire.

3.5.1 Désengagement de Batipart Invest du capital de Groupe Promeo

A l'issue de la Restructuration, Batipart Invest et les fondateurs¹⁰ de Groupe Promeo continueraient donc à gérer de manière concertée leurs participations dans Vacalians Group alors que la gestion de l'activité promotion immobilière de Groupe Promeo relèverait des seuls fondateurs.

Sous réserve de la réalisation du retrait obligatoire, le Protocole prévoit la réalisation des opérations suivantes :

- *L'émission par Groupe Promeo de 250 obligations nouvelles d'une valeur nominale de 10.000€ chacune et dont les caractéristiques et modalités seront identiques aux obligations émises par Groupe Promeo le 22 janvier 2013. D'après les états financiers semestriels de Groupe Promeo au 31 décembre 2013, ces obligations de valeur nominale unitaire de 10.000€ sont rémunérées à un taux de 5,9% et remboursable in fine pour une durée de 5 ans.*
- *La réduction du capital de Groupe Promeo d'un montant nominal de 1.446.811€ par la réalisation des opérations suivantes :*
 - *une réduction du capital d'un montant nominal de 118.561€ par annulation des actions autodétenues,*
 - *une réduction du capital d'un montant nominal de 1.328.250€ à réaliser par rachat-annulation des actions détenues par Batipart Invest.*

En rémunération au rachat-annulation des 1.328.250 actions Groupe Promeo apportées, Batipart Invest recevra :

- *28.450.000 actions Vacalians Group correspondant à 46% de la participation détenu par Groupe Promeo dans Vacalians Group,*
- *Les 250 obligations nouvelles émises dans le cadre du Protocole,*
- *6.822.000 euros payés en numéraire.*

En outre, les Initiateurs s'engagent à conserver la totalité des BSAAR qu'ils détiennent et détiendront à l'issue de l'Offre et à ne pas les exercer et ce jusqu'à la date de leur échéance, soit le 12 février 2015.

Nous avons analysé les valorisations retenues pour chacune des deux branches d'activités de Groupe Promeo dans le cadre de la Restructuration.

La valeur globale retenue pour Groupe Promeo dans le cadre de ce protocole est proche de la valeur exteriorisée dans le présent rapport par la méthode de l'actif net comptable et par la méthode de la somme des parties.

La valeur globale de Groupe Promeo telle qu'elle figure dans le protocole d'accord est par ailleurs inférieure au prix d'offre.

Le prix d'Offre fait ressortir une prime par rapport à la valeur induite par le Protocole d'accord impliquant le rachat-annulation des actions Groupe Promeo détenues par Batipart Invest.

L'analyse de cette transaction ne remet donc pas en cause l'équité du prix d'Offre.

3.5.2 Autres engagements pris dans le Protocole

Dans le cadre de l'Offre, les Initiateurs ont convenu dans le Protocole de procéder conjointement à l'acquisition des actions et des BSAAR à concurrence respectivement de 54,86% pour Financière OG et de 45,14% pour Batipart Invest, soit pour cette dernière un maximum de 98.655 actions et de 18.939 BSAAR. Cette répartition représente la répartition actuelle entre la famille Ganivenq et Batipart Invest des actions actuellement détenues par le Concert.

⁹ Société intégralement contrôlée par Monsieur Gilbert Ganivenq

¹⁰ Les fondateurs tels que décrivent dans le Protocole sont Messieurs Gilbert et Olivier Ganivenq

Par ailleurs, les parties au Protocole se sont engagées à négocier conjointement avec 21 Centrale Partners, les modifications du pacte d'associés relatif à Vacalians conclu le 1^{er} août 2012 entre, inter alia, les Fondateurs, Groupe Proméo et 21 Centrale Partners (le « Pacte Vacalians ») qui s'avèreront nécessaires en conséquence de la Restructuration.

Dans le cadre de l'exécution des stipulations du Pacte Vacalians, les Parties conviennent que la participation de Groupe Proméo devra s'entendre de la participation conjointe de Groupe Proméo et de Batipart Invest, mais que seule Groupe Proméo représentera les Parties.

En outre, les Fondateurs s'engagent à ce que le Pacte Vacalians prévoit que Batipart soit représentée au sein du comité de surveillance de Vacalians.

Enfin, Batipart s'engage à conserver 140 actions de la Société au terme de la Restructuration et à les céder pour un prix égal à celui de l'Offre aux Fondateurs qui s'engagent à les acquérir.

Les parties se sont engagées à maintenir le Comité de Partenariat dont le rôle est d'étudier et de préparer les réunions du conseil de surveillance de Vacalians Group.

Ces engagements mutuels ont été pris dans le contexte de la Restructuration et visent à donner un cadre à la relation entre Groupe Proméo et Batipart Invest dans la gouvernance de Vacalians Group suite à la sortie de Batipart Invest du capital de Groupe Proméo.

L'analyse de ces engagements ne fait pas apparaître de clause qui remet en cause l'équité des prix d'Offre.

4 Analyse des éléments d'appréciation des prix d'Offre de l'établissement présentateur

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

4.1 Éléments d'appréciation du prix d'offre des actions :

Pour apprécier le prix d'Offre, l'établissement présentateur a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions Groupe Proméo

4.1.1 Méthodes d'évaluation écartées :

- Méthode de l'actif net réévalué*
- Méthode des dividendes futurs*
- Méthode des comparables boursiers*
- Méthode des transactions comparables*
- Méthode des flux de trésorerie actualisés*
- Objectif des analystes de recherche*

4.1.2 Méthodes d'évaluation retenues :

- Méthode de la somme des parties*
- Méthode de l'actif net comptable*
- Méthode du cours de bourse*

Ces méthodes sont identiques à celles que nous avons nous-mêmes retenues.

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

4.1.2.1 Méthode de la somme des parties

La banque présentatrice a retenu la méthode de la somme des parties pour apprécier le prix de l'Offre. Dans le cadre de cette méthode, la banque présentatrice a évalué indépendamment les trois principales branches d'activité de Groupe Proméo :

- l'activité Vacalians Group a été évaluée sur la base d'une analyse multicritères ;*
- l'activité Promotion Immobilière a été évaluée sur la base des méthodes des comparables boursiers et des DCF;*
- les autres actifs immobiliers ont été évalués sur la base de leur valeur nette comptable au 30 juin 2014 dans les comptes de Groupe Proméo et par la méthode de capitalisation des loyers pour les actifs de Proméo Patrimoine et par la méthode de l'actif net réévalué pour la participation au capital d'Immo Invest..*

Nous n'avons pas de divergence quant à la définition de la méthodologie appliquée pour la méthode de la somme des parties, ayant nous-même retenu une méthodologie proche.

4.1.2.1.1 Evaluation de l'activité Vacalians

4.1.2.1.1.1 Méthode des flux de trésorerie actualisés

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

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management de la société pour les exercices allant du 31 octobre 2014 au 31 octobre 2018 ;*
- calculé une valeur terminale sur la base d'un flux normatif actualisé auquel a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 2,0% ;*
- actualisé l'ensemble de ces flux au taux de 8,79% ;*
- déduit de la valeur ainsi obtenue la dette nette retraitée calculée sur la base du dernier exercice clos au 31 octobre 2013 (156,6m€).*

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'établissement présentateur, fait ressortir une valeur des capitaux propres de Vacalians Group de 157,5m€.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini fait ressortir une valeur des capitaux propres comprise entre 145,6m€ (taux d'actualisation de 9,04% et croissance à l'infini de 2%) et 170,4m€ (taux d'actualisation de 8,54% et taux de croissance à l'infini de 2%).

Les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés sont proches de celles de l'établissement présentateur et divergent très légèrement sur l'appréciation du flux normatif et du taux d'actualisation.

La valeur centrale extériorisée par l'établissement présentateur ressort à 157,5m€, soit 68,3m€ en part du groupe et se situe légèrement en deçà de notre valeur.

4.1.2.1.1.2 Méthode des comparables boursiers

L'établissement présentateur a retenu cette méthode à titre indicatif, nous avons pour notre part retenu cette méthode à titre principal.

Choix de l'échantillon

L'échantillon retenu par l'établissement présentateur est composé de six sociétés (Club Méditerranée, Pierre & Vacances, Accor, TUI Travel, Thomas Cook et Kuoni Reisen) opérant sur le marché du tourisme et exposé au segment de l'hôtellerie de plein air.

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

Nous avons, pour notre part, retenu dix sociétés exposées aux tendances du marché du tourisme en constituant trois échantillons (résidence de vacances et groupes hôteliers, tour-opérateurs, croisiéristes) constitués de quatre sociétés pour l'échantillon des résidences de vacances & groupes hôteliers et de trois sociétés pour les deux autres échantillons. Notre approche d'évaluation est décrite dans la partie 3.3 de notre rapport.

Choix des multiples et méthodologie

Les ratios moyens retenus par l'établissement présentateur sont :

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

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

Ces ratios moyens ont été appliqués par l'établissement présentateur aux agrégats financiers prévisionnels 2014, 2015 et 2016. L'établissement présentateur a retenu en synthèse la moyenne de ces multiples sur les trois années.

Nous avons pour notre part retenu les multiples des années 2014 et 2015, les consensus d'analystes sur 2016 étant limités.

Conclusion sur la méthode des comparables

La valeur des capitaux propres de Vacalians Group obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort à 105,7m€ par les multiples d'EBITDA et à 107,0m€ par les multiples d'EBIT soit 106,4m€ en moyenne, et 46,1m€ en part du groupe.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur des capitaux propres de Vacalians par la méthode des comparables boursiers de 144,0m€ (soit 62,4m€ en part du groupe) substantiellement supérieure.

L'écart observé provient essentiellement du choix de l'échantillon tel que présenté ci-avant dans notre rapport.

4.1.2.1.1.3 Méthode des transactions comparables

Choix de l'échantillon

L'établissement présentateur a retenu 6 transactions intervenues entre novembre 2011 et juin 2014.

Quatre des six transactions (Carlyle/Homair, OPRA/Homair, Caledonia/Park Holidays et 21 Centrale Partners/Vacances Directes) ont été retenues par nous même.

Nous n'avons pas retenu la transaction relative à Homair/Eurocamp (les deux dernières transactions d'Homair ayant été retenues) ni la transaction d'août 2012 relative à 21 Centrale Partners/Vacances Directes (retenue par nous même en méthode de référence).

Nous avons pour notre part retenu deux autres transactions (Electra Partners/South Lakeland Parks et Prometheus Holding/HolidayBreak), notre approche étant décrite dans la partie 3.3 de notre rapport.

Choix des multiples

Le ratio moyen retenu par l'établissement présentateur est la valeur d'entreprise divisée par l'EBITDA (VE/EBITDA),

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

Ce ratio moyen a été appliqué par l'établissement présentateur à l'agrégat financier prévisionnel 2014. L'établissement présentateur a retenu en synthèse la valeur extériorisée par ce multiple.

Nous avons pour notre part retenu les multiples d'EBIT et d'EBITDA des années 2013, 2014 et 2015.

Conclusion sur la méthode des transactions comparables

La valeur des capitaux propres de Vacalians obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des transactions comparables ressort à 141,1m€ (soit 61,2m€ en part du groupe) par le multiple d'EBITDA.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur des capitaux propres de Vacalians par la méthode des transactions comparables légèrement supérieure de 145,3m€ soit 63,0m€ en part du groupe.

L'écart observé provient essentiellement de l'intégration par nous même du multiple d'EBIT.

4.1.2.1.2 Evaluation de l'activité Promotion Immobilière

4.1.2.1.2.1 Méthode des flux de trésorerie actualisés pour l'activité Promotion Immobilière

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

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management de la société pour les exercices allant du 31 décembre 2014 au 31 décembre 2019 ;
- calculé une valeur terminale sur la base du flux de l'année 2019 retraité du résultat d'exploitation des résidences actualisé auquel a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 2,0% ;
- actualisé l'ensemble de ces flux au taux de 12,90%. Ce taux correspond au coût moyen pondéré du capital de la société et intègre un taux sans risque (1,8%), une prime de risque (6,47%) et une prime de taille (3,81%) et un bêta économique de 1,12 ;

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'établissement présentateur, fait ressortir une valeur de d'entreprise de l'activité promotion immobilière de 26,1m€.

La mesure de la sensibilité de la valeur d'entreprise à la variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini fait ressortir une valeur d'entreprise comprise entre 25,5m€ (taux d'actualisation de 13,15% et croissance à l'infini de 2%) et 26,9m€ (taux d'actualisation de 12,65% et taux de croissance à l'infini de 2%).

Les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés sont proches de celles de l'établissement présentateur en ce qui concerne les éléments du plan d'affaires jusqu'au 31 décembre 2019.

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

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

Flux normatif et valeur terminale

Pour la détermination du flux normatif, l'établissement présentateur a retenu un niveau de marge d'EBIT correspondant au dernier flux de l'année 2019, retaité de la marge négative réalisée par l'activité d'exploitation de résidences.

Nous avons, pour notre part, retenu un flux normatif tenant compte de la marge négative apportée par l'activité d'exploitation de résidences, la société n'ayant pas indiqué d'horizon de sortie sur cette activité.

Cette différence méthodologique impacte le calcul de la valeur terminale.

Détermination du taux d'actualisation

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

Calcul du CMPC			
	Expert indépendant		Etablissement Présentateur
Taux sans risque	1,76%	(1)	1,80%
Prime de risque du marché	5,9%	(2)	6,5%
Bêta désendetté	0,86	(3)	1,12
D/E	15%	(4)	0%
Bêta rendetté	0,94	(3)	1,12
Prime de taille	4,3%	(5)	3,8%
Coût des fonds propres	11,6%	(6)	12,9%
Coût de la dette avant impôt	5,90%	(7)	n.a
Taux d'impôt	34,43%		n.a
Coût de la dette après impôt	3,87%		n.a
D/(D+E)	13%	(8)	0%
E/(D+E)	87%	(8)	100%
Coût moyen pondéré du capital	10,6%		12,9%
<i>(1) Taux OAT 10 ans moyenne 3 mois</i>			
<i>(2) Prime de risque du marché actions - Oddo securities</i>			
<i>(3) Bêta médians des actifs économiques des sociétés comparables</i>			
<i>(4) Pas d'endettement structurel selon établissement présentateur.</i>			
<i>(5) Calculé selon Ibbotson SBBi Risk Premia Over Time Report</i>			
<i>(6) Formule du MEDAF</i>			
<i>(7) Pas d'endettement structurel selon établissement présentateur.</i>			
<i>Source de l'établissement présentateur, nos sources étant précisées dans la partie 3.3 du présent rapport</i>			
<i>na : non applicable</i>			
<i>nc : non communiqué</i>			

Les écarts observés proviennent des sources de marché utilisées qui sont indiquées dans ce tableau ainsi que de l'analyse faite par l'établissement présentateur de considérer l'endettement lié à l'activité immobilière comme structurellement nul. Le taux d'endettement retenu par l'établissement présentateur est crédible sur la base des états financiers historiques au 30/06/2013 et de l'analyse des gearing moyens des sociétés comparables retenues dans notre échantillon de la méthode des comparables boursiers.

Le taux d'actualisation retenu par l'établissement présentateur (12,9%) apparaît supérieur à celui que nous avons retenu (10,6%) et proche de celui résultant de notre approche « long terme » (12%).

Détermination du taux de croissance à l'infini

L'établissement présentateur a retenu un taux de croissance à l'infini de 2,0%.

Nous avons pour notre part retenu un taux de 1,5%.

Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'établissement présentateur ressort à 26,1m€ et se situe légèrement en deçà de notre valeur (27,5m€) Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant et notamment du calcul du flux normatif.

4.1.2.1.2.2 Méthode des comparables boursiers

Choix de l'échantillon

L'échantillon retenu par l'établissement présentateur est composé de trois sociétés (Nexity, Kaufman & Broad et Les Nouveaux Constructeurs) qui se caractérisent par une activité de promotion immobilière sur le marché français.

Nous considérons les sociétés Nexity et Kaufman & Broad, qui font aussi partie de notre échantillon, comme des comparables. Nous n'avons pas retenu la société Les Nouveaux Constructeurs comme comparable en retenant une autre société ayant une activité de promotion immobilière qui nous paraissait plus comparable (Maisons France Confort SA).

Notre approche d'évaluation est décrite dans la partie 3.3 de notre rapport.

Choix des multiples et méthodologie

Les ratios moyens retenus par l'établissement présentateur sont la valeur d'entreprise divisée par l'EBIT (VE/EBIT).

Nous considérons, pour les raisons expliquées préalablement dans notre approche, que le multiple d'EBIT est pertinent.

Les ratios moyens ont été appliqués par l'établissement présentateur aux agrégats financiers prévisionnels 2014, 2015 et 2016. L'établissement présentateur a retenu en synthèse la moyenne de ces multiples sur les trois années.

Nous avons, pour notre part, retenu seulement l'agrégat financier d'EBIT 2015 pour les raisons évoqués préalablement et en l'absence de consensus significatifs sur 2016.

Conclusion sur la méthode des comparables

La valeur d'entreprise de l'activité promotion immobilière obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort à une valeur moyenne de 24,2m€.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur d'entreprise de l'activité promotion immobilière par la méthode des comparables boursiers de 17,9m€.

L'écart observé provient essentiellement du choix de l'échantillon et des agrégats retenus.

4.1.2.1.2.3 Evaluation des autres actifs immobiliers

Pour mettre en œuvre cette méthode, l'établissement présentateur a évalué séparément les actifs détenus par Proméo Patrimoine et la participation au capital d'immo invest.

Les méthodes d'évaluation retenues par l'établissement présentateur sont les suivantes :

- *Actif net comptable et méthode par capitalisation des loyers pour les actifs de Promeo Patrimoine.*
- *Méthode de l'actif net réévalué pour la participation au capital d'Immo Invest.*

La valeur obtenue par l'établissement présentateur concernant l'évaluation des actifs immobiliers détenus par Promeo Patrimoine fait ressortir une fourchette de valorisation comprise entre 10,3m€ et 10,4m€ et une valorisation moyenne de 10,4m€. La valeur obtenue par l'établissement présentateur concernant la participation du Groupe au capital d'Immo Invest s'élève à 0,6m€.

Nous obtenons, pour notre part, en appliquant la même méthodologie, une valeur moyenne des autres actifs immobiliers détenus par Groupe Promeo de 10,5m€. Nos résultats restent très proches de ceux obtenus par l'établissement présentateur en termes de valorisation.

4.1.2.2 Référence à l'actif net comptable

L'établissement présentateur a retenu le critère de l'actif net comptable. La valeur de l'actif net comptable retenue s'élève à 90,1m€ au 31 décembre 2013, soit 30,62€ par action.

L'approche faisant référence à l'actif net comptable ne met pas en exergue de divergence d'appréciation.

4.1.2.3 Référence au cours de bourse

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

Le tableau de synthèse des valorisations effectuées par l'établissement présentateur reprend les cours moyens pondérés 20 jours, 60 jours, 120 jours et 250 jours ainsi que le cours de bourse au 21 juillet 2014.

Nous avons pour notre part, repris les cours moyens pondérés 1 mois, 3 mois, 6 mois et 1 an ainsi que le cours de bourse au 21 juillet 2014.

A l'exception des durées retenues pour le calcul des différentes moyennes de cours de bourse retenues par l'établissement présentateur et par nous-même qui diffèrent légèrement, l'approche faisant référence au cours de bourse ne met pas en exergue de divergence d'appréciation.

4.2 Eléments d'appréciation du prix d'offre des BSAAR

L'établissement présentateur a retenu le même modèle de valorisation que nous même pour valoriser les BSAAR (modèle binomial communément appliqué).

Les paramètres utilisés par l'établissement présentateur sont proches de ceux retenus par nous même. Ils divergent très légèrement pour le calcul du dividende et de la volatilité.

La valeur centrale calculée par l'établissement présentateur en retenant le prix d'Offre comme sous jacent ressort à 0,38€.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de 0,40€ qui reste très proche.

5 Conclusion sur le caractère équitable des prix offerts

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

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant			Primes offertes par rapport au prix de l'Offre de 33,5€		
	Bas	Valeur centrale	Haut	Bas	Valeur centrale	Haut	Bas	Valeur centrale	Haut
<u>Méthode du cours de bourse</u>									
Cours de clôture (le 21 juillet 2014)		20,94 €			20,94 €			60,0%	
CMPV* 20 jours		21,49 €							
CMPV* 1 mois					21,48 €			56,0%	
CMPV* 60 jours		19,18 €							
CMPV* 3 mois					18,98 €			76,5%	
CMPV* 120 jours		18,92 €							
CMPV* 6 mois					18,94 €			76,9%	
CMPV* 250 jours		19,44 €							
CMPV* 1 an					19,42 €			72,5%	
Cours le plus haut lors des 250 derniers jours		22,20 €							
Cours le plus bas lors des 250 derniers jours		16,00 €							
<u>Méthode de l'actif net comptable</u>		30,62 €			30,62 €			9,4%	
<u>Méthode de la somme des parties</u>	27,98 €	30,84 €	33,26 €	25,89 €	29,93 €	33,03 €	29,4%	11,9%	1,4%

* CMPV : Cours moyen pondéré par les volumes

na : non applicable

nc : non communiqué

La présente Offre est volontaire et permet aux actionnaires de Groupe Proméo qui le souhaitent de vendre tout ou partie de leurs actions tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital. En outre, compte tenu de l'opération envisagée, Groupe Proméo pourra et envisage, de procéder à un retrait obligatoire, dans les trois mois de la clôture de l'Offre, et/ou à une offre publique de retrait.

Notre analyse fait ressortir des valeurs de :

- 18,94€ (cours moyen 6 mois) à 21,48€ (cours moyen 1 mois) pour la méthode du cours de bourse ;
- 30,62€ pour la méthode de l'actif net comptable ;
- 29,93€ pour la méthode de la somme des parties ;

Le prix offert de 33,5€ par action dans le cadre de la présente Offre :

- présente une prime comprise entre 56,0% (cours moyen 1 mois) et 76,9% (cours moyen 6 mois) sur la méthode du cours de bourse ;
- présente une prime de 9,4% sur la valeur ressortant de la méthode de l'actif net comptable ;
- présente une prime de 11,9% sur la valeur centrale ressortant de la méthode de la somme des parties ;

Par ailleurs, il est rappelé que les initiateurs, agissant de concert vis-à-vis de la société, envisagent une opération de restructuration des deux branches d'activités de la société à savoir la participation de la société dans la société Vacalians Group correspondant à l'activité de HPA d'une part et son activité de promotion immobilière d'autre part.

Dans le cadre de cette restructuration, Batipart Invest, Financière OG et Financière du Parc ont conclu un protocole d'accord en date du 22 juillet 2014 aux termes duquel ils ont précisé leurs engagements respectifs pour la mise en œuvre de la présente Offre et du projet de restructuration, sous réserve de la réalisation préalable du retrait obligatoire.

La valeur globale retenue pour Groupe Proméo dans le cadre de ce protocole est proche de la valeur exteriorisée dans le présent rapport par la méthode de l'actif net comptable et par la méthode de la somme des parties. La valeur globale de Groupe Proméo telle qu'elle figure dans le protocole d'accord est par ailleurs inférieure au prix d'offre.

Le prix d'Offre fait donc ressortir une prime par rapport à la valeur induite par le Protocole d'accord qui ne remet donc pas en cause l'équité du Prix d'Offre.

Le prix de 33,5€ par action proposé pour la présente Offre Publique d'Achat Simplifiée, offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire, est équitable pour les actionnaires minoritaires de la société Groupe Proméo.

Le prix proposé aux porteurs des BSAAR de 0,50€ dans le cadre de l'Offre présente des primes par rapport aux valeurs déterminées par nos calculs. Il fait notamment ressortir une prime de 26% par rapport à la valeur calculée sur la base du Prix d'Offre. Il est donc équitable pour les porteurs de BSAAR et ne remet pas en cause l'égalité de traitement entre les différents détenteurs de titres visés par l'Offre.

Fait à Paris, le 22 juillet 2014 et amendé le 12 août 2014

L'expert indépendant

HAF Audit & Conseil

Membre de Crowe Horwath International

Olivier Grivillers »

9. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Proméo seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur les sites Internet de Proméo (<http://www.promeo.fr>) et de l'AMF (www.amf-france.org), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès de Proméo.

10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Olivier Ganivenq - Directeur Général de Proméo