

NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR



EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
VISANT LES ACTIONS D'EURO DISNEY S.C.A.

INITIEE PAR

EDL HOLDING COMPANY, LLC
EURO DISNEY INVESTMENTS S.A.S.
ET
EDL CORPORATION S.A.S.



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° 15-136 en date du 31 mars 2015 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par la société Euro Disney S.C.A. 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.

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Ledouble S.A.S., agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente Note en Réponse.

La présente Note en Réponse est disponible sur le site Internet d'Euro Disney S.C.A. (<http://corporate.disneylandparis.fr>) ainsi que sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et est mis gratuitement à disposition du public au siège social d'Euro Disney S.C.A., 1 rue de la Galmy, 77700 Chessy.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'Euro Disney S.C.A. seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre (tel que ce terme est défini ci-après).

SOMMAIRE

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	4
1.1	Description de l'Offre	4
1.2	Nombre et nature des titres visés par l'Offre	4
1.3	Rappel des principales caractéristiques de l'Offre	5
1.4	Contexte de l'Offre	6
1.4.1	<i>Augmentations de Capital de la Société</i>	6
1.4.2	<i>Autres opérations devant être réalisées dans le cadre de la mise en œuvre du Plan de Recapitalisation</i>	7
1.5	Raisons de l'Offre	8
1.6	Existence de liens entre la Société et les Initiateurs	9
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE	10
3.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	15
4.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE	15
5.	INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES	15
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	15
7.	ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	17
7.1	Structure et répartition du capital de la Société	17
7.2	Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions	18
7.3	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres	18
7.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	19
7.5	Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	19

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	20
7.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement du Gérant de la Société et des membres du Conseil de Surveillance, ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	20
7.7.1	<i>Règles applicables à la nomination et au remplacement du Gérant de la Société</i>	20
7.7.2	<i>Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de Surveillance de la Société</i>	20
7.7.3	<i>Règles applicables à la modification des statuts de la Société</i>	21
7.8	Pouvoirs du Gérant, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	22
7.9	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	22
7.10	Accords prévoyant des indemnités pour le Gérant, les membres du Conseil de Surveillance ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique	23
8.	INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE	23
9.	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	23
ANNEXE 1		24

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1 Description de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement de l'article 233-1, 2° du règlement général de l'AMF, EDL Holding Company, LLC, une *limited liability company*, régie par le droit de l'Etat du Delaware (Etats-Unis d'Amérique) dont le siège social est situé 2711 Centerville Road, Suite 400, Wilmington, Delaware 19801, U.S.A. (« **EDL Holding** »), Euro Disney Investments S.A.S., une société par actions simplifiée régie par le droit français, dont le siège social est situé 1 rue de la Galmy, 77700 Chessy et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Meaux sous le numéro 478 002 702 (« **EDI S.A.S.** ») et EDL Corporation S.A.S., une société par actions simplifiée régie par le droit français, dont le siège social est situé 1 rue de la Galmy, 77700 Chessy et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Meaux sous le numéro 478 001 621 (« **EDLC S.A.S.** », collectivement avec EDL Holding et EDI S.A.S., les « **Initiateurs** »), agissant de concert, offrent de manière irrévocable aux actionnaires de la société Euro Disney S.C.A., une société en commandite par actions, dont le siège social est situé 1 rue de la Galmy, 77700 Chessy, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Meaux sous le numéro 334 173 887 et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris (sous le code ISIN FR0010540740) (« **Euro Disney S.C.A.** » ou la « **Société** ») d'acquérir la totalité des actions de la Société que les Initiateurs ne détiennent pas déjà, à un prix égal au prix le plus élevé payé par les Initiateurs au titre des opérations réalisées dans le cadre de la mise en œuvre du Plan de Recapitalisation (tel que ce terme est défini ci-après), soit 1,25 euro par action (le « **Prix de l'Offre** ») et ce dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas, agissant en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, a déposé auprès de l'AMF, le 20 février 2015, le projet d'Offre (dont un projet de note d'information) pour le compte des Initiateurs sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée, étant précisé que BNP Paribas garantit seule la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par les Initiateurs dans le cadre de l'Offre.

Un avis de dépôt a été publié par l'AMF le 20 février 2015, sous la référence n°215C0237, et le projet de note d'information des Initiateurs, ainsi que le projet de note en réponse de la Société ont été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (<http://corporate.disneylandparis.fr>).

Le Collège de l'AMF a, lors de sa séance du 31 mars 2015, déclaré l'Offre conforme aux dispositions législatives et réglementaires applicables et a apposé le visa n° 15-136 en date du 31 mars 2015 sur la note d'information des Initiateurs (la « **Note d'Information** »).

1.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues directement par les Initiateurs à la date de la présente Note en Réponse, y compris 215 000 actions auto-détenues et 10 actions de la Société détenues par EDL Participations S.A.S., une filiale directe à 100 % d'EDL Holding, soit un nombre de 216 689 870 actions existantes, représentant 27,66 % du capital social et des droits de vote de la Société, sur la base d'un nombre total de 783 364 900 actions de la Société composant le capital social de la Société à la date du présent document.

La Société informe les Initiateurs qu'elle n'apportera pas à l'Offre les actions auto-détenues (dont le nombre s'élève à 215 000 actions à la date de la présente Note en Réponse).

A la date de la présente Note en Réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de

vote de la Société. Il n'existe en outre aucun plan d'options de souscription d'actions, ni aucun plan d'attribution d'actions gratuites en cours au sein de la Société.

Il est rappelé qu'à la date de la présente Note en Réponse, les Initiateurs détiennent directement 566 675 030 actions de la Société, représentant 72,34 % du capital social et des droits de vote de la Société, réparties comme suit (voir sections 1.4.1 et 7.1 ci-dessous) :

- EDL Holding détient 173 075 030 actions de la Société, représentant 22,09 % du capital social et des droits de vote de la Société ;
- EDI S.A.S. détient 196 800 000 actions de la Société, représentant 25,12 % du capital social et des droits de vote de la Société ; et
- EDLC S.A.S. détient 196 800 000 actions de la Société, représentant 25,12 % du capital social et des droits de vote de la Société.

1.3 Rappel des principales caractéristiques de l'Offre

Dans le cadre de l'Offre, qui sera réalisée selon la procédure simplifiée en application des dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, les Initiateurs s'engagent irrévocablement à acquérir les actions de la Société au Prix de l'Offre, soit 1,25 euro par action.

Aucun ajustement du Prix de l'Offre n'est envisagé par les Initiateurs.

En outre, l'Offre n'est soumise à aucune condition prévoyant la présentation d'un nombre minimum d'actions pour qu'elle ait une suite positive. Par ailleurs, l'Offre n'est pas soumise à une quelconque condition d'obtention d'une autorisation au titre du contrôle des concentrations ou en matière réglementaire.

Le 31 mars 2015, l'AMF a publié sur son site Internet (www.amf-france.org) une décision de conformité de l'Offre après s'être assurée de la conformité de celle-ci aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emporte visa par l'AMF de la Note d'Information et de la Note en Réponse. La Note en Réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF a été déposée auprès de l'AMF le 31 mars 2015, est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Euro Disney S.C.A. (<http://corporate.disneylandparis.fr>), et peut être obtenue sans frais au siège social d'Euro Disney S.C.A., 1 rue de la Galmy, 77700 Chessy.

Le document « Autres Informations » (voir section 8 ci-après) sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, sans frais, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ce document sera également disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Euro Disney S.C.A. (<http://corporate.disneylandparis.fr>), et pourra être obtenu sans frais au siège social d'Euro Disney S.C.A., 1 rue de la Galmy, 77700 Chessy.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités de l'Offre, incluant le calendrier de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant une période de quinze (15) jours de bourse.

La participation à l'Offre et la diffusion du présent document peuvent faire l'objet de restrictions légales hors de France. Ces restrictions sont décrites en détails à la section 3.10 de la Note d'Information.

Les Initiateurs ont précisé dans la Note d'Information qu'aucune fusion n'est envisagée à l'issue de l'Offre et qu'aucune procédure de retrait obligatoire ou de radiation de la cote des actions d'Euro Disney S.C.A. n'est envisagée dans les douze mois suivant la date de la Note d'Information ; ils ont en outre indiqué qu'une procédure de retrait obligatoire et de radiation de la cote des actions d'Euro Disney S.C.A. d'Euronext Paris pourrait être envisagée par la suite dans le cas où les Initiateurs détiendraient au moins 95 % des droits de vote de la Société.

1.4 Contexte de l'Offre

Le 6 octobre 2014, la Société a annoncé une proposition globale de recapitalisation et de réduction de l'endettement du groupe Euro Disney S.C.A. (le « **Groupe** »), soutenue par l'actionnaire principal indirect de la Société, The Walt Disney Company (« **TWDC** »), visant à améliorer la situation financière du Groupe et à permettre ainsi la poursuite de ses investissements dans Disneyland® Paris (le « **Plan de Recapitalisation** »). Le Conseil de Surveillance de la Société a exprimé son soutien unanime au Plan de Recapitalisation le 5 octobre 2014.

L'Offre s'inscrit dans le cadre de la mise en œuvre du Plan de Recapitalisation. En effet, conformément à la réglementation applicable, EDL Holding, EDI S.A.S. et EDLC S.A.S. étaient tenues, au résultat des Augmentations de Capital de la Société (tel que ce terme est défini ci-après), d'initier une offre publique d'achat sur les actions de la Société (voir section 1.5 ci-dessous).

Les principales opérations ayant été réalisées ou devant être réalisées dans le cadre de la mise en œuvre du Plan de Recapitalisation sont décrites ci-après.

1.4.1 Augmentations de Capital de la Société

Euro Disney S.C.A. a annoncé, le 14 janvier 2015, le lancement :

- (i) d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'un montant de 350 788 410 euros, à souscrire en espèces, au prix de 1,00 euro par action (l'« **Augmentation de Capital avec DPS** ») ; et
- (ii) de deux augmentations de capital réservées, d'un montant de 246 millions d'euros chacune, à souscrire par compensation de créances, au prix de 1,25 euro par action (soit un montant total de 492 millions d'euros), réservées respectivement à EDI S.A.S. et EDLC S.A.S. (les « **Augmentations de Capital Réservées** » ensemble avec l'Augmentation de Capital avec DPS, les « **Augmentations de Capital de la Société** »).

Les caractéristiques des Augmentations de Capital de la Société ont fait l'objet d'une description détaillée dans la note d'opération faisant partie du prospectus ayant reçu le visa n°15-021 de l'AMF en date du 14 janvier 2015 (le « **Prospectus** »). Des exemplaires du Prospectus sont disponibles sans frais au siège social d'Euro Disney S.C.A., 1 rue de la Galmy, 77700 Chessy, sur le site Internet d'Euro Disney S.C.A. (<http://corporate.disneylandparis.fr>) ainsi que sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org).

Le règlement-livraison des Augmentations de Capital de la Société est intervenu le 20 février 2015. Il convient de préciser à cet égard que :

- EDL Holding a exercé la totalité des droits préférentiels de souscription attachés aux 15 504 236 actions de la Société qu'elle détenait directement le dernier jour de bourse précédant l'ouverture de la période de souscription de l'Augmentation de Capital avec DPS, et a en conséquence

souscrit 139 538 124 actions nouvelles dans le cadre de cette opération, conformément au ratio de souscription applicable de 9 actions nouvelles pour 1 action existante ;

- Suite à la mise en œuvre de l'engagement unilatéral pris par EDL Holding, le 3 octobre 2014, de souscrire toutes les actions non-souscrites sur exercice des droits préférentiels de souscription par leurs titulaires, à l'issue de la période de souscription (l'« **Engagement Unilatéral de Backstop** »), EDL Holding a en outre souscrit 18 032 670 actions supplémentaires de la Société dans le cadre de l'Augmentation de Capital avec DPS. Ces actions lui ont été allouées par Euro Disney S.A.S., le Gérant de la Société, conformément à l'article L. 225-134, I, 2° du Code de commerce. En conséquence, à la date de la présente Note en Réponse, EDL Holding détient 173 075 030 actions de la Société, représentant 22,09 % du capital social et des droits de vote de la Société ;
- EDI S.A.S. et EDLC S.A.S., qui n'étaient pas actionnaires de la Société préalablement aux Augmentations de Capital de la Société, détiennent chacune, à la date de la présente Note en Réponse, 196 800 000 actions de la Société représentant 25,12 % du capital social et des droits de vote de la Société, lesquelles ont été souscrites dans le cadre des Augmentations de Capital Réservées.

Immédiatement après le règlement-livraison des actions émises dans le cadre des Augmentations de Capital de la Société (soit le 20 février 2015), EDL Holding, EDI S.A.S. et EDLC S.A.S. ont informé l'AMF qu'elles agissaient de concert à compter de cette date, et qu'en conséquence de l'accroissement de leur participation dans le capital de la Société, elles étaient solidairement tenues de déposer une offre publique d'achat sur la totalité des actions d'Euro Disney S.C.A. qu'elles ne détenaient pas déjà à cette date (voir section 1.5 ci-dessous).

1.4.2 Autres opérations devant être réalisées dans le cadre de la mise en œuvre du Plan de Recapitalisation

1.4.2.1 *Augmentation de capital d'Euro Disney Associés S.C.A.*

Le 23 février 2015, la principale filiale opérationnelle de la Société, Euro Disney Associés S.C.A. (« **EDA S.C.A.** ») a procédé à une augmentation de capital d'un montant de 1 milliard d'euros par augmentation de la valeur nominale de ses actions. Les actionnaires d'EDA S.C.A. (soit la Société, EDI S.A.S. et EDLC S.A.S.) ont souscrit à cette augmentation de capital au *prorata* de leurs participations respectives dans le capital d'EDA S.C.A. :

- la Société, qui détient 82 % du capital d'EDA S.C.A., y a souscrit pour un montant global de 820 millions d'euros, dont 328 millions d'euros ont été payés en espèces, par utilisation de la quasi-totalité du produit net de l'Augmentation de Capital avec DPS, et 492 millions d'euros ont été payés par compensation avec la créance de 492 millions d'euros dont EDA S.C.A. était débitrice vis-à-vis de la Société (cette créance ayant été préalablement cédée à la Société par EDI S.A.S. et EDLC S.A.S., le prix de cession de cette créance ayant fait l'objet d'une compensation de créance avec le prix de souscription des Augmentations de Capital Réservées) ;
- EDI S.A.S., qui détient 9 % du capital d'EDA S.C.A., y a souscrit pour un montant global de 90 millions d'euros, dont 36 millions d'euros ont été payés en espèces et 54 millions d'euros ont fait l'objet d'une compensation avec une partie de la dette dont EDA S.C.A. était débitrice vis-à-vis d'EDI S.A.S. ; et

- EDLC S.A.S., qui détient 9 % du capital d'EDA S.C.A., y a souscrit pour un montant global de 90 millions d'euros, dont 36 millions d'euros ont été payés en espèces et 54 millions d'euros ont fait l'objet d'une compensation avec une partie de la dette dont EDA S.C.A. était débitrice vis-à-vis d'EDLC S.A.S.

En conséquence de cette augmentation de capital, EDA S.C.A. a reçu 400 millions d'euros en espèces et a réduit sa dette de 600 millions d'euros, alors que le capital social d'EDA S.C.A. a été augmenté de 1 milliard d'euros, le montant nominal des 4 073 994 378 actions composant son capital social ayant été augmenté de 0,05 euro par action à 0,295459347072275 euro par action.

1.4.2.2 Modification des modalités d'amortissement des prêts à terme

Les stipulations des prêts à terme existants, qui ont été consentis par EDI S.A.S. et EDLC S.A.S. à EDA S.C.A. et dont le montant en principal à l'issue des conversions de créances en capital décrites ci-dessus est de 983 millions d'euros, ont été modifiées afin de supprimer tout remboursement intermédiaire du principal de ces prêts avant le remboursement final de ceux-ci. La date d'échéance de ces prêts a été modifiée et arrêtée au 15 décembre 2024 (en lieu et place du 30 septembre 2028). Les intérêts sur l'endettement continueront d'être payables semestriellement au taux d'intérêt actuel. La combinaison de la conversion en capital d'une partie des prêts à terme existants (pour un montant de 239 millions d'euros) et de la suppression de toute obligation de remboursement intermédiaire du principal de ces prêts jusqu'à échéance réduira la charge de remboursement du principal de la dette pour le Groupe de 750 millions d'euros jusqu'à leur échéance finale en décembre 2024.

1.4.2.3 Consolidation et extension des lignes de crédit existantes

Les lignes de crédit existantes consenties par TWDC à EDA S.C.A. venant à échéance au 30 septembre 2015¹ (pour un montant en principal de 100 millions d'euros, portant intérêt annuel au taux EURIBOR), au 30 septembre 2017 (pour un montant en principal de 100 millions d'euros, portant intérêt annuel au taux EURIBOR + 2 %) et au 30 septembre 2018 (pour un montant en principal de 150 millions d'euros, portant intérêt annuel au taux EURIBOR) (les « **Lignes de Crédit Existantes** ») et tirées pour un montant en principal de 250 millions d'euros à la date du 20 février 2015, ont été remplacées par une nouvelle ouverture de crédit renouvelable d'un montant en principal de 350 millions d'euros, portant intérêt annuel au taux EURIBOR + 2 % et venant à échéance le 15 décembre 2023 (la « **Nouvelle Ouverture de Crédit** »), étant précisé que (a) la Nouvelle Ouverture de Crédit est devenue effective le 24 février 2015, suite au remboursement en totalité par EDA S.C.A. à cette date, des Lignes de Crédit Existantes et (b) la Nouvelle Ouverture de Crédit, dont le tirage était conditionné au remboursement des Lignes de Crédit Existantes, peut ainsi désormais être tirée par EDA S.C.A.

1.5 Raisons de l'Offre

L'Offre est faite en application des articles 234-2 et 234-5 du règlement général de l'AMF, qui rend obligatoire pour EDL Holding, EDI S.A.S. et EDLC S.A.S., toutes trois filiales indirectes à 100 % de TWDC, agissant de concert, le dépôt d'une offre publique sur la totalité des actions de la Société qu'elles ne détiennent pas déjà, du fait de l'accroissement de leur participation dans le capital de la Société résultant des Augmentations de Capital de la Société (voir section 1.4.1 ci-dessus).

¹ L'échéance de cette ligne de crédit a été précédemment prorogée du 30 septembre 2014 au 30 septembre 2015.

1.6 Existence de liens entre la Société et les Initiateurs

Avant réalisation des Augmentations de Capital de la Société, EDL Holding détenait 39,78 % du capital social et des droits de vote de la Société. A l'issue des Augmentations de Capital de la Société, EDL Holding, EDI S.A.S. et EDLC S.A.S. détiennent désormais ensemble 72,34 % du capital social et des droits de vote de la Société. En outre, EDI S.A.S. et EDLC S.A.S. détiennent ensemble 18 % d'EDA S.C.A. La Société et EDA S.C.A. sont ainsi indirectement contrôlées par TWDC.

En sus de ces liens capitalistiques, des liens contractuels existent entre TWDC (ou ses filiales) et la Société ou le Groupe, notamment des accords commerciaux essentiels pour l'exploitation de Disneyland® Paris, pour lesquels TWDC (ou ses filiales) perçoit des rémunérations. En particulier, la Société a conclu un Contrat de Licence (tel que ce terme est défini ci-après) avec l'une des filiales de TWDC portant sur les droits de propriété intellectuelle et industrielle de TWDC (voir section 7.9 ci-dessous). En outre, le Gérant de la Société perçoit, au titre de ses services en qualité de Gérant, une rémunération annuelle (la « **Rémunération de la Gérance** »), qui fait l'objet d'une description détaillée à la section A.4.1. « Principaux Engagements liés au développement du Site », partie « Engagements et contrats avec des filiales de TWDC » du document de référence de la Société déposé auprès de l'AMF le 17 décembre 2014 sous le numéro D. 14-1132 (le « **Document de Référence** ») (p. 24 et 25). Ces divers liens financiers et accords sont susceptibles de générer des situations de conflits d'intérêts potentiels.

Le Groupe estime que ses relations d'affaires avec TWDC et les filiales de celle-ci lui procurent des avantages commerciaux. En outre, le Groupe estime qu'il contrôle les implications financières et commerciales de ces accords, ce qui se traduit notamment par la validation des budgets ou la revue, par le Groupe ou par des tiers indépendants, des dépenses réellement engagées dans le cadre de ces accords.

Dès lors qu'il correspond aux critères définissant les conventions réglementées, tout accord doit faire l'objet d'une autorisation préalable du Conseil de Surveillance de la Société ou de celui d'EDA S.C.A. et d'un vote ultérieur des actionnaires de ces sociétés. Un rapport spécial sur les conventions réglementées doit également être préparé par le Conseil de Surveillance de la Société ou celui d'EDA S.C.A. ainsi que par leurs commissaires aux comptes. Les membres du Conseil de Surveillance qui représentent TWDC ne prennent pas part au vote relatif à ces conventions réglementées.

Une description détaillée du risque lié aux conflits d'intérêts potentiels figure à la section B.2. « Rapport du Gérant pour le Groupe et la société mère », partie « Assurances et facteurs de risques », « Risques liés aux conflits d'intérêt potentiels » du Document de Référence (p. 61 et 62). Par ailleurs, les principales transactions conclues entre TWDC et les filiales de la Société sont décrites à la section B.2. « Rapport du Gérant pour le Groupe et la société mère », Annexe 3, du Document de Référence (p. 68 et 69). Enfin, une description des sommes versées sur les trois derniers exercices au titre des contrats non-financiers conclus avec TWDC (en ce compris le Contrat de Licence et la Rémunération du Gérant) figure à la section A.4.1. « Principaux Engagements liés au développement du Site », partie « Engagements et contrats avec des filiales de TWDC » du Document de Référence (p. 26), ainsi qu'à la note 19 « Transactions avec les parties liées » des états financiers consolidés du Groupe au 30 septembre 2014 (p. 103 et 104 du Document de Référence).

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil de Surveillance d'Euro Disney S.C.A. (le « **Conseil de Surveillance** ») s'est réuni le 17 février 2015 afin, notamment, d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Il est précisé que deux membres du Conseil de Surveillance, à savoir Messieurs Thomas O. Staggs et James A. Rasulo, représentants de TWDC, sont intéressés à l'Offre. En conséquence, ces membres étaient absents et excusés lors de ladite séance du Conseil de Surveillance et n'ont pas participé aux discussions et au vote sur l'avis motivé.

Un extrait des délibérations de cette réunion contenant l'avis motivé du Conseil de Surveillance d'Euro Disney S.C.A., est reproduit ci-dessous. L'avis motivé qui suit a été rendu par les membres du Conseil de Surveillance présents ou représentés lors de cette réunion, à savoir Madame Virginie Calmels (la « **Présidente** » ou « **Madame le Président** »), Monsieur Michel Corbière, Monsieur Axel Duroux, Monsieur Philippe Geslin, Monsieur Philippe Labro, Madame Valérie Bernis, Monsieur Gérard Bouché et Monsieur Martin Robinson, étant précisé que ces trois derniers étaient représentés.

*« Le Conseil a été réuni afin de considérer le projet d'offre publique qu'EDL Holding Company LLC, Euro Disney Investments S.A.S. et EDL Corporation S.A.S. (collectivement, les « **Initiateurs** ») agissant de concert déposeront le 20 février 2015 auprès de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** ») sur les titres Euro Disney S.C.A. (l'« **Offre** »).*

Le Conseil de Surveillance ainsi composé a pris connaissance des documents suivants :

- le projet de note d'information des Initiateurs contenant les motifs de l'Offre, les intentions des Initiateurs, les accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, ainsi que les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre (le « **Projet de Note d'Information** ») ;*
- le projet de note en réponse de la Société ; et*
- le rapport d'expertise indépendante établi par le cabinet Ledouble S.A.S. (l'« **Expert Indépendant** ») en date du 12 février 2015, conformément à l'article 261-1, I, 1° et 4° du règlement général de l'AMF (le « **Rapport de l'Expert Indépendant** »).*

La Présidente a rappelé, à titre liminaire, le contexte dans lequel s'inscrit l'Offre :

- le 6 octobre 2014, la Société a annoncé une proposition de recapitalisation et de réduction de l'endettement du Groupe, soutenue par TWDC et visant à améliorer la situation financière du Groupe et à permettre ainsi la poursuite de ses investissements dans Disneyland® Paris (la « **Proposition** »). A cet égard, Madame le Président a rappelé que le Conseil de Surveillance a exprimé son soutien unanime à cette Proposition le 5 octobre 2014 et a, à cette même date, décidé de nommer le cabinet Ledouble S.A.S. en qualité d'Expert Indépendant dans le cadre de l'Offre visée dans la Proposition ;*
- l'Offre, qui sera déposée par les Initiateurs le 20 février 2015 (la « **Date de Dépôt de l'Offre** »), s'inscrit dans le cadre de la mise en œuvre de la Proposition. En effet, l'Offre résulte de l'application des articles 234-2 et 234-5 du règlement général de l'AMF, qui rend obligatoire pour les Initiateurs, agissant de concert, le dépôt d'une offre publique sur la totalité des actions de la Société qu'elles ne détiennent pas déjà, du fait de l'accroissement de leur participation de*

plus de 1% dans le capital de la Société résultant de la réalisation des augmentations de capital suivantes :

- (i) une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires de la Société d'un montant de 350 788 410 euros, souscrite en espèces, au prix de 1,00 euro par action (l'« **Augmentation de Capital avec DPS** ») ; et*
- (ii) deux augmentations de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires de la Société, d'un montant de 246 millions d'euros chacune, souscrites par compensation de créances, au prix de 1,25 euro par action (soit un montant total de 492 millions d'euros), réservées respectivement à EDI S.A.S. et EDLC S.A.S. (les « **Augmentations de Capital Réservées** » ensemble avec l'Augmentation de Capital avec DPS, les « **Augmentations de Capital d'Euro Disney S.C.A.** ») ;*
- les Augmentations de Capital d'Euro Disney S.C.A. ont été (i) approuvées par l'assemblée générale des actionnaires de la Société le 13 janvier 2015, laquelle a notamment voté en faveur des 11^{ème} et 12^{ème} résolutions permettant leur réalisation et (ii) lancées le 14 janvier 2015 ;*
- le dépôt de l'Offre par les Initiateurs, ainsi que le prix auquel elle sera faite (soit 1,25 euro par action, correspondant au prix le plus élevé payé par les Initiateurs dans le cadre des Augmentations de Capital d'Euro Disney S.C.A.), ont été annoncés dès le 6 octobre 2014. En outre, la Date de Dépôt de l'Offre a été rendue publique dans la note d'opération relative notamment aux Augmentations de Capital d'Euro Disney S.C.A. et faisant partie du prospectus ayant reçu le visa n°15-021 de l'AMF en date du 14 janvier 2015 (le « **Prospectus** »).*

Le Conseil de Surveillance est informé qu'à la Date de Dépôt de l'Offre, suite au règlement-livraison des Augmentations de Capital d'Euro Disney S.C.A. qui interviendra à cette même date, les Initiateurs détiendront directement 566 675 030 actions de la Société, représentant 72,34 % du capital social et des droits de vote de la Société, réparties comme suit :

- EDL Holding détiendra 173 075 030 actions de la Société, représentant 22,09 % du capital social et des droits de vote de la Société ;*
- EDI S.A.S. détiendra 196 800 000 actions de la Société, représentant environ 25,12 % du capital social et des droits de vote de la Société ; et*
- EDLC S.A.S. détient 196 800 000 actions de la Société, représentant environ 25,12 % du capital social et des droits de vote de la Société.*

Le Conseil de Surveillance a ainsi constaté que les Initiateurs proposeront, conformément à l'obligation qui leur incombe, d'acquérir, au prix de 1,25 euro par action, la totalité des actions de la Société qu'ils ne détiennent pas à la Date de Dépôt de l'Offre, y compris 215 000 actions auto-détenues et 10 actions de la Société détenues par EDL Participations S.A.S., une filiale directe à 100 % d'EDL Holding, soit un nombre de 216 689 870 actions existantes, représentant environ 27,66 % du capital social et des droits de vote de la Société.

Le Conseil de Surveillance a également constaté que l'Offre, qui sera réalisée selon la procédure simplifiée et sera ouverte pendant une période de quinze (15) jours de bourse, n'est soumise à aucune condition prévoyant la présentation d'un nombre minimum d'actions pour qu'elle ait une suite positive.

*Monsieur Philippe Geslin, en sa qualité de Président du comité d'audit (le « **Comité** »), a ensuite présenté au Conseil de Surveillance un compte-rendu des travaux que le Comité a réalisés dans le cadre de l'examen de l'Offre. Il a rappelé que le Comité, qui s'est notamment réuni à cette fin le 10 février 2015, avait, dès les 3 et 5 octobre 2014, présenté au Conseil de Surveillance les conclusions de ses travaux d'analyse de la Proposition, en ce compris de l'Offre visée dans la Proposition, menés en collaboration avec les conseils indépendants du Conseil de Surveillance.*

Le Conseil de Surveillance a également pris connaissance du Rapport de l'Expert Indépendant, représenté par Monsieur Olivier Cretté et Madame Agnès Piniot, établi conformément à l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, en amont du dépôt de l'Offre par les Initiateurs. Il a pris acte que (i) l'Expert Indépendant a confirmé au Comité avoir reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission et (ii) le Rapport de l'Expert Indépendant conclut au caractère équitable de l'Offre.

En outre, le Conseil de Surveillance a pris acte que la procédure d'information-consultation préalable du comité d'entreprise sur les opérations envisagées par la Proposition s'est achevée le 5 décembre 2014, le comité d'entreprise ayant émis un avis défavorable. Le comité d'entreprise a par ailleurs été convoqué aux fins d'information dans le cadre du dépôt de l'Offre, conformément aux dispositions des articles L. 2323-1 et suivants du Code du travail.

Le Conseil de Surveillance composé de ses membres non intéressés à l'Offre s'est fait assister dans ses analyses préalables à l'émission de son avis sur l'Offre par le cabinet Orrick Rambaud Martel en qualité de conseil juridique.

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

Le Conseil de Surveillance a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par les Initiateurs dans leur Projet de Note d'Information. Le Conseil de Surveillance a notamment pris en considération les éléments suivants :

- l'Offre s'inscrit dans le cadre de la Proposition globale de recapitalisation et de réduction, pour un montant d'environ 850 millions d'euros, de l'endettement du Groupe, dont l'Offre n'est qu'une composante technique et obligatoire pour les Initiateurs ;*
- l'Offre n'aura de conséquences (i) ni sur la stratégie et la politique industrielle de la Société (ii) ni en matière d'emploi ou de ressources humaines ;*
- à l'issue de l'Offre, afin d'offrir aux actionnaires de la Société la possibilité de ne pas être dilués du fait des Augmentations de Capital Réservées, EDI S.A.S. et EDLC S.A.S. offriront, sous certaines conditions, aux personnes physiques ou morales (autres que les Initiateurs) ayant la qualité d'actionnaire de la Société à chacune des trois dates suivantes (i) le dernier jour de bourse précédant l'ouverture de la période de souscription de l'Augmentation de Capital avec DPS (soit le 16 janvier 2015), (ii) à la date de règlement-livraison de l'Augmentation de Capital avec DPS (soit le 20 février 2015) et (iii) le jour de bourse suivant immédiatement la date de publication des résultats finaux de l'Offre (les « **Actionnaires Eligibles** »), la faculté d'acquérir des actions souscrites par EDI S.A.S. et EDLC S.A.S. dans le cadre des Augmentations de Capital Réservées, selon les modalités décrites dans le Prospectus (le « **Droit d'Acquérir des Actions d'Euro Disney S.C.A.** ») ; et*

- dans le cas où les Initiateurs détiendraient au moins 95 % des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre et de la période d'exercice du Droit d'Acquérir des Actions d'Euro Disney S.C.A. qui sera offert aux Actionnaires Eligibles d'Euro Disney S.C.A. postérieurement à la clôture de l'Offre, les Initiateurs se réservent la faculté de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant les actions de la Société non présentées à l'Offre.

Le Conseil de Surveillance a constaté que le Prix de l'Offre de 1,25 euro par action proposé par les Initiateurs est égal à la valeur théorique de l'action ex-droit (sur la base du cours de clôture de l'action Euro Disney S.C.A. le 3 octobre 2014, dernier jour de bourse précédant l'annonce de la Proposition (3,46 euros), ajusté pour tenir compte de l'émission des actions nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital avec DPS).

Le Conseil de Surveillance a ainsi constaté que l'Offre assure aux actionnaires souhaitant en profiter, une liquidité pour tout ou partie de leur investissement dans la Société, à des conditions jugées équitables par l'Expert Indépendant. Les conclusions du Rapport de l'Expert Indépendant sont reproduites ci-dessous :

« A l'issue de nos travaux de valorisation du titre ED SCA, nous sommes d'avis que le Prix de l'Offre de 1,25 € est équitable pour les actionnaires d'ED SCA.

Les Opérations connexes² ne remettent pas en cause l'équité du Prix de l'Offre de 1,25 €. »

Le Conseil de Surveillance s'est aussi attaché à vérifier que les intérêts des actionnaires qui n'apporteraient pas leurs titres à l'Offre seront préservés.

A ce titre, il a constaté que l'Offre permet aux actionnaires souhaitant conserver leur participation dans le capital de la Société, et donc participer à l'amélioration de la situation financière du Groupe et au développement de celui-ci, de le faire (i) par le biais de l'Augmentation de Capital avec DPS à laquelle ils auraient souscrit, à des conditions présentant une décote de marché par rapport aux conditions de souscription par EDI S.A.S. et EDLC S.A.S. aux Augmentations de Capital Réservées, et (ii) par l'exercice, à l'issue de l'Offre, et pour autant qu'ils satisfassent les conditions pour avoir la qualité d'Actionnaires Eligibles, de leur Droit d'Acquérir des Actions d'Euro Disney S.C.A. pour ne pas être dilués.

Le Conseil de Surveillance a enfin pris acte, concernant l'intérêt de l'entreprise, et de ses salariés, que l'Offre n'aura de conséquences (i) ni sur la stratégie et la politique industrielle de la Société (ii) ni en matière d'emploi ou de ressources humaines.

A la lumière des considérations qui précèdent, Madame le Président a invité le Conseil de Surveillance à rendre son avis motivé sur le projet d'Offre. Cet avis est ainsi exprimé :

"Le Conseil de Surveillance d'Euro Disney S.C.A. émet l'avis suivant sur le projet d'offre publique initié par EDL Holding Company LLC, Euro Disney Investments S.A.S. et EDL Corporation S.A.S.:

1. *l'Offre permet aux actionnaires qui le souhaiteraient de trouver une liquidité immédiate pour tout ou partie de leur investissement dans Euro Disney S.C.A., dans des conditions jugées équitables par l'Expert Indépendant, sur la base d'un Prix de l'Offre par action faisant apparaître une prime de 25 % par rapport au prix de souscription de l'Augmentation de Capital avec DPS de 1,00 euro par action. En outre, le Prix de l'Offre, jugé équitable par l'Expert Indépendant,*

² Les « Opérations connexes » étant définies dans le Rapport de l'Expert Indépendant comme l'Augmentation de Capital avec DPS, les Augmentations de Capital Réservées et le Droit d'Acquérir des Actions d'Euro Disney S.C.A.

correspond au prix le plus élevé payé par les Initiateurs dans le cadre des Augmentations de Capital d'Euro Disney S.C.A. ;

2. *pour les actionnaires qui souhaiteraient conserver une participation dans le capital d'Euro Disney S.C.A. afin de bénéficier des perspectives d'amélioration de la situation financière du Groupe et de développement de ce dernier grâce à la poursuite de ses investissements, il convient d'attirer l'attention sur les éléments suivants :*
 - (i) *à court terme, la liquidité du titre pourrait être réduite en cas d'apport d'un nombre important de titres à l'Offre. Par ailleurs, la poursuite des investissements, dont la réalisation est envisagée par le Groupe au résultat de la mise en œuvre de la Proposition, pourrait peser sur la rentabilité du Groupe et sur sa capacité à générer de la trésorerie, et donc, potentiellement, sur le cours de bourse d'Euro Disney S.C.A. ;*
 - (ii) *à plus long terme, grâce à la mise en œuvre de la Proposition et aux investissements réalisés par le Groupe, les actionnaires ayant fait le choix de conserver leur participation dans le capital d'Euro Disney S.C.A. pourraient bénéficier d'une potentielle revalorisation du titre.*
3. *Au vu de ces éléments, le Conseil de Surveillance a reconnu, à l'unanimité, que l'Offre représente une opportunité pour ceux des actionnaires qui souhaiteraient, par l'apport de leurs titres à cette Offre, bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale dans des conditions équitables. Le Conseil de Surveillance a également considéré que cette Offre permet aux actionnaires qui le souhaiteraient de rester associés, dans des conditions également équitables, aux perspectives de développement du Groupe, grâce à l'amélioration de sa situation financière et à la poursuite de ses investissements dans Disneyland® Paris.*
4. *Au vu de ces éléments, des objectifs et intentions déclarés par les Initiateurs, ainsi que des conséquences de l'Offre, et après en avoir délibéré, le Conseil de Surveillance a estimé à l'unanimité que l'Offre respecte la pérennité des activités du Groupe et n'entraîne pas de conséquences négatives pour l'ensemble de ses salariés.*

Le Conseil de Surveillance considère par conséquent que l'Offre est conforme aux intérêts d'Euro Disney S.C.A., de ses salariés et de ses actionnaires et recommande :

- à chaque actionnaire de prendre sa décision d'apporter ou non ses titres à l'Offre en fonction de sa recherche de liquidité et de son souhait de soutenir la stratégie d'Euro Disney S.C.A., après avoir pris en considération le fait que l'amélioration durable de la situation financière du Groupe demeure notamment étroitement dépendante du contexte économique qui sera observé en France et dans les différents pays dont les résidents sont les visiteurs de Disneyland® Paris ;*
- à ceux des actionnaires qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate, d'apporter leurs titres à l'Offre ; et*
- à ceux des actionnaires qui souhaiteraient rester associés aux perspectives de développement du Groupe, de ne pas apporter leurs titres à l'Offre.*

Le Conseil de Surveillance a pris note que la Société détient à ce jour 215 000 actions et que le Gérant a décidé de ne pas apporter ces actions auto-détenues à l'Offre.

Les membres du Conseil de Surveillance présents et représentés détenteurs de titres d'Euro Disney S.C.A., à savoir Madame Virginie Calmels, Monsieur Michel Corbière, Monsieur Axel Duroux, Monsieur Philippe Geslin, Monsieur Philippe Labro, Madame Valérie Bernis, Monsieur Gérard Bouché et Monsieur Martin Robinson, ont unanimement indiqué qu'ils n'apporteront pas leurs titres à l'Offre, étant précisé que, dans le cadre de l'Augmentation de Capital avec DPS, ils ont tous exercé les droits préférentiels de souscription attachés aux actions d'Euro Disney S.C.A. qu'ils ont l'obligation de détenir au nominatif pur en application du règlement intérieur de la Société." »

3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1, I, 1° et 4° du règlement général de l'AMF, le cabinet Ledouble S.A.S. a été désigné le 5 octobre 2014 par le Conseil de Surveillance de la Société en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, qui a été établi par le cabinet Ledouble S.A.S. en date du 12 février 2015, est intégralement reproduit en Annexe 1 à la présente Note en Réponse.

4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE

Les membres du Conseil de Surveillance présents et représentés lors de la séance du 17 février 2015 à l'occasion de laquelle l'avis motivé du Conseil de Surveillance sur l'Offre a été rendu (voir section 2 ci-dessus), détenteurs de titres d'Euro Disney S.C.A., à savoir Madame Virginie Calmels, Monsieur Michel Corbière, Monsieur Axel Duroux, Monsieur Philippe Geslin, Monsieur Philippe Labro, Madame Valérie Bernis, Monsieur Gérard Bouché et Monsieur Martin Robinson, ont unanimement indiqué qu'ils n'apporteront pas leurs titres à l'Offre.

5. INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES

La Société a décidé de ne pas apporter à l'Offre les 215 000 actions auto-détenues.

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

Une fois l'Offre réalisée, afin d'offrir aux actionnaires de la Société la possibilité de ne pas être dilués du fait des Augmentations de Capital Réservées, EDI S.A.S. et EDLC S.A.S. offriront, sous certaines conditions, aux personnes physiques ou morales (autres qu'EDL Holding, EDI S.A.S. et EDLC S.A.S.) ayant la qualité d'actionnaire de la Société à chacune des trois dates suivantes (i) le dernier jour de bourse précédant l'ouverture de la période de souscription de l'Augmentation de Capital avec DPS (soit le 16 janvier 2015), (ii) à la date de règlement-livraison de l'Augmentation de Capital avec DPS (soit le 20 février 2015) et (iii) le jour de bourse suivant immédiatement la date de publication des résultats finaux de l'Offre (la « **Date de Réalisation de l'Offre** »), (les « **Actionnaires Eligibles** »), la faculté d'acquérir des actions souscrites par EDI S.A.S. et EDLC S.A.S. dans le cadre des Augmentations de Capital Réservées, suivant les modalités décrites ci-après (le « **Droit d'Acquérir des Actions de la Société** »).

Le Droit d'Acquérir des Actions de la Société constitue, pour les Actionnaires Eligibles, une faculté de limiter ou d'annuler la dilution subie du fait des Augmentations de Capital Réservées en leur offrant la faculté d'acquérir, à proportion de la participation qu'ils auront conservée et au prix payé par les filiales de TWDC, des actions de la Société émises dans le cadre des Augmentations de Capital Réservées (les « **Actions Cédées** »), avec pour conséquence sur EDI S.A.S. et EDLC S.A.S. la monétisation de leurs créances à proportion des Droits d'Acquérir des Actions de la Société exercés, de façon anticipée par rapport à l'échéance antérieure de ces créances.

Le nombre d'Actions Cédées pouvant être acquis par un Actionnaire Eligible donné sera égale au nombre le moins élevé entre (i) le nombre d'actions détenues par cet Actionnaire Eligible à la date de règlement-livraison de l'Augmentation de Capital avec DPS et (ii) le nombre d'actions détenues par cet Actionnaire Eligible à la Date de Réalisation de l'Offre, multiplié par un ratio de 1,009840 (la « **Part Pro Rata** »), correspondant à la fraction dont le numérateur et le dénominateur ont été déterminés de la façon suivante :

- le numérateur est égal au nombre d'actions ordinaires nouvelles de la Société émises au bénéfice d'EDI S.A.S. et EDLC S.A.S. dans le cadre des Augmentations de Capital Réservées, soit 393 600 000 actions ; et
- le dénominateur est égal au nombre total d'actions de la Société en circulation à l'issue de la réalisation de l'Augmentation de Capital avec DPS sans qu'il soit tenu compte des actions ordinaires nouvelles émises dans le cadre des Augmentations de Capital Réservées.

La Part Pro Rata de chaque Actionnaire Eligible sera calculée par l'intermédiaire financier habilité dans les livres duquel l'Actionnaire Eligible concerné détient ses actions de la Société ou, le cas échéant, par Société Générale Securities Services pour les titres détenus au nominatif pur.

La Part Pro Rata sera un nombre entier d'actions, arrondi, le cas échéant, à l'action inférieure.

La période d'exercice durant laquelle les Actionnaires Eligibles pourront exercer leurs Droits d'Acquérir des Actions de la Société en vue d'acquérir des Actions Cédées, aura une durée de 30 jours calendaires et débutera le 6^{ème} jour de bourse (inclus) suivant la Date de Réalisation de l'Offre (la « **Période d'Exercice** »). La Société publiera, au nom et pour le compte d'EDI S.A.S. et EDLC S.A.S., un communiqué de presse qui sera mis en ligne sur le site de la Société dans un délai de deux (2) jours ouvrables à compter de la Date de Réalisation de l'Offre afin de rappeler aux Actionnaires Eligibles la possibilité d'exercer leurs Droits d'Acquérir des Actions de la Société auprès de leur intermédiaire financier.

Chaque Droit d'Acquérir des Actions de la Société permettra l'acquisition, par un Actionnaire Eligible, d'une (1) Action Cédée au prix unitaire de 1,25 euro durant la Période d'Exercice.

Les Droits d'Acquérir des Actions de la Société sont des droits personnels, non négociables, incessibles et non transférables. Les Droits d'Acquérir des Actions de la Société qui n'auront pas été exercés à l'issue de la Période d'Exercice deviendront caducs de plein droit, sans indemnité.

Les modalités d'attribution et d'exercice du Droit d'Acquérir des Actions de la Société font l'objet d'une description détaillée dans la note d'opération faisant partie du Prospectus (voir section 1.4.1 ci-dessus). Des exemplaires du Prospectus sont disponibles sans frais au siège social d'Euro Disney S.C.A., 1 rue de la Galmy, 77700 Chessy, sur le site Internet d'Euro Disney S.C.A. (<http://corporate.disneylandparis.fr>) ainsi que sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org).

7. ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure et répartition du capital de la Société

Le capital de la Société, d'un montant de 783 364 900 euros à la date de la présente Note en Réponse, est divisé en 783 364 900 actions, d'une valeur nominale de 1,00 euro chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A la date de la présente Note en Réponse et à la connaissance de la Société, suite à la réalisation des Augmentations de Capital de la Société (voir section 1.4.1 ci-dessus), la répartition du capital social et des droits de vote de la Société est la suivante :

Actionnaire	Nombre d'actions et nombre de droits de vote théoriques ³	% du capital social	% de droits de vote exerçables ⁴
Total détenu par les filiales de TWDC, réparti comme suit :	566 675 030	72,34 %	72,36 %
– EDL Holding Company LLC	173 075 030	22,09 %	22,10 %
– Euro Disney Investments S.A.S.	196 800 000	25,12 %	25,13 %
– EDL Corporation S.A.S.	196 800 000	25,12 %	25,13 %
Morgan Stanley & Co. International plc ⁵	44 673 375	5,70 %	5,70 %
Kingdom 5-KR-134, Ltd. ⁶	38 976 490	4,98 %	4,98 %
Syquant Capital	29 540 266	3,77 %	3,77 %
Invesco Ltd.	21 105 711	2,69 %	2,69 %
Public	82 394 028	10,52 %	10,50 %
Total	783 364 900	100 %	100 %

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

³ Conformément aux dispositions de l'article 223-11, I al. 2 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote a été calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

⁴ Le pourcentage de droits de vote exerçables a été calculé sur la base du nombre total d'actions non-privées de droit de vote, excluant par conséquent les 215 000 actions auto-détenues qui sont privées de droit de vote.

⁵ Morgan Stanley & Co. International plc est contrôlée par la société Morgan Stanley.

⁶ Société appartenant au Groupe Kingdom Holding Company, par l'intermédiaire de laquelle les intérêts de SAS le Prince Alwaleed dans la Société sont détenus.

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

Il n'existe pas de restrictions statutaires ou de nature conventionnelle relatives à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.

Il existe toutefois certaines dispositions applicables à la Société du fait des spécificités liées à sa forme sociale de société en commandite par actions. Ainsi, par exemple, l'article 5.1 des statuts de la Société prévoit que tout associé commandité (le ou les « **Commandité(s)** ») pourra, sous réserve d'avoir obtenu l'accord unanime de tous les autres Commandités ainsi qu'un agrément de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires, céder l'un quelconque de ses droits en tant que Commandité de la Société. Il est à cet égard précisé qu'à la date de la présente Note en Réponse, il n'existe qu'un seul Commandité de la Société (EDL Participations S.A.S.⁷).

En outre, l'article 2.4 (d) des statuts de la Société impose une obligation de déclaration de franchissement de seuils, en vertu de laquelle toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir, de quelque manière que ce soit au sens de l'article L. 233-7 et suivants du Code de commerce, une fraction égale à deux pour cent (2 %) du capital social, ou tout multiple de ce pourcentage, doit, si les actions sont inscrites en compte chez un intermédiaire habilité dans les conditions prévues par l'article L. 211-4 du Code monétaire et financier, informer la Société du nombre total d'actions qu'elle possède au moyen d'une lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée au siège social dans le délai de cinq (5) jours de bourse à compter du franchissement de l'un de ces seuils. Pour le cas où le nombre ou la répartition des droits de vote ne correspondrait pas au nombre ou à la répartition des actions, les pourcentages mentionnés ci-dessus porteront sur la détention des droits de vote.

Cette obligation déclarative s'applique dans les mêmes conditions chaque fois que la fraction du capital ou des droits de vote détenue devient inférieure à l'un des seuils prévus au paragraphe ci-dessus.

En cas de non-respect de ces dispositions statutaires, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote et les droits de vote attachés à ces actions et qui n'ont pas été régulièrement déclarés ne peuvent être exercés à toute assemblée générale d'actionnaires qui se tiendrait, jusqu'à l'expiration du délai prévu par la loi et la réglementation en vigueur suivant la date de régularisation de la notification. Sauf en cas de franchissement de l'un des seuils visés à l'article L. 233-7 précité, cette sanction ne sera appliquée que sur demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale, d'un ou plusieurs actionnaires détenant deux pour cent (2 %) au moins du capital de la Société.

7.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la date de la présente Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 7.1 ci-dessus.

Par déclaration adressée à la Société le 24 décembre 2014 conformément à l'article 2.4 (d) des statuts de la Société, Ledbury Capital Master Fund Ltd. a notifié à la Société avoir franchi à la hausse le seuil de 2 % du capital social et des droits de vote de la Société.

En application des dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, le 4 février 2015, Invesco Ltd. a déclaré avoir franchi à la baisse, le 2 février 2015, les seuils de 5 % du capital social et des droits de vote de la Société et ne plus détenir aucune action de la Société.

⁷ Société par actions simplifiée de droit français et filiale indirecte de TWDC.

En application des dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, le 20 février 2015 :

- EDL Holding a déclaré avoir franchi à la baisse à cette date les seuils de 33,33 %, 30 % et 25 % du capital et des droits de vote de la Société et détenir 22,09 % du capital social et des droits de vote de la Société ;
- EDI S.A.S. a déclaré avoir franchi à la hausse à cette date les seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 % et 25 % du capital et des droits de vote de la Société et détenir 25,12 % du capital social et des droits de vote de la Société ;
- EDLC S.A.S. a déclaré avoir franchi à la hausse à cette date les seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 % et 25 % du capital et des droits de vote de la Société et détenir 25,12 % du capital social et des droits de vote de la Société ; et
- le concert nouvellement créé vis-à-vis d'Euro Disney S.C.A. et constitué d'EDL Holding, d'EDI S.A.S et d'EDLC S.A.S. a déclaré avoir franchi à la hausse à cette date le seuil des deux tiers du capital et des droits de vote de la Société et détenir 72,34 % du capital social et des droits de vote de la Société.

En application des dispositions de l'article 231-46 du règlement général de l'AMF, Invesco Ltd. a déclaré avoir acquis, le 20 février 2015, 21 105 711 actions de la Société⁸.

En application des dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, le 26 février 2015, Morgan Stanley Corp. a déclaré avoir franchi à la hausse, indirectement par l'intermédiaire de ses filiales, le 20 février 2015, les seuils de 5 % du capital social et des droits de vote de la Société et détenir indirectement 43 226 389 actions de la Société, représentant 5,52 % du capital et des droits de vote de la Société⁹.

Enfin, en application des dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, le 2 mars 2015, la société Kingdom 5-KR-134, Ltd. a déclaré, à titre de régularisation, avoir franchi à la baisse, le 20 février 2015, les seuils de 5 % du capital social et des droits de vote de la Société et détenir 38 976 490 actions de la Société, représentant 4,98 % du capital et des droits de vote de la Société.

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

Néant.

7.5 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

⁸ Représentant, à la date de la présente Note en Réponse, 2,69 % du capital et des droits de vote de la Société.

⁹ A la date de la présente Note en Réponse, conformément aux déclarations faites ultérieurement auprès de l'AMF en vertu des dispositions de l'article 231-46 du règlement général de l'AMF, Morgan Stanley & Co. International plc, contrôlée par la société Morgan Stanley, détient 44 673 375 actions de la Société, représentant 5,70 % du capital et des droits de vote de la Société.

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

Néant.

7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement du Gérant de la Société et des membres du Conseil de Surveillance, ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

7.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement du Gérant de la Société

Euro Disney S.C.A. est une société en commandite par actions gérée exclusivement par un ou plusieurs gérants nommés par accord unanime des Commandités en vertu des dispositions de l'article 3.1 (a) des statuts de la Société (le ou les « **Gérant(s)** »). A la date de la présente Note en Réponse, il n'existe qu'un seul Gérant (Euro Disney S.A.S.¹⁰).

En vertu des dispositions de l'article 3.1 (c) des statuts de la Société, le Gérant exerce ses fonctions jusqu'à sa démission. Toutefois, le Gérant (i) peut être révoqué à tout moment pour incapacité (qu'elle soit la conséquence d'une procédure collective ou non) par décision unanime des Commandités, (ii) peut être révoqué à tout moment et pour toute autre raison par décision unanime des Commandités et décision de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires et (iii) peut être révoqué, dans les conditions prévues par la loi, à la suite d'une action judiciaire, par une décision judiciaire définitive et non susceptible d'appel rendue par un tribunal compétent constatant l'existence d'une cause légitime à cette révocation.

Le Gérant ne peut démissionner de ses fonctions qu'en notifiant sa démission par écrit au Conseil de Surveillance au moins six (6) mois avant la prise d'effet de cette démission. En cas de démission ou de révocation du Gérant, les Commandités auront seuls le pouvoir de procéder à son remplacement par décision unanime.

7.7.2 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de Surveillance de la Société

La Société est pourvue d'un Conseil de Surveillance chargé de vérifier et contrôler la gestion de la Société et qui dispose, à cette fin, des mêmes pouvoirs que les commissaires aux comptes de la Société. Le Conseil de Surveillance est composé d'au moins trois commanditaires.

En vertu de l'article 6.1 des statuts de la Société, pendant la durée de son mandat chaque membre du Conseil de Surveillance doit être propriétaire d'au moins une (1) action de la Société. Si au jour de sa nomination, un membre du Conseil de Surveillance n'est pas propriétaire du nombre d'actions requis ou si, en cours de mandat, il cesse d'en être propriétaire, il est d'office réputé démissionnaire s'il n'a pas régularisé sa situation dans le délai de trois (3) mois. En outre, en vertu du règlement intérieur du Conseil de Surveillance, chaque membre du Conseil de Surveillance doit détenir, à titre personnel, au moins deux cent cinquante (250) actions de la Société, et ce après sa prise de fonction et au plus tard avant la fin de l'exercice social concerné.

Les membres du Conseil de Surveillance sont élus pour une durée de trois (3) années par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires (les Commandités ne prenant pas part à cette décision). Le terme « année » signifie la période qui sépare deux assemblées générales ordinaires annuelles consécutives. Les membres du Conseil de Surveillance peuvent être réélus.

¹⁰ Société par actions simplifiée de droit français et filiale indirecte de TWDC.

Les fonctions d'un membre du Conseil de Surveillance prennent fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire annuelle ayant statué sur les comptes annuels de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit membre du Conseil de Surveillance.

La moitié au moins des membres du Conseil de Surveillance doit être âgée de moins de 70 ans. Aucune personne âgée de plus de 70 ans à la date à laquelle elle devrait prendre son mandat ne peut être élue membre du Conseil de Surveillance si, du fait de cette élection, plus de la moitié des membres du Conseil de Surveillance est âgée de plus de 70 ans. Lorsque cette limite vient à être dépassée en cours de mandat, le membre du Conseil de Surveillance le plus âgé est d'office réputé démissionnaire à l'issue de l'assemblée générale la plus proche.

En cas de vacance résultant du décès, de l'incapacité ou de la démission d'un membre du Conseil de Surveillance, le Conseil de Surveillance peut, avec l'accord préalable du Gérant, procéder à la nomination provisoire d'un membre du Conseil de Surveillance pour la durée restant à courir du mandat du membre du Conseil de Surveillance remplacé. Les nominations provisoires ainsi effectuées par le Conseil de Surveillance sont soumises à la ratification de la plus proche assemblée générale ordinaire. Le défaut de ratification de la nomination temporaire d'un membre du Conseil de Surveillance n'affectera pas la validité des actes effectués par ce membre temporaire et par le Conseil de Surveillance pendant la période précédant la réunion de cette assemblée générale ordinaire des actionnaires.

7.7.3 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

Conformément à l'article 8.3 (a.1) des statuts de la Société, et sauf exception valablement fixée par les statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire délibère valablement sur toutes modifications statutaires dont l'approbation par l'assemblée générale extraordinaire est requise par la loi en vigueur.

A cet égard, il convient de préciser que conformément à l'article 8.3 (c) des statuts de la Société, une délibération ne peut être adoptée lors d'une assemblée générale extraordinaire qu'avec l'accord unanime et préalable des Commandités ; toutefois, nonobstant ce qui précède, les délibérations requises pour décider de la transformation de la Société en société d'une autre forme ne nécessiteront que l'accord préalable de la majorité des Commandités. Conformément à l'article 8.3 (d) des statuts de la Société, les délibérations de l'assemblée générale extraordinaire sont adoptées, dans tous les cas, à la majorité des deux tiers des actionnaires présents, ou représentés, lors de ladite assemblée. Par exception à ce qui précède, le vote devra être (i) lors d'une délibération concernant le transfert par un Commandité à un tiers d'une partie de ses droits dans la Société, un vote pris à la majorité en nombre de tous les actionnaires et à la majorité des droits de vote des actionnaires présents ou représentés et (ii) lors du transfert par un Commandité de la totalité de ses droits, un vote unanime de tous les actionnaires.

7.8 Pouvoirs du Gérant, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

En dehors des pouvoirs généraux qui sont accordés au Conseil de Surveillance ou au Gérant, selon le cas, par la loi et les statuts de la Société, le Gérant de la Société dispose de l'autorisation suivante :

Nature de l'autorisation ou de la délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Echéance de l'autorisation ou de la délégation accordée	Montant maximum autorisé
Autorisation donnée au Gérant d'opérer en bourse sur les actions de la Société	13 janvier 2015 10 ^{ème} résolution	18 mois à compter de l'assemblée générale	Nombre maximum d'actions pouvant être acquises : 10 % du capital social de la Société Montant maximum des fonds pouvant être engagés au titre du rachat : 10 millions d'euros

Il est précisé que le tableau ci-dessus ne fait pas état des délégations de compétence qui ont été octroyées au Gérant en vertu des 11^{ème} et 12^{ème} résolutions adoptées par l'assemblée générale du 13 janvier 2015, relatives spécifiquement et respectivement à l'Augmentation de Capital avec DPS et aux Augmentations de Capital Réservées (voir section 1.4.1 ci-dessus), lesquelles délégations de compétence ont été utilisées en totalité par le Gérant à la date de la présente Note en Réponse aux fins de réalisation des Augmentations de Capital de la Société.

7.9 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

Non-applicable en ce qui concerne la Société.

Toutefois, certains contrats comportant des clauses de changement de contrôle, lesquels sont identifiés ci-dessous, ont été initialement conclus entre la Société et des filiales de TWDC, avant qu'ils ne soient transférés à EDA S.C.A. :

- le contrat de licence conclu avec Disney Enterprises, Inc. le 27 février 1989, aux termes duquel une licence sur tous les droits de propriété intellectuelle et industrielle de TWDC, présents et à venir, incorporés dans les attractions et installations conçues par TWDC et mises à la disposition de la Société, a été consentie à la Société (le « **Contrat de Licence** »). TWDC peut mettre fin au Contrat de Licence en cas notamment de révocation ou de remplacement du Gérant, ainsi qu'en cas de changement de contrôle direct ou indirect d'EDA S.C.A. ou de certaines de ses filiales. Une description détaillée du Contrat de Licence figure à la section A.4.1. « Principaux Engagements liés au développement du Site », partie « Engagements et contrats avec des filiales de TWDC » du Document de Référence (p. 24) ; et
- le contrat de développement conclu avec le Gérant le 28 février 1989, aux termes duquel le Gérant fournit et fait en sorte que d'autres filiales de TWDC fournissent à la Société un certain nombre de services techniques dont certains dépendant du savoir-faire particulier de TWDC et ne pouvant raisonnablement être fournis par un tiers (le « **Contrat de Développement** »). Le Contrat de Développement peut être résilié par le Gérant ou par le Groupe dans certaines conditions, notamment en cas de changement de contrôle ou en cas de liquidation d'EDA S.C.A.

Une description détaillée du Contrat de Développement figure à la section A.4.1. « Principaux Engagements liés au développement du Site », partie « Engagements et contrats avec des filiales de TWDC » du Document de Référence (p. 26).

Il convient de préciser à cet égard que, compte tenu de la forme sociale de la Société et d'EDA S.C.A. (lesquelles sont des sociétés en commandite par actions), la caractérisation d'un changement de contrôle de ces sociétés nécessiterait que celles-ci fassent l'objet un changement dans la composition de leurs associés commanditaires et de leurs associés commandités. En ce qui concerne spécifiquement la Société, le lancement d'une offre publique par un tiers pourrait permettre à ce dernier de prendre le contrôle du capital social et des droits de vote qui lui sont attachés. Toutefois, ce tiers ne pourrait prendre le contrôle du Commandité de la Société et, par conséquent, ne pourrait modifier seul les statuts de la Société. En outre, ce tiers ne pourrait nommer un nouveau Gérant dans la mesure où le Gérant ne peut être nommé qu'avec l'accord du Commandité de la Société.

Les Initiateurs de l'Offre étant des filiales de TWDC, société qui, à la date de la présente Note en Réponse, contrôle la Société ainsi qu'EDA S.C.A., l'Offre n'impliquera aucun changement de contrôle de la Société ou d'EDA S.C.A. En conséquence, l'Offre n'aura aucune incidence sur la poursuite du Contrat de Licence et du Contrat de Développement.

7.10 Accords prévoyant des indemnités pour le Gérant, les membres du Conseil de Surveillance ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique

Néant.

8. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

Le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, lequel est requis au titre de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, sans frais, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ce document sera disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Euro Disney S.C.A. (<http://corporate.disneylandparis.fr>), et pourra être obtenu sans frais au siège social d'Euro Disney S.C.A., 1 rue de la Galmy, 77700 Chessy.

9. PERSONNE ASSUMANT 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. »

Euro Disney S.A.S.

Gérant d'Euro Disney S.C.A.

Représentée par Monsieur Tom Wolber en sa qualité de Président.

ANNEXE 1

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE



Euro Disney SCA

Offre Publique d'Achat Simplifiée

--

Attestation d'équité

Ledouble SAS - 15, rue d'Astorg - 75008 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 - Fax 01 43 12 84 86 - E-mail info@ledouble.fr

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes – Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts-comptables
et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris
Société par actions simplifiée au capital de 503 320 € - RCS PARIS B 392 702 023 TVA intracommunautaire FR 50 392 702 023

Ledouble

Dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (« **Offre** ») sur les actions d'Euro Disney SCA (« **ED SCA** » ou la « **Société** ») initiée par le concert formé d'EDL Holding Company LLC (« **EDL Holding** »), Euro Disney Investments SAS (« **EDI SAS** ») et EDL Corporation SAS (« **EDLC SAS** »), ces trois sociétés filiales de The Walt Disney Company¹ (« **TWDC** ») étant désignées ensemble le « **Concert** » ou les « **Initiateurs** », Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été mandaté le 5 octobre 2014 en qualité d'expert indépendant par le Conseil de surveillance d'ED SCA (le « **Conseil de surveillance** »), afin de se prononcer sur le caractère équitable, pour les actionnaires d'ED SCA, du prix de l'Offre de 1,25 € par action (le « **Prix de l'Offre** »).

Le Conseil de surveillance nous a également mandatés le 4 novembre 2014 pour nous prononcer sur le caractère équitable du prix de conversion de 1,25 € (le « **Prix de conversion** ») au titre des deux augmentations de capital réservées (les « **Augmentations de capital réservées** ») à EDI SAS et EDLC SAS, souscrites par compensation de créances détenues par ces deux sociétés sur ED SCA, et intervenant avant l'Offre. Nous avons rendu compte de cette première mission, effectuée en application de l'article 261-2² du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (« **AMF** »), dans un rapport en date du 24 décembre 2014³ (le « **Premier Rapport** ») intégré dans la note d'opération⁴ qui en décrit les modalités (la « **Note d'Opération**⁵ »).

¹ TWDC détient indirectement l'intégralité du capital de ces trois filiales.

² Article 261-2 du règlement général de l'AMF : « *Tout émetteur qui réalise une augmentation de capital réservée avec une décote par rapport au cours de bourse supérieure à la décote maximale autorisée en cas d'augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription et conférant à un actionnaire, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, le contrôle de l'émetteur au sens de l'article L. 233-3 dudit code, désigne un expert indépendant qui applique les dispositions du présent titre.* » Il est rappelé que TWDC contrôle la Société préalablement à l'Opération.

³ Rapport de l'expert indépendant relatif aux Augmentations de capital réservées à Euro Disney Investments SAS et EDL Corporation SAS.

[En ligne], <http://corporate.disneylandparis.fr/CORP/FR/Neutral/Images/fr-2014-12-24-rapport-ledouble.pdf> [référence du 30 janvier 2015].

⁴ Note d'opération. [En ligne], <http://timon.disneylandparis.com/corporate/fr-2015-01-14-note-operation.pdf> [référence du 30 janvier 2015].

⁵ Le vocable « Note d'Opération » sera réservé, dans une acception restreinte, à l'Augmentation de capital avec DPS, aux Augmentations de capital réservées et au Droit d'acquérir des actions de la Société décrits *infra* (§ 1.3) ; nous emploierons le terme « Opération » au sens plus large de l'ensemble des étapes de Recapitalisation et de réduction de l'endettement du groupe Euro Disney SCA, incluant l'Offre (§ 1.3).

Le présent rapport (le « **Second Rapport** ») rend compte de notre seconde mission d'expertise indépendante, portant sur le caractère équitable du Prix de l'Offre.

Cadre réglementaire de l'intervention de l'expert indépendant

La désignation de Ledouble s'entend au titre de l'article 261-1 I 1^o et 4^o du règlement général de l'AMF et de l'instruction d'application n°2006-08 qui s'y rapporte, elle-même complétée des recommandations AMF du 28 septembre 2006⁷.

Notre mission porte sur le caractère équitable du Prix de l'Offre dans le contexte de la recapitalisation et de la réduction de l'endettement du groupe Euro Disney SCA (« **l'Opération** ») telle que décrite ci-après (§ 1.3).

Nos diligences ont été menées conformément aux dispositions de l'article 262-1⁸ du règlement général de l'AMF ainsi que de son instruction d'application n°2006-08 et des recommandations AMF du 28 septembre 2006 suscitées.

Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus par Ledouble pour l'émission du Premier Rapport et du Second Rapport sont indiqués en **annexe 1** et le calendrier d'intervention en **annexe 2**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **annexe 4**.

⁶ Extrait de l'article 261-1.I du règlement général de l'AMF : « La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre. Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

1° Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre ;

[...]

4° Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée ;

[...] ».

⁷ Recommandations modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

⁸ Article 262-1 du règlement général de l'AMF : « I. - L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4, une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. **La conclusion** du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité.

Aucune autre forme d'opinion ne peut être qualifiée d'attestation d'équité.

II. - À compter de sa désignation, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer le rapport mentionné au I en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition. Ce délai ne peut être inférieur à quinze jours de négociation. »

L'Attestation d'équité s'entend au sens de l'article 262-1.I⁹ du règlement général de l'AMF.

Indépendance

Ledouble est indépendant de la Société, des Initiateurs et de leurs conseils juridiques¹⁰ et financiers¹¹ (« **les Conseils** »), ainsi que de l'établissement présentateur désigné dans le cadre de l'Offre¹² (« **l'Etablissement présentateur** ») :

- Ledouble n'a aucun lien juridique ou financier avec la Société, les Initiateurs et les Conseils ;
- nous ne nous trouvons dans aucune des situations de conflit d'intérêt au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'article 1 de l'instruction AMF n° 2006-08 susmentionnée ; à titre informatif, figure en **annexe 6** la liste des expertises et analyses financières indépendantes les plus récentes réalisées par Ledouble, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées¹³ ;
- nous considérons que la mission qui nous est confiée ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec les Conseils et l'Etablissement présentateur¹⁴.

Conformément à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec la Société, les Initiateurs, les Conseils et l'Etablissement présentateur, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission ; nous avons donc été en mesure d'accomplir cette mission en toute indépendance.

⁹ Extrait de l'article 262-1.I du règlement général de l'AMF : « *L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance [...], une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. **La conclusion** du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité* ».

¹⁰ Sullivan & Cromwell et Cleary Gottlieb Steen & Hamilton, conseils juridiques respectivement d'ED SCA et de TWDC.

¹¹ Morgan Stanley et Moelis, conseils financiers respectivement d'ED SCA et de TWDC.

¹² BNP Paribas.

¹³ Cette déclaration d'indépendance vaut pour les associés et collaborateurs de Ledouble ayant participé à la mission, et dont les profils figurent en **annexe 5**.

¹⁴ Au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé les expertises indépendantes relatives au Prix de conversion et au Prix de l'Offre (« **l'Expertise** ») sont mentionnées en **annexe 5**.

Diligences effectuées

Nous avons complété et actualisé les diligences que nous avons menées pour l'établissement du Premier Rapport ; pour l'essentiel ces diligences avaient consisté en la prise de connaissance de l'activité et de l'environnement de la Société et de ses filiales et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une évaluation multicritères du groupe ED SCA (le « **Groupe** ») dont la Société est l'entité holding, ainsi qu'en une analyse du positionnement du Prix de l'Offre par rapport à la valeur fondamentale du titre ED SCA découlant de la valorisation multicritères du Groupe. Nous avons également procédé à l'analyse financière de l'Opération et vérifié l'égalité de traitement des actionnaires.

Ces diligences ont comporté notamment :

- des contacts et réunions avec les personnes en charge de l'Opération au sein d'ED SCA ainsi que les Conseils ; la liste de nos contacts figure en **annexe 3** ;
- la prise de connaissance des supports de présentation au Conseil de surveillance de l'Opération et de la documentation juridique¹⁵ s'y rapportant ;
- l'exploitation des informations juridiques, comptables et financières d'ED SCA, de sa filiale directe Euro Disney Associés SCA (« **EDA SCA** ») et de sa filiale indirecte¹⁶ EDL Hôtels SCA au titre du dernier exercice clos le 30 septembre 2014 ;
- l'examen de l'information publique et réglementée de la Société¹⁷ ;
- le recensement des faits ayant marqué la vie sociale de la Société au cours des derniers exercices écoulés¹⁸ et de l'exercice en cours ;
- la lecture des notes de brokers et des entretiens avec le seul analyste en charge depuis l'annonce de l'Opération, du suivi du titre ED SCA ;

¹⁵ Notamment la proposition de Recapitalisation adressée par TWDC au Gérant et au Président du Conseil de surveillance.

¹⁶ Via EDA SCA, qui détient 99,9% du capital d'EDL Hôtels SCA (§ 1.4).

¹⁷ En partie consultable sur le site d'information de la Société. [En ligne], <http://corporate.disneylandparis.com> [référence du 30 janvier 2015].

¹⁸ En particulier le refinancement intervenu en 2012.

- la compréhension du déploiement et des facteurs d'attractivité ainsi que de fréquentation des parcs à thèmes et des hôtels exploités par EDA SCA ;
- la mesure des contraintes d'investissement afférentes à l'exploitation des actifs d'EDA SCA et d'EDL Hôtels SCA ;
- l'étude détaillée de la construction du plan d'affaires consolidé de la Société (le « *Business plan* »¹⁹) et l'appréciation de son caractère volontariste ou non, par comparaison notamment entre les prévisions établies antérieurement à l'Opération²⁰ et les réalisations des derniers exercices clos²¹ ;
- l'analyse des valeurs immobilières déterminées en interne et à dire d'experts, ainsi que des valeurs d'assurance des actifs immobiliers sur le périmètre du Groupe ;
- la valorisation multicritères du titre ED SCA²² ;
- la comparaison du Prix de l'Offre avec la valeur des titres ED SCA dans les livres d'EDL Holding ;
- la rencontre avec un actionnaire d'ED SCA en désaccord avec les modalités de l'Opération²³ ;
- la revue des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre par l'Etablissement présentateur et leur comparaison avec nos propres travaux d'évaluation multicritères du Groupe.

¹⁹ "FY 14 Long Term Plan".

²⁰ "FY 12 Long Term Plan".

²¹ Depuis le 30 septembre 2012.

²² Sur la base (i) du cours de l'action ED SCA *ante* et *post* annonce de l'Opération et du cours cible déterminé par l'analyste en charge du suivi du titre (§ 3.2), (ii) du *Business plan* qui a permis d'appréhender la valorisation par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie à l'échelle du Groupe (§ 3.3) et par les multiples boursiers issus d'un panel de sociétés comparables (§ 3.4) et (iii) de l'évaluation des actifs immobiliers (§ 3.5).

²³ Les réponses aux questions écrites des actionnaires ont été présentées lors de l'assemblée générale annuelle d'ED SCA du 13 janvier 2015.

[En ligne], <http://corporate.disneylandparis.fr/CORP/FR/Neutral/Images/fr-2015-reponses-questions-%C3%A9crits.pdf> [référence du 30 janvier 2015].

Affirmations obtenues et limites de la mission

Nous avons obtenu des confirmations de la direction de la Société (« **la Direction** ») et de TWDC sur des points relatifs à l'Opération.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux d'évaluation n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. A cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs dans le cadre de notre mission était fiable et transmis de bonne foi.

L'Attestation d'équité n'a pas valeur de recommandation à la participation aux composantes de l'Opération postérieures à l'Augmentation de capital avec Droit Préférentiel de Souscription (« **DPS** ») et aux Augmentations de capital réservées²⁴ (§ 1.3), auxquelles les actionnaires de la Société autres que les membres du Concert peuvent participer.

Plan

Nous présentons successivement :

- les objectifs et le périmètre de l'Opération (§ 1) ;
- l'activité du Groupe (§ 2) ;
- notre évaluation multicritères de l'action de la Société (§ 3) et la synthèse de ces travaux (§ 4) ;
- nos observations sur les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre par l'Etablissement présentateur (§ 5) ;
- notre appréciation de l'égalité de traitement des actionnaires (§ 6).

La conclusion atteste du caractère équitable du Prix de l'Offre au regard de l'évaluation multicritères du titre ED SCA (§ 7).

Les montants ci-après sont susceptibles d'être exprimés en euros (€), milliers d'euros (K€), millions d'euros (M€) ou milliards d'euros (Md€).

²⁴ En l'occurrence Offre et Droit d'acquérir des actions de la Société (§ 1.3).

Les sociétés du Groupe clôturant leurs comptes annuels en cours d'année civile à la fin du mois de septembre, nous retiendrons par convention que l'exercice N clôture le 30 septembre N ; à titre d'exemple, l'exercice 2014, désormais écoulé, est celui ayant clôturé le 30 septembre 2014.

Les renvois entre parties et chapitres sont matérialisés entre parenthèses par le signe §.

1. PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION

1.1. ED SCA

ED SCA est une Société en Commandite par Actions, au capital de 783.364.900 € divisé en 783.364.900 actions²⁵ d'une valeur unitaire de 1 €, sise 1, rue de la Galmy à Chessy (77700), et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Meaux²⁶.

La Société est gérée par Euro Disney SAS (« **ED SAS** »)²⁷, filiale indirecte de TWDC représentée par son Président, M. Tom Wolber.

Les actions composant le capital de la Société sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris compartiment B²⁸.

Le principal actif de la Société est sa participation de 82 %²⁹ dans le capital d'EDA SCA, société d'exploitation du site Disneyland Paris ; dès lors la valorisation d'ED SCA est directement conditionnée par celle d'EDA SCA.

ED SCA et les sociétés du Groupe clôturent leurs comptes au 30 septembre de l'année civile.

1.2. Concert

Le Concert est formé d'EDL Holding, EDI SAS et EDLC SAS dont les liens capitalistiques avec TWDC³⁰ et EDA SCA sont les suivants (§ 1.4) :

²⁵ Nombre d'actions après Augmentation de capital avec DPS et Augmentations de capital réservées (§ 1.5).

²⁶ Sous le numéro 334 173 887.

²⁷ Gérant unique de la Société, ED SAS est également gérant d'EDA SCA et d'EDL Hôtels SCA, filiales opérationnelles d'ED SCA (§ 1.4).

²⁸ Sous le code ISIN FR0010540740.

²⁹ Le solde du capital d'EDA SCA (18%) est contrôlé par TWDC *via* ses filiales EDI SAS (9%) et EDLC SAS (9%), détenues à 100 % par TWDC (§ 1.2. et § 1.4).

³⁰ TWDC est un conglomérat dont l'activité est organisée autour de cinq segments : Télévision et médias (*Media Networks*), Parcs d'attraction et tourisme (*Parks and Resorts*), Cinéma (*Studio Entertainment*), Produits dérivés (*Consumer Products*) et Interactivité (*Interactive segment*). Le segment Parcs d'attraction et tourisme représente la deuxième plus forte contribution au chiffre d'affaires de TWDC, au travers notamment des 11 parcs à thèmes et 44 hôtels implantés aux Etats-Unis, en France, à Tokyo et à Hong Kong. En sa qualité de propriétaire des marques et/ou gérant, TWDC facture aux exploitants, dont EDA SCA, des sommes au titre des Redevances de licence et de la Rémunération de la gérance. [En ligne],

<http://thewaltdisneycompany.com/> [référence du 30 janvier 2015].

- TWDC détient indirectement, par l'intermédiaire d'EDL Holding qu'elle contrôle, 39,78 % du capital et des droits de vote de la Société ; TWDC contrôle également ED SAS et EDL Participation SAS, respectivement Gérant et unique associé commandité de la Société ;
- EDI SAS et EDLC SAS, contrôlées à 100 % par TWDC et associés commandités d'EDA SCA, détiennent chacune 9 % du capital d'EDA SCA.

1.3. Déroulement de l'Opération³¹

L'Opération comporte plusieurs séquences de recapitalisation d'ED SCA et de sa filiale opérationnelle EDA SCA (la « **Recapitalisation** »), comprenant chronologiquement, en ce qui concerne ED SCA :

- une augmentation de capital d'un montant brut de **350.788.410 €** avec maintien du DPS permettant aux actionnaires d'ED SCA d'y souscrire à titre irréductible exclusivement (l'« **Augmentation de capital avec DPS** »), avec une parité de souscription de 9 actions nouvelles émises pour 1 action détenue, au prix de souscription de **1 €** par action (le « **Prix de souscription** »), représentant une décote de 20% par rapport au prix théorique de l'action ex-droit ou *Theoretical Ex-Rights Price* (« **TERP** ») de **1,25 €** à la date de l'annonce de l'Opération³² ; EDL Holding, qui détient 39,78% des actions d'ED SCA, s'est engagée à exercer la totalité de ses DPS, et à souscrire, au Prix de souscription, à toutes les actions qui ne seraient pas souscrites à l'issue de la période de souscription³³ (engagement unilatéral de « *backstop* ») ; la période de souscription de l'Augmentation de capital avec DPS et la cotation des DPS³⁴ ont débuté le 19 janvier 2015³⁵.
- les Augmentations de capital réservées à EDI SAS et EDLC SAS, objet du Premier Rapport, d'un montant de **246.000.000 €** chacune, souscrites par

³¹ Aux termes de l'annonce de l'Opération en date du 6 octobre 2014. [En ligne], <http://corporate.disneylandparis.fr/CORP/FR/Neutral/Images/fr-2014-10-06-Projet-de-Recapitalisation-Euro-Disney.pdf> [référence du 30 janvier 2015].

³² Le TERP de **1,25 €** est calculé sur la base du cours de clôture du 3 octobre 2014 (dernier jour de bourse précédant l'annonce de l'Opération), soit **3,46 €** ; en conséquence la valeur théorique du DPS s'établit à **2,21 €**.

³³ Aucune souscription à titre réductible n'est permise dans le cadre de l'Augmentation de capital avec DPS.

³⁴ Sur Euronext Paris.

³⁵ Conformément au communiqué de lancement des augmentations de capital dans le cadre de la proposition de recapitalisation, la période de souscription à l'Augmentation de capital avec DPS et la cotation des DPS se sont achevées le 6 février 2015. [En ligne], <http://timon.disneylandparis.com/corporate/fr-2015-01-14-augmentation-capital.pdf> [référence du 30 janvier 2015].

compensation avec une créance de **492.000.000 €** détenue par ces deux sociétés sur ED SCA³⁶, au Prix de conversion de **1,25 €**, égal au TERP ;

- l'Offre au prix de **1,25 €** équivalent au TERP, objet du Second Rapport et consécutive à l'accroissement de la participation d'EDI SAS et d'EDLC SAS, et, en cas de mise en œuvre de l'engagement unilatéral de *backstop*, d'EDL Holding, au capital d'ED SCA³⁷ ;
- la possibilité pour les actionnaires d'ED SCA d'acquérir au Prix de conversion et au *prorata* de leur participation³⁸, une partie des actions d'ED SCA émises dans le cadre des Augmentations de capital réservées, afin de rejoindre *in fine* la situation dans laquelle ils se seraient trouvés s'ils avaient pu participer directement aux Augmentations de capital réservées *pari passu* et de manière égalitaire avec EDI SAS et EDLC SAS (le « **Droit d'acquérir des actions de la Société** ») ;
- un réaménagement des stipulations des prêts à terme existants consentis par EDI SAS et EDLC SAS à EDA SCA, dont le montant en principal serait de **983 M€** à l'issue des Augmentations de capital réservées, représentant la quasi-totalité de l'endettement du Groupe, et serait intégralement remboursable en décembre 2024³⁹ (la « **Dette résiduelle** ») ; une ligne de crédit renouvelable de **350 M€** à maturité décembre 2023 complètera ce dispositif (en remplacement des lignes de crédit existantes avant l'Opération), qui prévoit que la Dette résiduelle puisse être refinancée à terme⁴⁰.

A l'issue de l'Augmentation de capital avec DPS et des Augmentations de capital réservées susmentionnées, d'un montant respectivement de 351 M€ et de 492 M€, EDA SCA procédera à une augmentation de capital par augmentation de la valeur nominale de ses actions d'un montant de **1 Md€**, à laquelle ses actionnaires, parmi lesquels ED SCA, souscriront au *prorata* de leurs participations respectives au capital d'EDA SCA, soit 82% pour ED SCA qui souscrira pour un montant de souscription global de 820 M€⁴¹ dont :

³⁶ Suite à l'acquisition à due concurrence par ED SCA de créances détenues par EDI SAS et EDLC SAS sur EDA SCA.

³⁷ Le projet d'Offre résulte des obligations réglementaires prévues aux articles 234-2 et 234-5 du règlement général de l'AMF, dans la mesure où les Initiateurs, qui détiennent indirectement un nombre compris entre 30 % et 50 % du nombre total des titres du capital de la Société, augmenteront cette détention de plus de 1 % en moins de douze mois.

³⁸ *Prorata* de la participation des actionnaires d'ED SCA dans le capital de la Société la moins élevée entre, d'une part, celle détenue à la date de règlement-livraison de l'Augmentation de capital avec DPS et, d'autre part, celle détenue à la date de réalisation de l'Offre.

³⁹ *Versus* initialement en septembre 2028.

⁴⁰ Les *cash-flows* du *Business plan* ne permettent pas à eux seuls de rembourser la Dette Résiduelle.

⁴¹ 1 Md€ * 82%.

- 328 M€ seront payés en espèces par l'utilisation de la quasi-totalité du produit net de l'Augmentation de capital avec DPS⁴² ;
- 492 M€ seront payés par compensation avec les créances d'ED SCA sur EDA SCA⁴³.

Le solde de 180 M€ de l'augmentation de capital d'EDA SCA sera souscrit à parité par EDI SAS et EDLC SAS, à concurrence de 90 M€ chacune, en espèces pour 72 M€ et par compensation de créances pour 108 M€.

En définitive, le projet de Recapitalisation, outre le report des amortissements intermédiaires des prêts à terme consentis par EDI SAS et EDLC SAS à EDA SCA jusqu'en décembre 2024 et le réaménagement des lignes de crédit existantes évoqués ci-dessus, comprend un apport en espèces et une conversion de créances en capital, à hauteur respectivement de 423 M€⁴⁴ et de 600 M€⁴⁵ (§ 3.3.2)⁴⁶.

⁴² 351 M€ minorés notamment des frais de l'Opération.

⁴³ Créances sur EDA SCA préalablement acquises par ED SCA auprès d'EDI SAS et d'EDLC SAS (cf. *supra*).

⁴⁴ Augmentation de capital avec DPS d'ED SCA : 351 M€ + augmentation de capital d'EDA SCA souscrite en espèces par EDI SAS et EDLC SAS : 72 M€.

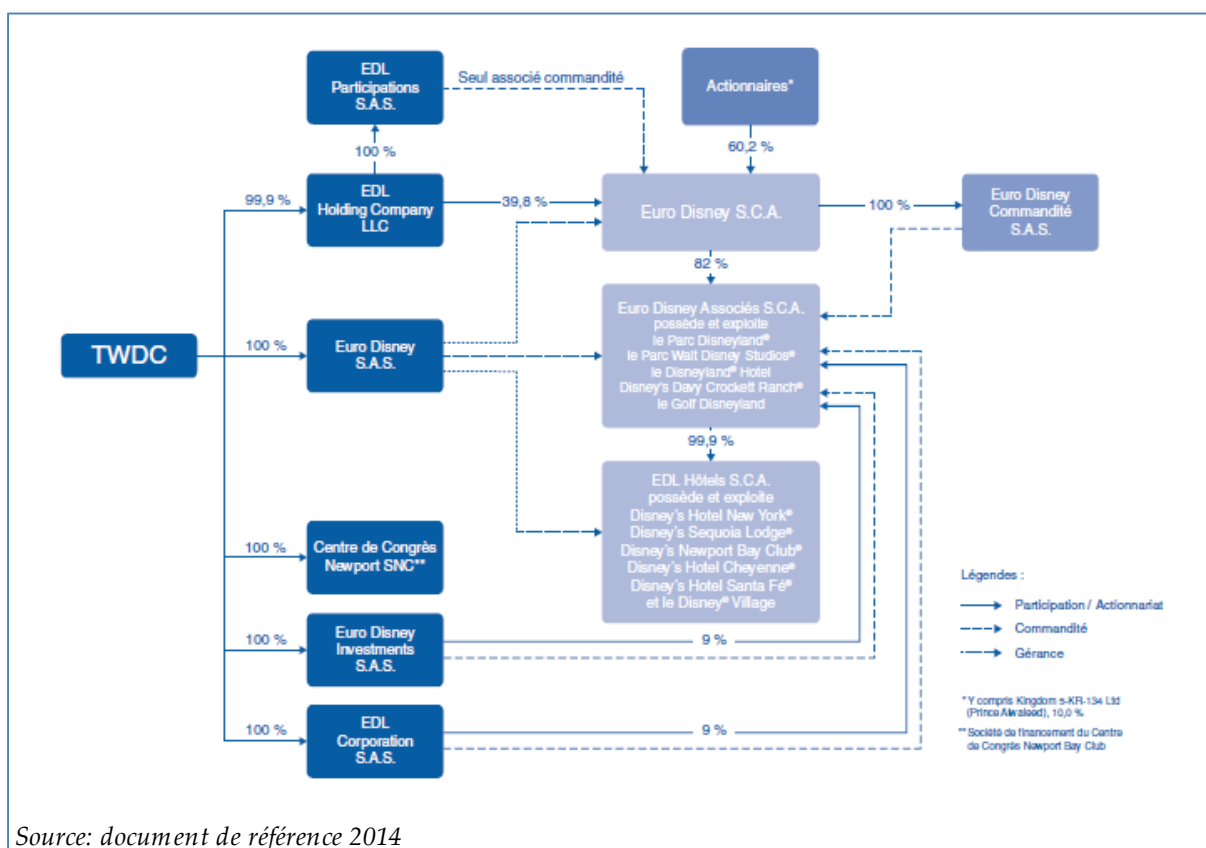
⁴⁵ Augmentations de capital réservées d'ED SCA : 492 M€ + augmentation de capital d'EDA SCA souscrite par compensation de créances par EDI SAS et EDLC SAS : 108 M€.

⁴⁶ Source : document de référence 2014, Section B.2. « Rapport du Gérant pour le Groupe et la société mère », partie « Evénements récents et à venir », sous-partie « Projet de recapitalisation », p. 41.

[En ligne], <http://corporate.disneylandparis.fr/CORP/FR/Neutral/Images/fr-reference-document-2014.pdf> [référence du 30 janvier 2015].

1.4. Organigramme du Groupe et actionnariat de la Société

Nous présentons ci-après la structure juridique simplifiée du Groupe :



Au 30 septembre 2014, date du dernier exercice clos, l'actionnariat de la Société, particulièrement atomisé, se répartissait comme suit⁴⁷ :

Actionnariat au 30/09/2014		
Actionnaires	Nombre de titres (K)	% capital
EDL Holding Company Llc	15 504	39,8%
Kingdom 5-KR-134 Ltd	3 898	10,0%
Invesco Ltd	2 343	6,0%
Public	17 231	44,2%
Total	38 976	100%

Source: document de référence 2014

⁴⁷ La société Kingdom 5-KR-134 Ltd, qui avec 10 % du capital d'ED SCA en était le deuxième actionnaire, est contrôlée indirectement par S.A.S. le prince Alwaleed ; le fonds d'investissement Invesco, troisième actionnaire, détenait 6 % du capital. Le solde de l'actionnariat se trouvait dispersé entre les mains de particuliers et d'investisseurs institutionnels, représentant respectivement, d'après une étude interne réalisée en septembre 2014, 30% et 13% de la Société. La Société elle-même détenait des actions propres au titre d'un contrat de liquidité représentant environ 0,6 % du capital.

1.5. Incidence de l'Opération sur la structure de capital

Le nombre total d'actions auquel nous nous référons pour la valorisation du titre ED SCA s'établit, à l'issue de l'Augmentation de capital avec DPS et des Augmentations de capital réservées, à 783.364.900 (§ 1.1). Il a intégré, au fil des séquences de la Recapitalisation (§ 1.3) :

- le nombre total de 38.976.490 actions ordinaires en circulation à fin septembre 2014 (§ 1.4) ;
- l'émission de 350.788.410 actions ordinaires nouvelles issues de l'Augmentation de capital avec DPS, d'un montant brut de 350.788.410 € au prix unitaire de 1 € ;
- l'émission de 196.800.000 actions ordinaires nouvelles issues de l'augmentation de capital réservée à EDI SAS, d'un montant brut de 246.000.000 € au prix unitaire de 1,25 € ;
- l'émission de 196.800.000 actions ordinaires nouvelles issues de l'augmentation de capital réservée à EDLC SAS, d'un montant brut de 246.000.000 € au prix unitaire de 1,25 €.

Nous avons négligé l'incidence des actions auto-détenues, dont le nombre est très faible par rapport à la masse de titres (§ 1.4).

Incidence de l'Opération sur le nombre de titres	
En milliers d'actions	
Actions en circulation au 30 septembre 2014	38 976
Augmentation de capital avec DPS	350 788
Nombre de titres avant les Augmentations de capital réservées	389 765
Augmentation de capital réservée à EDI SAS	196 800
Augmentation de capital réservée à EDLC SAS	196 800
Nombre de titres avant l'Offre	783 365

2. PRÉSENTATION DU GROUPE

Nous nous sommes attachés, préalablement à l'évaluation multicritères des titres de la Société (§ 3), à appréhender l'activité et le modèle économique du Groupe, et à analyser sa structure financière. Cette deuxième partie est commune au Premier Rapport et au Second Rapport⁴⁸.

⁴⁸ Nous avons ajouté dans le Second Rapport une matrice *Swot* en synthèse de cette deuxième partie (§ 2.3).

2.1. Activité

2.1.1. Historique et développement du Groupe⁴⁹

Le projet Eurodisneyland en France est né de la volonté d'un partenariat entre d'une part, TWDC, et d'autre part, l'Etat français, la région Ile-de-France, le département de Seine-et-Marne, la RATP et l'Etablissement Public d'Aménagement de la Ville Nouvelle de Marne-la-Vallée, parties à une convention signée le 24 mars 1987 (la « **Convention** »).

L'ambition de développement conjoint d'une destination touristique majeure et d'un pôle économique à l'est de Paris s'est notamment traduite par un projet d'intérêt général transcrivant les orientations d'aménagement de la Convention sur le territoire et par la constitution d'un Etablissement Public d'Aménagement (« **EPA** »).

Le développement du projet s'est étalé sur quatre principales phases d'aménagement :

- **Phase 1 (1989-1997)** : cette première phase est marquée par l'ouverture en 1992 du parc de loisirs Disneyland Paris, du centre de divertissement « Disney Village », d'un ensemble hôtelier, de deux centres de congrès et d'un golf, la création des réseaux d'adduction, de distribution et d'assainissement des eaux, la construction des infrastructures principales de desserte, avec notamment la création de la gare RER-TGV de Marne-la-Vallée-Chessy, ainsi que le début d'urbanisation des anciens bourgs et des communes limitrophes par la création de logements et d'équipements publics.
- **Phase 2 (1998-2002)** : cette seconde phase d'aménagement a conduit à l'ouverture en 2000 du nouveau centre urbain de Val d'Europe et, en 2002, du second parc à thèmes, « Walt Disney Studios », dédié au cinéma, à la télévision, aux films animés et aux nouvelles technologies audiovisuelles ; elle a vu la création de la gare de RER Serris-Montévrain et la poursuite du développement urbain et des projets immobiliers.

⁴⁹ Sources principales :

- Entretiens avec la Direction ;
- Documents de référence et rapports annuels ;
- Convention et ses avenants ;
- Vitte P. (2002). *Le pôle urbain Val d'Europe Disneyland Paris dans l'aménagement de l'est francilien* ;
- Lafitte M., Santel G., Wellhoff F. (2008). *Rapport de mission sur les perspectives de développement du secteur IV de Marne-la-Vallée et du projet Eurodisneyland*.
- Délégation interministérielle au projet Euro Disney (2012). *Disneyland Paris - Etude de contribution économique et sociale*.
- Xerfi (2014). *Euro Disney*.
- Xerfi (2013). *Les parcs de loisirs en France*.

- **Phase 3 (2003-2013)** : cette troisième phase a mis l'accent sur les programmes de développements immobiliers et l'aménagement d'infrastructures publiques. En septembre 2010, un avenant à la Convention a été signé, impliquant notamment la sécurisation des droits fonciers du Groupe jusqu'en 2030⁵⁰ et l'étude des Villages Nature, en partenariat avec Pierre & Vacances Center Parcs⁵¹. Initialement à échéance 2010, la troisième phase du projet a fait l'objet d'un avenant en 2012 afin d'assurer la continuité de l'aménagement entre l'achèvement de la phase 3 et le lancement de la phase 4.
- **Phase 4 (2014)** : la signature récente, en septembre 2014, de la quatrième phase a permis de réserver des terrains à EDA SCA et à la société Les Villages Nature de Val d'Europe SAS dans le cadre d'un contrat de programme détaillé qui organise les modalités et le calendrier de développement ultérieur.

2.1.2. *Activité et stratégie du Groupe*

L'activité du Groupe se décompose schématiquement en deux secteurs distincts⁵² :

- le secteur **activités touristiques**, qui regroupe principalement l'exploitation des parcs à thèmes, des hôtels et du Disney Village.
- le secteur **activités de développement immobilier**, comprenant la gestion des droits fonciers sur un périmètre de plus de 2.200 hectares⁵³ sur lequel se situe le centre urbain de Val d'Europe ainsi que le projet d'écotourisme Villages Nature développé dans le cadre d'une *joint-venture* avec Pierre & Vacances Center Parcs (§ 2.1.1).

2.1.2.1. *Activités touristiques*

(i) *Parcs à thèmes*

Le Groupe exploite les deux parcs à thèmes « Disneyland Paris » et « Walt Disney Studios » (les « **Parcs à thèmes** »), ouverts respectivement en 1992 et en 2002 (§ 2.1.1).

⁵⁰ L'avenant n° 8 à la Convention est valable jusqu'en 2030 mais la Convention prévoit le sort des lots au-delà, jusqu'au 31 décembre 2035, date au plus tard à laquelle les actes de vente des lots cessibles devront intervenir, sous certaines conditions.

⁵¹ Présentation aux analystes de l'avenant n° 8 à la Convention avec l'Etat. [En ligne] : <http://corporate.disneylandparis.fr/CORP/FR/Neutral/Images/fr-2010-09-14-presentation-analystes-avenant-convention-1987.pdf> [référence du 30 janvier 2015].

⁵² Cette ventilation est retenue par le Groupe pour les besoins de présentation de l'information sectorielle (IFRS 8).

⁵³ La moitié environ du périmètre reste à développer.

Le premier parc propose à ses visiteurs un voyage au travers de cinq univers thématiques, sur un périmètre d'environ 50 hectares, comptant une quarantaine d'attractions, 26 restaurants et 35 boutiques. En sus des attractions, les visiteurs du parc peuvent assister aux parades et aux spectacles mettant en scène les personnages Disney.

Le second parc, dédié au thème du cinéma, de la télévision, des films d'animation et des nouvelles technologies audiovisuelles, s'étend sur environ 25 hectares et comprend à ce jour 18 attractions, dont la dernière en date, « *Ratatouille : l'Aventure Totalement Toquée de Rémy* », a été ouverte au public en juillet 2014 ; il propose également une offre de restauration et de vente de produits dérivés sur les thèmes Disney avec 5 restaurants et 10 boutiques.

(ii) *Hôtels*

Le complexe hôtelier est composé de 7 hôtels (les « **Hôtels** »), d'une capacité actuelle totale de 5.800 chambres ; il couvre l'ensemble des niveaux de gammes de services⁵⁴ et compte une douzaine de restaurants / cafés, huit boutiques, ainsi que de nombreuses installations de loisirs.

Les installations hôtelières comprennent par ailleurs deux centres de congrès permettant au Groupe d'organiser des séminaires, conférences et expositions.

Le Groupe a également conclu des contrats de partenariat⁵⁵ avec 8 hôtels situés à proximité du site d'exploitation.

(iii) *Disney Village*

Ce centre de divertissements, trait d'union entre les Parcs à thèmes et les Hôtels, est constitué de plus de 4 hectares regroupant des restaurants, des lieux de divertissements (cinémas, spectacles) et des boutiques ; certaines de ces installations sont exploitées par des tiers.

2.1.2.2. *Activités de développement immobilier*

Le développement immobilier s'inscrit dans le cadre de la Convention et de ses avenants en vertu desquels le Groupe dispose d'un périmètre foncier total de 2.230 hectares (l'« **Emprise foncière** »).

⁵⁴ L'entrée de gamme et le très haut de gamme sont respectivement représentés par le Disney's Davy Crockett Ranch et le Disneyland Hotel.

⁵⁵ Contrats de marketing et/ou de ventes.

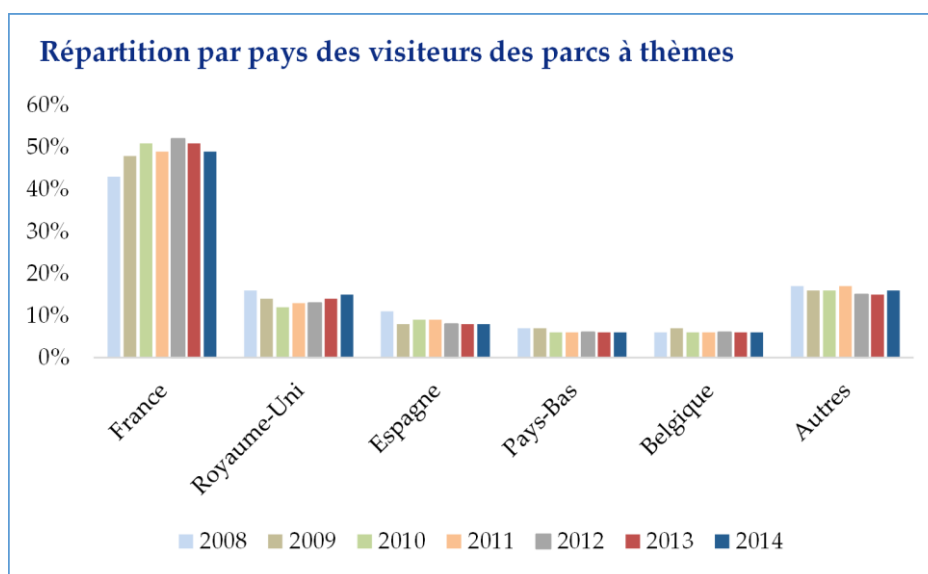
L'expansion des Parcs à thèmes, le renforcement de la capacité hôtelière et des structures d'accueil du tourisme d'affaires ainsi que la création d'un pôle d'écotourisme innovant (Villages Nature⁵⁶) font partie des axes de développement stratégiques sous-tendus par les activités de développement immobilier.

L'aménagement de l'Emprise foncière est exécuté par phases d'aménagement et doit respecter un certain rythme, contrôlé à des dates fixes convenues à l'avance⁵⁷. Le non-respect de certaines conditions afférentes au développement du site est susceptible d'entraîner l'extinction d'une partie des droits fonciers.

2.2. Analyse opérationnelle et financière

2.2.1. Principaux marchés géographiques

L'activité du Groupe dépend de l'environnement économique européen et en particulier de celui de la France, du Royaume-Uni et de l'Espagne, près des trois quarts des visiteurs du site Euro Disney provenant historiquement de ces pays :



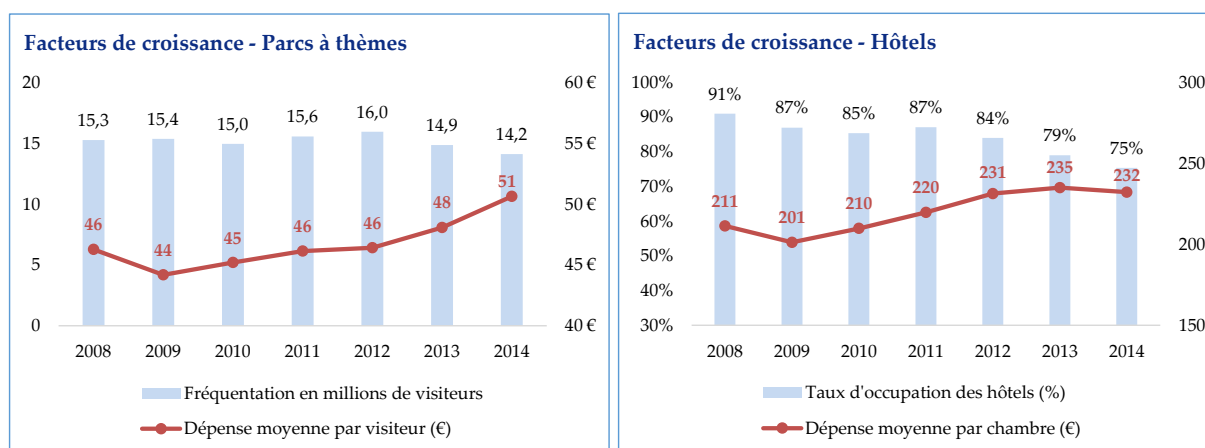
La proportion de visiteurs étrangers a légèrement diminué à la suite de la crise de 2008, l'environnement économique difficile ayant notamment affecté les pays de l'Europe du Sud (Espagne, Italie) et le Royaume-Uni ; depuis 2009, environ la moitié des visiteurs des Parcs à thèmes sont français.

⁵⁶ Le dossier de presse de Villages Nature est consultable. [En ligne], <http://corporate.disneylandparis.fr/CORP/FR/Neutral/Images/fr-2010-11-24-dossier-presse-villages-nature.pdf> [référence du 30 janvier 2015].

⁵⁷ La prochaine échéance est le 31 décembre 2020, date à laquelle l'Emprise foncière devra avoir été aménagée à hauteur de 1.675 hectares *a minima*, soit environ deux tiers de l'Emprise totale.

2.2.2. Analyse de la performance opérationnelle

La performance opérationnelle des Parcs à thèmes et des Hôtels, représentant l'essentiel des revenus du Groupe⁵⁸, repose essentiellement sur les niveaux de fréquentation et de dépense moyenne par visiteur pour ce qui concerne les Parcs à thèmes, et sur les taux d'occupation et le niveau de dépense moyenne par chambre pour ce qui concerne les Hôtels :



En dépit du ralentissement économique, le Groupe est parvenu à maintenir la fréquentation annuelle des Parcs à thèmes à plus de 15 millions de visiteurs jusqu'en 2012, année où la fréquentation a atteint un record de 16 millions de visiteurs à l'occasion du 20^{ème} anniversaire de Disneyland Paris.

En 2013, la fréquentation des Parcs à thèmes a enregistré un net recul (-7%), en raison notamment du caractère exceptionnel de l'année 2012 lié au 20^{ème} anniversaire, du fléchissement pour la deuxième année consécutive du pouvoir d'achat par ménage⁵⁹ et des conditions climatiques défavorables. Malgré le succès de l'attraction inspirée du film d'animation *Ratatouille* inaugurée en juillet 2014 dans le parc Walt Disney Studios, le Groupe enregistre sur l'exercice clos le 30 septembre 2014 une nouvelle baisse sensible de la fréquentation des Parcs à thèmes, du fait notamment de celle des visiteurs français⁶⁰. En dépit de la conjoncture économique, l'attention particulière accordée aux investissements de maintenance et de développement depuis 2009 a permis d'améliorer la perception du rapport qualité / prix des visiteurs.

⁵⁸ Le secteur des activités de développement immobilier ne contribue pas de manière significative aux revenus du Groupe ; le chiffre d'affaires de ce secteur est principalement issu des ventes de terrains à des promoteurs immobiliers.

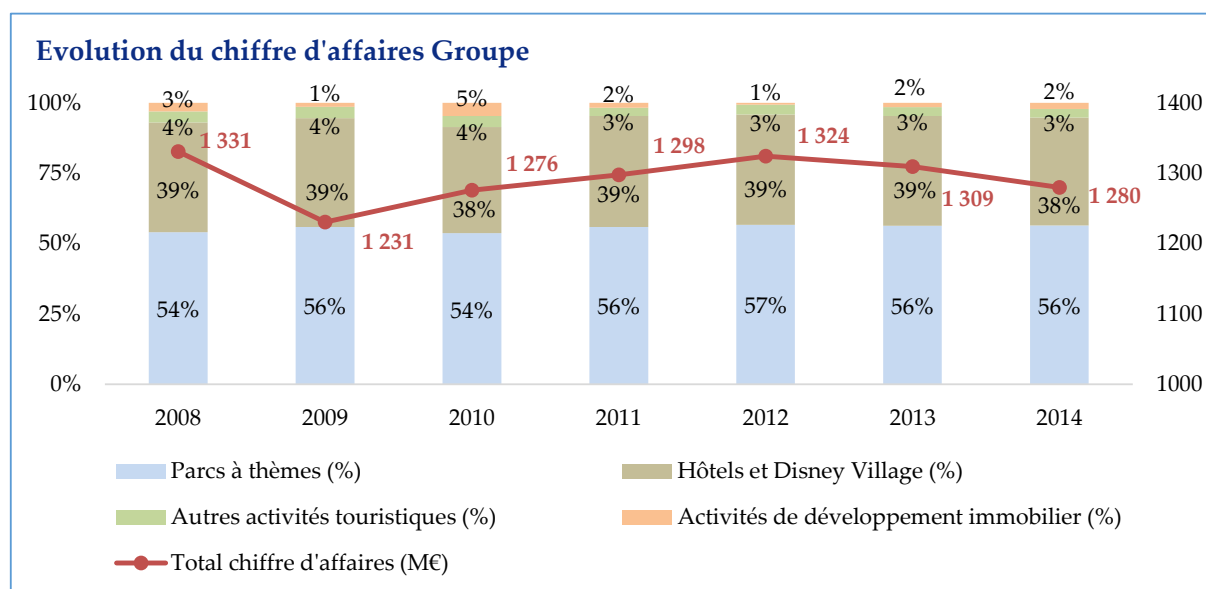
⁵⁹ Source : Xerfi (2014). *Euro Disney*.

⁶⁰ La baisse de fréquentation en 2014 est compensée partiellement par une reprise des visites en provenance de l'Espagne et du Royaume-Uni.

Le chiffre d'affaires du Groupe sur la période 2008-2014 a été affecté par la baisse significative du taux d'occupation des Hôtels s'expliquant par une moindre proportion de visiteurs étrangers, un raccourcissement des séjours (entraînant une diminution du nombre de nuitées) et des travaux de rénovation (pouvant réduire la capacité de manière temporaire). En lançant un programme pluriannuel de rénovation des Hôtels, le Groupe a cependant pu justifier auprès de sa clientèle une augmentation de ses tarifs.

2.2.3. Chiffre d'affaires

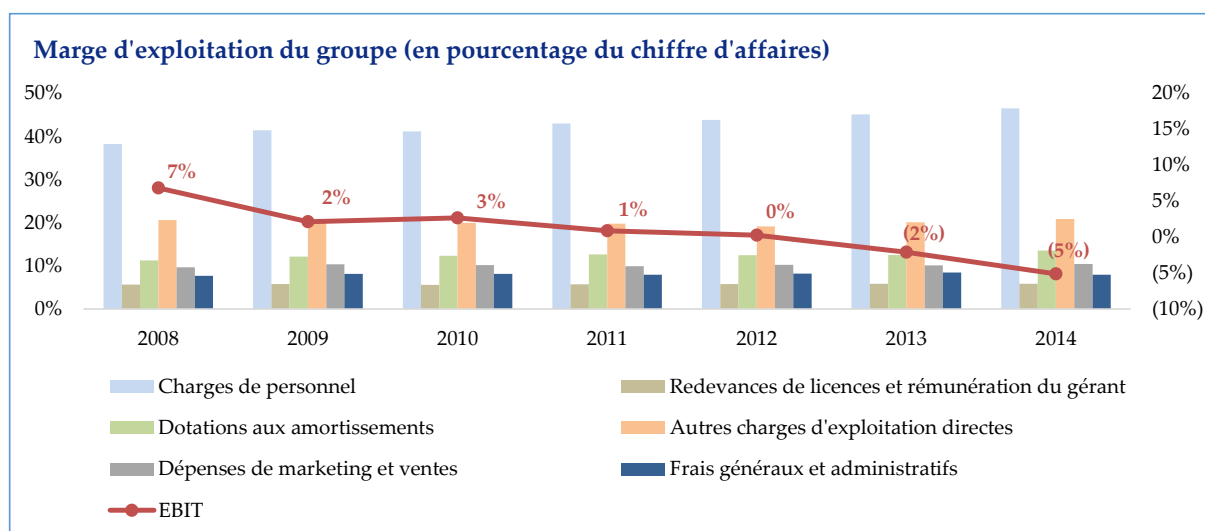
Le chiffre d'affaires du Groupe est essentiellement composé des revenus liés au secteur des activités touristiques, la contribution des différents pôles d'activités au sein de ce secteur étant stable depuis l'avènement de la crise financière en 2008 :



Le Groupe a réussi en 2012 à retrouver le niveau de chiffre d'affaires d'avant crise, en bénéficiant toutefois d'un pic de fréquentation en partie lié à la couverture médiatique importante mise en place à l'occasion du 20^{ème} anniversaire du parc Disneyland Paris. La hausse des tarifs et des dépenses moyennes par visiteur n'a cependant pas permis de pallier la baisse de fréquentation observée depuis lors ; en période d'incertitudes économiques, les dépenses de voyages et de loisirs des ménages ainsi que les budgets des entreprises, qui conditionnent la fréquentation du site, sont en effet les plus touchés.

2.2.4. Résultat d'exploitation

Nous présentons ci-après l'évolution des charges et de la marge opérationnelles du Groupe sur la même période 2008-2014 :



Par rapport à 2008, seul le poids des charges de personnel et des dotations aux amortissements a varié de manière significative :

- **Charges de personnel** : du fait de l'inflation, de la hausse des effectifs⁶¹ et des salaires, le Groupe a enregistré une croissance annuelle d'environ 2,7 % entre 2008 et 2014 ; principal poste de charges, la taille de l'effectif et la formation du personnel conditionnent la qualité des services offerts aux visiteurs des Parcs à thèmes et aux clients des Hôtels ;
- **Dotations aux amortissements** : le renforcement des programmes d'investissements, nécessaires au maintien et à l'amélioration de la qualité de l'expérience et de la satisfaction des visiteurs, se traduit par la hausse des dotations aux amortissements (+3,2 % pluri-annuellement).

Les autres postes de charges, en particulier les redevances de licences et la rémunération du gérant, les dépenses de marketing et de ventes ainsi que les autres charges d'exploitation directes⁶² sont restés quasiment stables sur la période.

Les niveaux actuels des indicateurs décrits *supra* (§ 2.2.2), en particulier la fréquentation des Parcs à thèmes et les taux d'occupation des Hôtels, sont incompatibles avec une structure opérationnelle bénéficiaire ; la marge opérationnelle du Groupe est en effet négative depuis 2013, et ce, avant prise en compte du coût significatif de la dette.

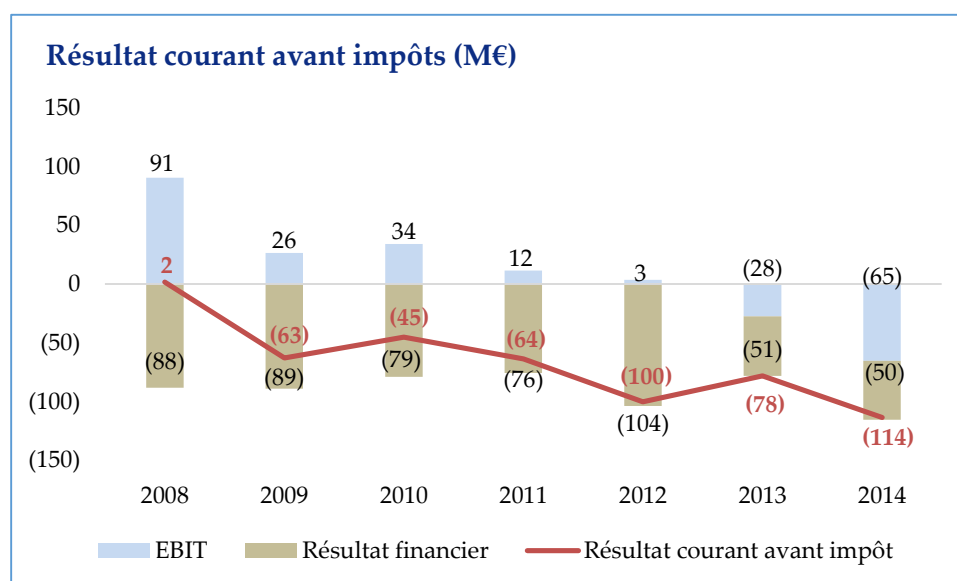
⁶¹ L'effectif moyen est de plus de 14.000 employés en 2014 contre 13.601 employés en 2008.

⁶² Incluant notamment le coût de revient des marchandises vendues, les dépenses non immobilisées liées à la maintenance et la rénovation des actifs, et les impôts et taxes.

Par ailleurs, les principaux postes de charges (personnel, amortissement des actifs immobilisés), du fait de leur nature, ne peuvent être réduits sans dégrader à moyen et long terme la qualité du service et par voie de conséquence la compétitivité du Groupe.

2.2.5. *Résultat courant avant impôts*

Le résultat courant avant impôts (« **RCAI** ») du Groupe a évolué comme suit sur la même période 2008-2014 :



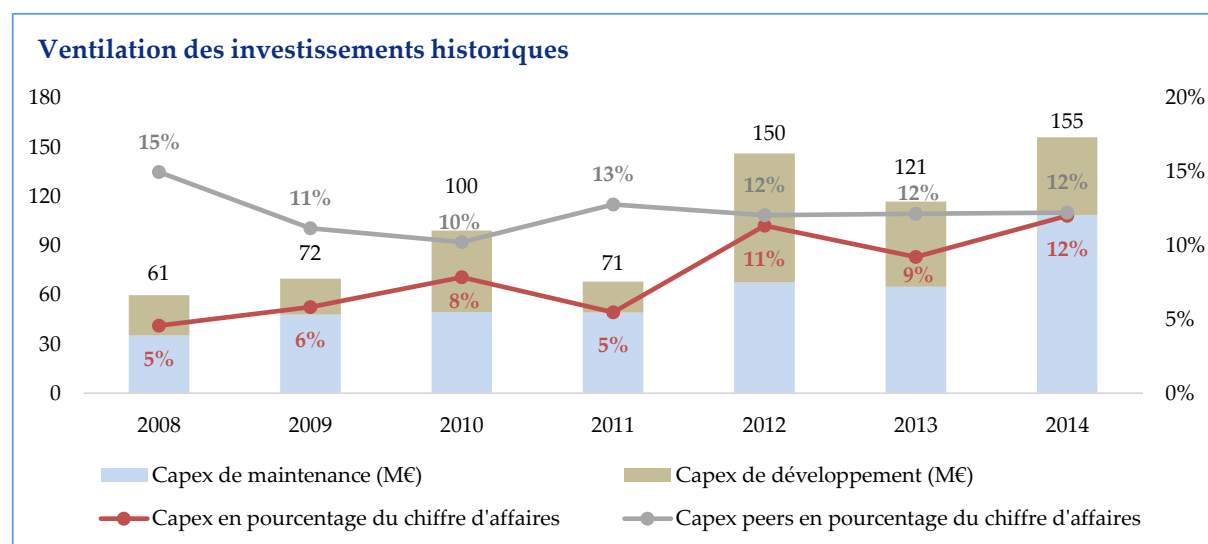
L'endettement du Groupe obère sa rentabilité, le RCAI étant négatif depuis 2009.

La dernière opération de refinancement en date de 2012 a cependant permis d'abaisser les charges financières nettes, qui sont passées de 76,5 M€ en 2012, hors impacts non récurrents de l'opération de refinancement⁶³, à une cinquantaine de millions d'euros en 2013 et 2014.

⁶³ L'opération de refinancement a entraîné des charges financières non récurrentes au titre du refinancement de 32 M€ comptabilisées en 2012.

2.2.6. Investissements historiques

Le Groupe peut s'appuyer sur la forte notoriété des personnages Disney pour attirer une clientèle à la fois française et étrangère. Il domine le paysage français des parcs à thèmes, lequel est constitué notamment, outre Euro Disney, de la Compagnie des Alpes⁶⁴ ainsi que de l'association du Puy du Fou en France et de Parques Reunidos⁶⁵ en Espagne ; le renouvellement permanent de son offre d'attractions ainsi que la qualité de l'expérience qu'il propose à ses visiteurs restent toutefois des enjeux stratégiques majeurs nécessitant la mise en œuvre de lourds programmes d'investissements. A ce titre, le refinancement de 2012, du fait de la baisse du taux d'intérêt moyen de la dette et de la suppression des *covenants* financiers afférents aux précédents accords de financement, a permis au Groupe de gagner en flexibilité opérationnelle et en capacité d'investissement.



En dépit des pressions capitalistiques inhérentes à son activité, le Groupe a cependant accumulé du retard en termes d'investissements par rapport à ses principaux concurrents⁶⁶ et aux standards Disney. Sur la période 2008-2013, le Groupe a investi environ 7 % de son chiffre d'affaires, soit 5 points de moins que la moyenne des sociétés comparables (12 %).

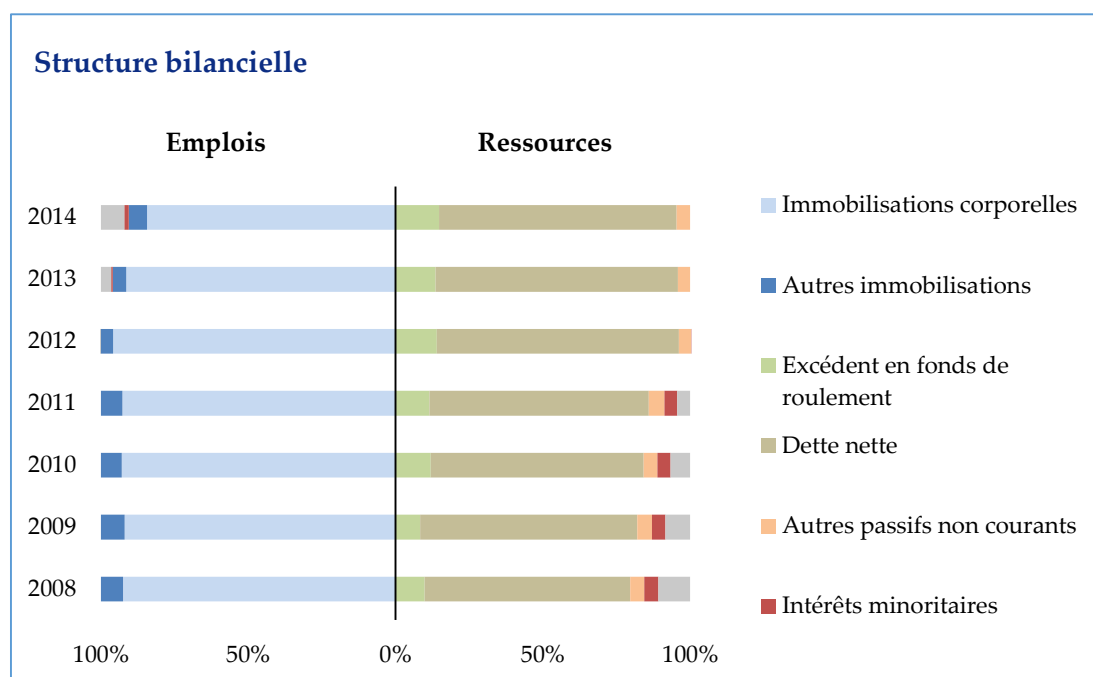
⁶⁴ Parc Astérix, Parc du Futuroscope, La mer de sable, Walibi Sud-Ouest.

⁶⁵ Parques Reunidos fait partie des acteurs majeurs sur le segment des parcs de loisirs et d'attractions ; le groupe espagnol gère également des parcs animaliers, des aquariums et deux téléphériques.

⁶⁶ « Peers » auquel le tableau *supra* fait référence : Merlin Entertainment, Tivoli, Cedar Fair, Six Flags Entertainment, la Compagnie des Alpes, Seaworld Entertainment, Oriental Land, que nous avons retenus comme comparables dans la valorisation analogique du titre de la Société (§ 3.4).

2.2.7. Structure bilancielle

La structure bilancielle du Groupe a évolué comme suit depuis 2008 :

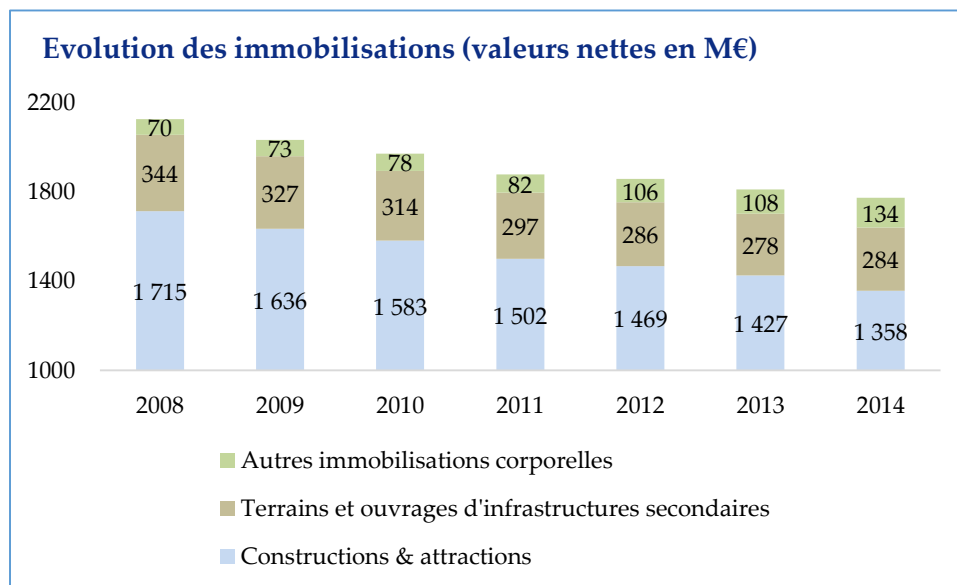


Les ressources du Groupe sont constituées pour l'essentiel des emprunts TWDC (1,7 Md€ au 30 septembre 2014) et, dans une moindre mesure, de l'excédent en fonds de roulement dégagé par l'activité courante (200 M€ à 300 M€ sur la période). Du fait des déficits accumulés, les capitaux propres part du groupe sont négatifs depuis 2012.

Les immobilisations corporelles, premier poste à l'actif du bilan, regroupent principalement les investissements en constructions et attractions (1,4 Md€⁶⁷ au 30 septembre 2014) et les terrains et ouvrages d'infrastructure (284 M€ au 30 septembre 2014).

⁶⁷ Valeur nette comptable, dont constructions en cours.

La diminution tendancielle de la valeur nette des immobilisations au bilan du Groupe traduit le retard accumulé en matière d'investissements :



Les engagements hors bilan du Groupe (hors Villages Nature⁶⁸) s'élèvent à un total de 281,7 M€ au 30 septembre 2014 :

- Passifs éventuels envers TWDC pour 183 M€ correspondant au paiement de la rémunération de développement⁶⁹ pour lequel TWDC a accepté qu'il ne soit exigible au plus tôt que le 30 octobre 2027 et qu'il soit conditionné à la réalisation d'un excédent brut d'exploitation (EBITDA) supérieur à 473 M€ ;
- Autres passifs éventuels pour 99 M€ liés notamment à l'exécution de contrats de services à long terme.

Au 30 septembre 2014, les déficits fiscaux reportables du Groupe s'élèvent à environ 2,3 Md€ en base d'impôt et peuvent être reportés indéfiniment⁷⁰ (§ 3.3.7).

⁶⁸ Les engagements hors bilan du Groupe relatifs à Villages Nature sont conditionnels ; il n'y a pas lieu de les intégrer dans la valorisation des actions ED SCA.

⁶⁹ Cette rémunération correspond principalement à des coûts supportés par TWDC entre 1990 et 1994 pour la conception et le développement d'un second parc à thèmes.

⁷⁰ Source : document de référence 2014, p. 102. [En ligne], <http://corporate.disneylandparis.fr/CORP/FR/Neutral/Images/fr-reference-document-2014.pdf> [référence du 30 janvier 2015].

2.3. Matrice *Swot*

En synthèse de cette partie, la matrice ci-dessous résumant les forces et faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles il est confronté, permet d'établir une transition avec l'évaluation du titre ED SCA (§ 3).

Forces	Faiblesses
Notoriété des personnages Disney et de la marque	Baisse de la fréquentation des Parcs à thèmes (depuis 2013)
Groupe <i>leader</i> dans le paysage européen des parcs à thèmes	Baisse continue de la fréquentation des Hôtels
Base de clientèle importante	Structure opérationnelle déficitaire
Support de la maison mère (TWDC) par voie de prêts	Niveau de fonds propres dégradé
	Surendettement du Groupe obérant la rentabilité
	Ressources de trésorerie et de liquidités limitées
Marges de manœuvre accrues depuis la précédente restructuration financière (2012)	Retard d'investissements du Groupe par rapport aux compétiteurs
Opportunités	Menaces
Projets de développement (Convention)	Sensibilité à l'environnement économique européen
Réserve immobilière	
Conclusion de nouveaux accords et partenariats	Intensité capitalistique inhérente à l'activité
Amélioration de la perception qualité / prix	Ouverture de parcs concurrents

3. ÉVALUATION DU TITRE ED SCA

Nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères et exposons ci-après, les méthodes d'évaluation écartées (§ 3.1) puis les approches de valorisation qui nous sont apparues les plus pertinentes afin d'apprécier le Prix de l'Offre (§ 3.2 et suivants).

La date que nous avons retenue pour la référence au cours de bourse *spot* de l'action ED SCA est le 3 octobre 2014, dernière journée de cotation avant l'annonce de l'Opération.

Les paramètres financiers tels que la capitalisation boursière de la Société *post* annonce de l'Opération (§ 3.2) et des comparables (§ 3.4) et le taux d'actualisation du plan d'affaires (§ 3.3.3) sont arrêtés au 30 janvier 2015.

Le nombre de titres ED SCA pour nos calculs de valeur unitaire s'établit à 783.364.900 actions (§ 1.5).

Le regroupement et la gestion des activités touristiques au sein d'un seul segment ne nous a pas permis de développer une valorisation en « somme des parties » (§ 2.1.2).

3.1. Méthodes d'évaluation écartées

Nous justifions, ci-après, la non prise en compte, en tant que méthodes d'évaluation, de l'actualisation des dividendes (§ 3.1.1) et de la référence aux comparables transactionnels (§ 3.1.2).

3.1.1. Actualisation des dividendes

La Société n'étant pas en mesure de mettre en œuvre une politique de distribution régulière de dividendes eu égard aux résultats passés du Groupe⁷¹, la méthode d'actualisation des dividendes ne nous paraît pas appropriée.

⁷¹ Pour mémoire, aucun dividende n'a été mis en distribution ni payé au titre des exercices 1992 à 2014.

3.1.2. Comparables transactionnels

La méthode des comparables transactionnels externes ne nous est pas apparue pertinente, dans la mesure où nous n'avons pas recensé dans une période récente de transactions de référence impliquant des cibles pouvant être comparées au Groupe.

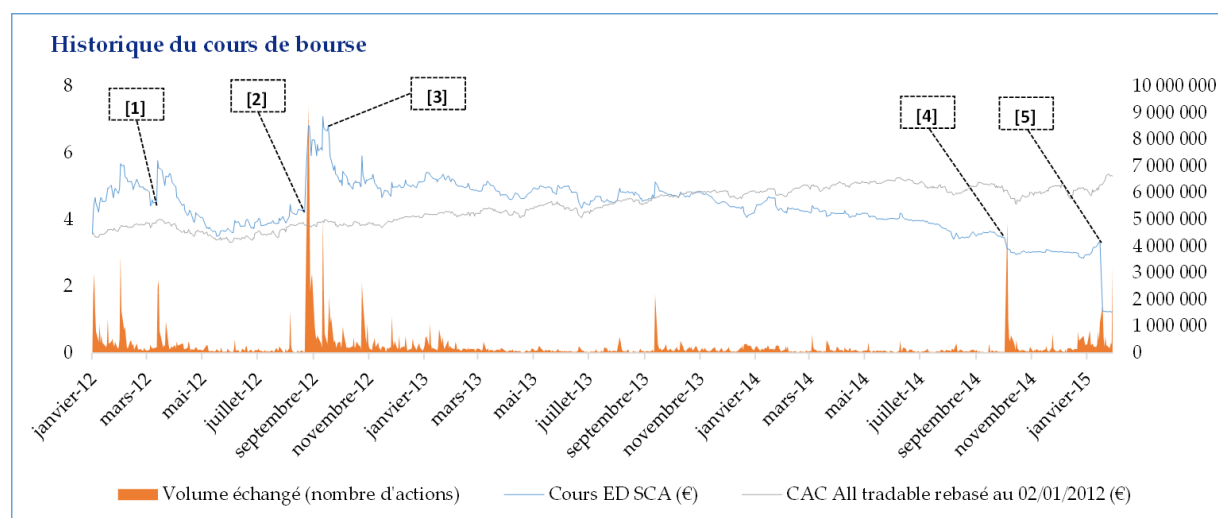
En outre, le caractère parcellaire des informations publiques sur les mouvements capitalistiques dans le secteur du divertissement ne permettent pas de disposer de paramètres de référence pertinents.

3.1.3. Transactions sur le titre

A titre indicatif, Invesco Ltd a déclaré à l'AMF avoir cédé l'intégralité de ses titres ED SCA⁷² le 2 février 2015⁷³.

3.2. Analyse du cours de bourse et des cours cibles

Le cours du titre ED SCA a évolué comme suit depuis le 1er janvier 2012, en comparaison à l'indice CAC All *tradable* :



Les principales évolutions du cours de bourse d'ED SCA depuis le 1er janvier 2012 sont les suivantes :

- une forte volatilité en 2012⁷⁴, le cours réagissant souvent brusquement aux différentes annonces, publications et rumeurs :

⁷² 2.345.079 titres.

⁷³ Au cours de 1,24 € (§ 3.2).

⁷⁴ La volatilité annuelle du rendement quotidien de l'action ED SCA sur 2012 ressort à 75%.

- le 14 mars 2012 [1] : publication de l'étude relative aux « Retombées économiques et sociales de Disneyland Paris (1992-2012) »⁷⁵ ;
- le 27 août 2012 [2] : rumeur de rachat d'ED SCA par la maison mère, TWDC ;
- une réaction négative à l'annonce du refinancement 2012 faite au public le 18 septembre 2012 [3]⁷⁶ ;
- une sous-performance de l'action ED SCA par rapport à l'indice boursier depuis 2013, traduisant notamment la dégradation des indicateurs opérationnels du Groupe (§ 2.2) ;
- une réaction négative à l'annonce du projet de Recapitalisation en date du 6 octobre 2014 [4], le cours perdant environ 10 % par rapport à la clôture de la séance précédant l'annonce ; le cours s'est ensuite stabilisé autour de 3 € ;
- un ajustement du cours au TERP consécutif au détachement du DPS [5], à l'issue du lancement de l'Augmentation de capital avec DPS, intervenu le 19 janvier 2015 (§ 1.3) ; depuis lors les échanges du DPS oscillent au plus près de sa valeur théorique de 2,21 €⁷⁷.

La date que nous avons retenue pour la référence au cours de bourse *spot* de l'action ED SCA est le 3 octobre 2014, dernière journée de cotation avant l'annonce de l'Opération.

Analyse du cours de bourse (€)	
Date de référence	3-oct.-14
Spot	3,46
Moyenne pondérée 1 mois	3,60
Moyenne pondérée 3 mois	3,64
Moyenne pondérée 6 mois	3,88
Moyenne pondérée 12 mois	4,23
+ haut 12 mois	4,86
+ bas 12 mois	3,41

⁷⁵ Délégation interministérielle au projet Euro Disney (2012). *Disneyland Paris - Etude de contribution économique et sociale*.

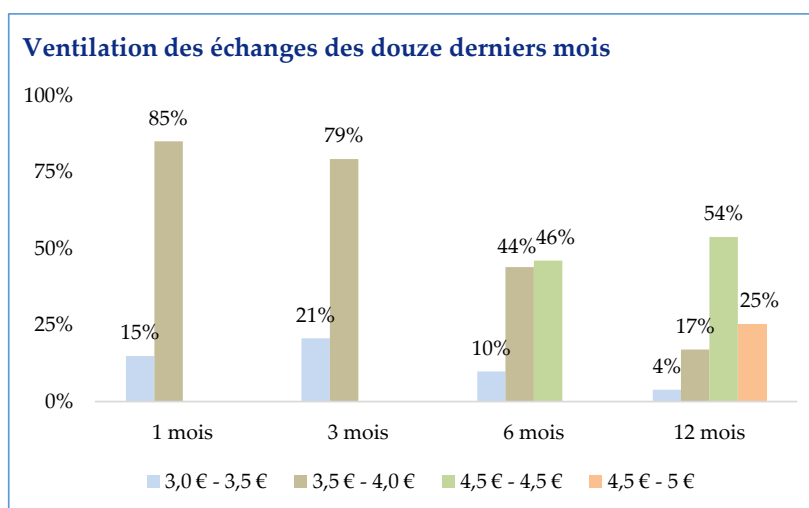
⁷⁶ Le 1^{er} octobre 2012, le cours clôture à 5,12 €, alors qu'à la clôture de la séance précédant l'annonce du refinancement, soit le 17 septembre 2012, il s'établissait à 6,66 €.

⁷⁷ Entre le 19 janvier 2015 et le 30 janvier 2015, les cours de clôture du DPS ont évolué entre 2,12 € et 2,20 €.

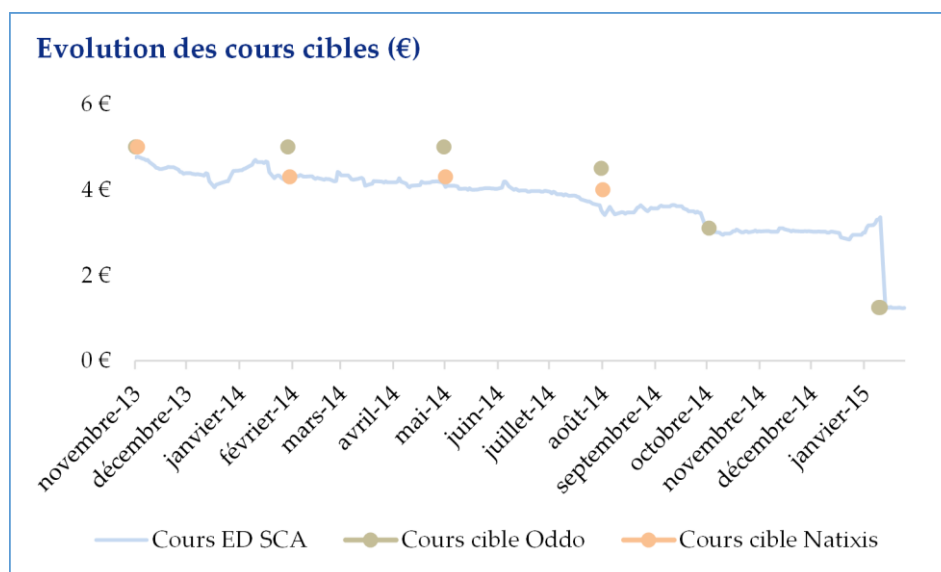
Un plus haut a été atteint à la clôture du 1^{er} novembre 2013, le cours ayant baissé de manière continue depuis lors pour atteindre un plus bas le 8 août 2014, à la suite de l'annonce du chiffre d'affaires du troisième trimestre 2014⁷⁸.

Les volumes échangés au cours des douze derniers mois représentent 54 % du flottant⁷⁹, lequel correspond à environ la moitié du nombre total d'actions en circulation.

Les volumes échangés sur cette période se décomposent comme suit :



Sur les douze derniers mois précédant l'annonce de l'Opération, le titre ED SCA a été suivi par les analystes d'Oddo et de Natixis ; nous comprenons cependant que depuis août 2014, le titre fait l'objet d'un suivi unique par Oddo.



⁷⁸ Communiqué de presse du 5 août 2014.

⁷⁹ Soit 27% du nombre total d'actions en circulation.

Les deux premières notes d'analyste publiées par Oddo après l'annonce de l'Opération sont datées du 8 octobre 2014 et du 7 novembre 2014. Après prise en compte de l'Opération et des résultats 2014 communiqués le 6 novembre 2014 par le Groupe⁸⁰, en-deçà des anticipations de l'analyste, ce dernier a revu à la baisse son cours cible de 4,5 € au 5 août 2014⁸¹ à 3,10 €, proche du cours de référence de 3,12 € au 8 octobre 2014⁸².

Les effets conjugués de la baisse des résultats 2014 par rapport aux prévisions et la modélisation des conditions de l'Opération ont ainsi conduit l'analyste à un objectif de cours *post* annonce cumulant, d'une part, la valeur intrinsèque du titre et d'autre part, la valeur théorique du DPS à l'annonce. Par différence entre le cours cible (3,10 €) et la valeur théorique du DPS (2,21 €), la valeur intrinsèque du titre (0,89 €) s'avérait inférieure au TERP et au Prix de conversion.

Les deux dernières notes d'analyste, en date des 15 et 16 janvier 2015, publiées à ce jour par Oddo, commentent respectivement le vote en assemblée générale d'ED SCA du plan de recapitalisation et le chiffre d'affaires du premier trimestre de l'exercice 2015⁸³ ; elles relèvent le cours cible de 3,10 € à 3,50 € avant détachement du DPS et à 1,25 € équivalent au TERP et au Prix de l'Offre après détachement du DPS.

3.3. Valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou *Discounted Cash-Flows* (DCF)

Dans notre approche multicritères, nous avons recherché une valeur intrinsèque de la Société et de son titre en actualisant, à compter du 1^{er} octobre 2014, les flux de trésorerie prévisionnels issus du plan d'affaires 2014-2023, que nous a présenté la Direction.

⁸⁰ « Euro Disney SCA annonce ses résultats de l'exercice 2014 ». [En ligne], <http://corporate.disneylandparis.fr/CORP/FR/Neutral/Images/fr-2014-11-06-Euro-Disney-SCA-Annonce-Ses-Resultats-Annuels-2014.pdf> [référence du 30 janvier 2015].

⁸¹ Dernière note avant l'annonce de l'Opération.

⁸² La note du 7 novembre 2014 commente l'annonce des résultats annuels du Groupe au titre de l'exercice clos le 30 septembre 2014 et maintient les prévisions et le cours cible publiés en date du 8 octobre 2014.

⁸³ « Annonce du premier trimestre ». [En ligne], <http://corporate.disneylandparis.fr/CORP/FR/Neutral/Images/fr-2015-01-16-cp-Q1-chiffre-daffaires.pdf> [référence du 30 janvier 2015].

3.3.1. Rappel des principes de la méthode DCF

La valeur d'une entreprise (« VE ») correspond aux flux nets de trésorerie prévisionnels destinés aux investisseurs et prêteurs, actualisés à un taux intégrant les risques et la valeur de l'argent dans le temps.

Dans la pratique, cette valeur d'entreprise est estimée sur la base des *cash-flows* libres futurs⁸⁴, lesquels sont actualisés à un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital.

Le calcul de la valeur résiduelle ou valeur terminale repose sur la capitalisation du *cash-flow* libre durable au coût du capital ; il table sur une hypothèse de continuité de l'exploitation à terme et tient compte d'une croissance à l'infini en phase avec la croissance attendue à long terme (méthode dite de Gordon Shapiro).

Le taux d'actualisation s'appliquant pour la capitalisation des *cash-flows* libres correspond au coût moyen pondéré du capital (« WACC »⁸⁵) combinant le coût des fonds propres et de la dette après impôts.

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, est ajoutée à la valeur d'entreprise des activités opérationnelles le cas échéant la valeur des actifs hors exploitation, et en est déduit l'endettement financier net.

3.3.2. Dette nette

Nous retenons, pour la valorisation intrinsèque en DCF qui se fonde sur un plan d'affaires configuré en fonction des moyens dont disposera le Groupe après Recapitalisation, l'estimation de la dette financière nette consolidée après l'Augmentation de capital avec DPS et les Augmentations de capital réservées, à partir des états financiers consolidés au 30 septembre 2014 :

⁸⁴ Excédent brut d'exploitation ou EBITDA (*Earning Before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization*) équivalent au résultat d'exploitation ou EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) avant charges calculées, retraité de la variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR) et des investissements (Capex).

⁸⁵ *Weighted Average Cost of Capital*.

Dette financière nette du Groupe (M€)	
Description	M€
Emprunts à long terme TWDC	1 222
<i>Promissory notes</i>	361
Ligne de crédit réutilisable de 100 M€	100
Ligne de crédit réutilisable de 250 M€	50
Emprunt TWDC / Centre de Congrès Newport SNC	15
(Valeur nette comptable des intérêts minoritaires)	(31)
(Trésorerie et équivalents de trésorerie)	(49)
Dette nette au 30 septembre 2014	1 667
(Augmentation de capital ED SCA avec maintien DPS)	(351)
(Augmentations de capital réservées ED SCA)	(492)
(Augmentation de capital EDA SCA souscrite par EDI SAS)	(90)
(Augmentation de capital EDA SCA souscrite par EDLC SAS)	(90)
Coûts de l'Opération estimés	12
Réévaluation des intérêts minoritaires	63
Estimation de la dette nette avant l'Offre	719

Les autres éléments d'actif et de passif susceptibles d'être assimilés à la dette nette ont été négligés du fait de leur poids non significatif.

La juste valeur de la dette a été assimilée à sa valeur nominale en considérant le taux de rémunération de 4% de l'emprunt à long terme souscrit auprès de TWDC et porteur de la Dette résiduelle comme un « *taux de marché compte tenu du refinancement de 2012* »⁸⁶.

Les intérêts minoritaires⁸⁷, correspondant à 18% du capital d'EDA SCA⁸⁸, sont exprimés en valeur réelle, à l'issue (i) de l'Augmentation de capital avec DPS, (ii) des Augmentations de capital réservées et (iii) de l'augmentation de capital *via* l'augmentation de la valeur nominale des actions d'EDA SCA (§ 1.3) ; en l'absence d'actif significatif autre que les titres EDA SCA et d'endettement financier dans les comptes sociaux d'ED SCA, nous assimilons en l'occurrence la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres d'ED SCA à celles d'EDA SCA, par référence aux valeurs centrales en DCF (§ 3.3.9).

⁸⁶ Source : document de référence 2014, chapitres 3.1.6.2 et 22.1.2 : « Actifs et passifs financiers comptabilisés au coût amorti », p. 82 et p. 108.

[En ligne], <http://corporate.disneylandparis.fr/CORP/FR/Neutral/Images/fr-reference-document-2014.pdf> [référence du 30 janvier 2015].

⁸⁷ Par simplification, les analyses de sensibilité de la valeur des capitaux propres d'ED SCA au taux d'actualisation et au taux de croissance perpétuelle retiennent la valeur centrale des intérêts minoritaires (§ 3.3.9).

⁸⁸ Capital détenu à 82% par ED SCA et à 9% respectivement par EDI SAS et EDLC SAS (§ 1.4).

La mise en œuvre du projet de Recapitalisation a pour conséquence de réduire la dette nette du Groupe d'environ 1 Md€ (§ 1.3) :

Dette financière nette du Groupe (M€)					
Description	Avant Opération	Rembt.	Conversion	Apports	Avant l'Offre
Emprunts à long terme TWDC	1 222		(239)		983
<i>Promissory notes</i>	361		(361)		0
Ligne de crédit réutilisable de 100 M€	100	(100)			0
Ligne de crédit réutilisable de 250 M€	50	(50)			0
Emprunt TWDC / Centre de Congrès Newport SNC	15				15
Intérêts minoritaires	(31)			63	32
Sous-total Dette	1 717	(150)	(600)	63	1 029
Trésorerie au 30 septembre 2014	49				49
Apports en espèces	0			423	423
Coûts de l'Opération estimés	0			(12)	(12)
Remboursement des lignes de crédit renouvelables	0	(150)			(150)
Sous-total Trésorerie	49	(150)	0	411	310
Total Dette Nette	1 667	0	(600)	(348)	719

3.3.3. Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation a été déterminé directement à partir de la formule du Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (MEDAF) dont les composantes sont détaillées ci-après.

3.3.3.1. Taux sans risque

Le taux sans risque retenu de 0,7% correspond à la moyenne historique sur 1 mois des Obligations Assimilables du Trésor (OAT 10 ans) à échéance 10 ans⁸⁹, en cohérence avec la maturité du *Business plan*.

3.3.3.2. Rendement attendu du marché

Le rendement attendu du marché sur les principales valeurs françaises échangées a été estimé à 9,0 %⁹⁰ ; il en résulte, par différence avec le taux sans risque de 0,7%, une prime de risque de 8,3%.

3.3.3.3. Bêta

Le bêta de l'actif économique de 1,0 a été déterminé à partir de l'échantillon des sociétés cotées comparables à la base des multiples boursiers (§ 3.4) et correspond à la moyenne des bêtas actions désendettés.

⁸⁹ Source : Banque de France (30 janvier 2015).

⁹⁰ Source : Ledouble (basé sur le calcul d'un rendement prospectif du marché français).

Les bêtas des actions sont obtenus arithmétiquement par la régression des taux de rendement de chacune des actions contre les taux de rendement des indices boursiers de référence. À l'issue de nos analyses de sensibilité, nous avons retenu une période d'observation de 4 ans et une périodicité hebdomadaire ; nous avons procédé au calcul d'une moyenne glissée des bêtas actions sur 6 mois, afin d'exclure les données non pertinentes⁹¹.

À titre de recoupement, nous notons que le bêta désendetté estimé par Damodaran pour l'industrie du divertissement est égal à 0,99⁹².

3.3.3.4. Synthèse du taux d'actualisation

Au vu des paramètres ci-dessus, le taux d'actualisation déterminé par approche directe à partir du risque associé à l'actif économique, utilisé pour l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie s'établit à 9,0 % :

Calcul du WACC	
Taux sans risque	0,7%
Beta actif économique	1,0
Prime de risque	8,3%
WACC direct	9,0%

Il convient de noter que le taux que nous retenons est estimé après Recapitalisation et s'entend hors prime spécifique liée au risque de défaut pesant actuellement sur la Société.

A titre de recoupement, nous avons calculé le taux d'actualisation selon l'approche indirecte impliquant un calcul distinct du coût des fonds propres et du coût de la dette :

⁹¹ Nous avons exclu de notre analyse les périodes où le coefficient de corrélation (R2) est inférieur à 50 %.

⁹² Industrie « Entertainment »: *Unlevered beta corrected for cash* (janvier 2014). [En ligne], http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html [référence du 30 janvier 2015].

Calcul du WACC indirect	
Taux sans risque	0,7%
Gearing ED SCA <i>post</i> - recapitalisation	0,60
Beta actions	1,4
Prime de risque	8,3%
Coût des fonds propres	12,7%
Coût moyen de la dette	4,0%
Coût moyen de la dette net d'IS	3,0%
WACC indirect	9,0%

Cette approche conduirait à retenir un taux d'actualisation de 9,0 %, en fonction :

- d'un *gearing* après Recapitalisation de l'ordre de 60 %, compatible avec les structures financières sectorielles que nous avons étudiées pour l'émission du Premier Rapport, par référence au *gearing* des sociétés constituant notre panel de comparables (§ 3.4)⁹³ :
- d'un coût moyen de la dette avant impôt de 4,0 %⁹⁴. L'incidence de la fiscalité⁹⁵ sur le coût effectif de la dette a été calculée à partir d'un taux d'imposition normatif de 34,43 %⁹⁶ et d'une hypothèse de non déductibilité de 25 % de la charge financière nette conformément à l'article 212 bis du Code général des impôts.

Par simplification et afin d'éviter de préjuger de l'évolution des taux d'intérêt sur le marché et de la valeur de marché des capitaux propres de la Société, l'approche directe conduisant au taux d'actualisation de 9,0 % a été privilégiée.

3.3.4. Taux de croissance à l'infini

La valeur terminale a été déterminée sur la base d'un taux de croissance à l'infini de 2 % à l'horizon du plan d'affaires, en lien avec les prévisions d'inflation à long terme de la France⁹⁷.

⁹³ Le *gearing* des comparables est présenté en **annexe 8**.

⁹⁴ La prise en compte, au-delà de la période explicite de prévisions du *Business Plan*, d'un taux de financement supérieur aux conditions appliquées à ED SCA conduirait, au même titre qu'une prime de risque spécifique selon la méthode directe, à augmenter le taux d'actualisation.

⁹⁵ S'agissant d'un WACC cible, nous tenons compte de la fiscalité dans le calcul du coût moyen de la dette, en dépit des pertes opérationnelles prévues sur plusieurs années dans le plan d'affaires.

⁹⁶ Nous excluons la contribution exceptionnelle due temporairement par certaines entreprises au titre des exercices clos entre le 31 décembre 2011 et le 30 décembre 2016.

⁹⁷ Source : Global Insight – CPI Inflation.

3.3.5. Commentaires sur le Business Plan

Le *Business Plan*, que nous avons examiné en détails et de façon contradictoire avec la Direction, a été élaboré au niveau du Groupe, compte tenu de la transparence entre ED SCA et sa filiale opérationnelle EDA SCA (§ 1.1) ; il repose sur l'hypothèse d'une amélioration de l'ensemble des activités touristiques et d'une progression équilibrée des volumes et des dépenses moyennes des visiteurs et clients.

Nous avons vérifié la cohérence de l'évolution des charges d'exploitation prévisionnelles (coût de revient des marchandises, redevances de licence (« *Royalties* »), rémunération de la gérance (« *Management fees* »), charges de personnel, taxes et assurances, autres charges directes), sur la période de prévision.

Les hypothèses de la Direction appellent de notre part les commentaires suivants :

- Les hypothèses retenues pour la rémunération du gérant sont en cohérence avec les dispositions statutaires d'EDA SCA⁹⁸ et le résultat prévisionnel ressortant du plan d'affaires ; nous avons maintenu le taux de rémunération de la dernière année du plan d'affaires en année normative⁹⁹ ;
- Les taux de redevances de licence sont relativement stables sur la période de prévisions¹⁰⁰ ;
- Les charges de personnel prévisionnelles affichent une croissance annuelle moyenne supérieure à l'inflation, reflétant en partie la croissance attendue de la fréquentation des Parcs à thèmes ; à l'horizon du plan d'affaires, la croissance de ces charges a été fixée à un niveau cohérent avec le taux d'inflation à long terme pour l'hexagone ;
- La Direction a prévu de poursuivre ses efforts pour contenir le coût de revient des marchandises et des autres charges directes, dont le poids par rapport au chiffre d'affaires prévisionnel reste relativement stable ;
- La contribution du projet Villages Nature aux flux de trésorerie prévisionnels a été prise en compte par la Direction dans le plan d'affaires.

Nous notons par ailleurs que les hypothèses sont cohérentes avec celles retenues en 2012 dans le cadre de l'établissement du dossier de refinancement¹⁰¹.

⁹⁸ Les dispositions statutaires n'ont pas été modifiées dans le cadre de l'Opération.

⁹⁹ En application des statuts d'EDA SCA.

¹⁰⁰ Le contrat de licence n'a pas été modifié dans le cadre de l'Opération ; au regard des dispositions contractuelles, leur application a été maintenue sans changement dans le *Business Plan*.

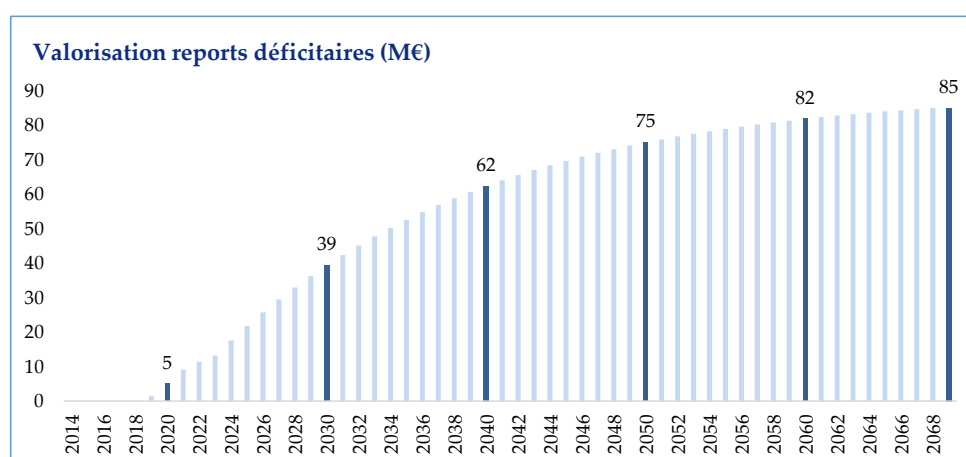
3.3.6. Prévisions d'investissements

Du fait du retard par rapport à la concurrence et d'événements spécifiques tels que la célébration du 25^{ème} anniversaire d'Euro Disney en 2017, le Groupe table sur un niveau d'investissements à la fois de maintenance et de développement plus soutenu que par le passé (§ 2.2.6).

Le niveau d'investissements retenu pour le calcul du flux normatif repose sur une hypothèse d'égalité des investissements et des dotations aux amortissements.

3.3.7. Valorisation des reports déficitaires

Sur la base des données prévisionnelles et du taux d'actualisation utilisés pour l'évaluation en DCF, la valeur actualisée de l'économie d'impôt attachée aux reports déficitaires, dont le montant nominal est de l'ordre de 2,3 Md€ (§ 2.2.7), a été estimée à **85 M€** à l'horizon 2069 en tablant sur une imputation annuelle du déficit limitée à 50%¹⁰² du résultat courant avant impôt (RCAI)¹⁰³ :



L'économie d'impôt a été prise en compte dans les flux de trésorerie prévisionnels actualisés, en retenant un taux d'impôt implicite de 23% résultant de l'imputation théorique des reports déficitaires au-delà de l'horizon explicite du plan d'affaires, la consommation de ces reports déficitaires s'étalant sur une très longue période.

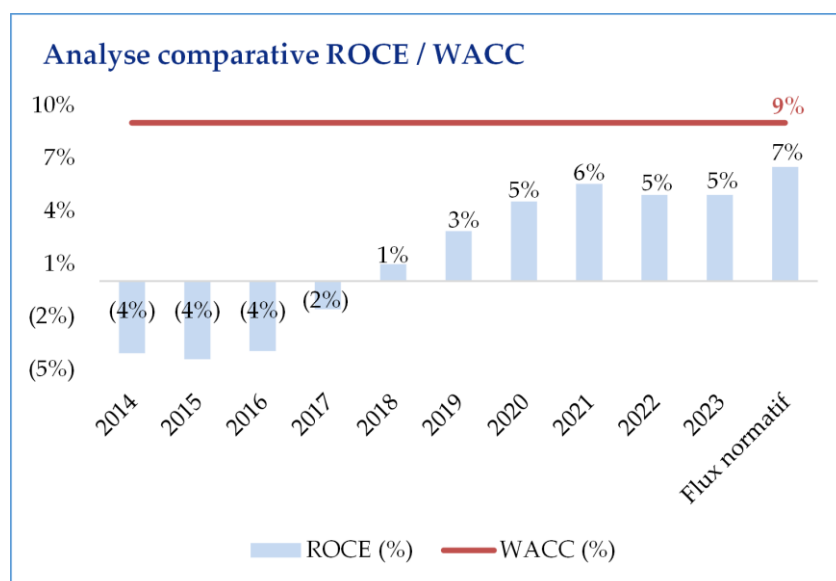
¹⁰¹ En comparaison du plan d'affaires établi par la Direction en 2012, la Direction a intégré dans le *Business plan* les données réelles sur la période 2013 / 2014 et considéré la baisse de la fréquentation intervenue depuis.

¹⁰² Par transposition de la disposition fiscale actuellement en vigueur en France, qui prévoit un report en avant plafonné à 1 M€ par exercice, majoré de 50 % de la fraction du bénéfice imposable annuel excédant ce plafond (article 24 de la loi de finances 2013).

¹⁰³ Une charge financière nette annuelle *post* Recapitalisation de 39 M€, dont 30 M€ déductibles, a été considérée en sus de l'EBIT pour déterminer le RCAI.

3.3.8. Analyse du rendement des capitaux investis

Nous présentons ci-après l'évolution du taux de rendement prévisionnel sur les capitaux employés¹⁰⁴ par rapport au taux d'actualisation de 9% utilisé en DCF :



Nous constatons les éléments suivants :

- le plan d'affaires établi par la Direction suppose un retour à l'équilibre à partir de 2018 et une amélioration continue de la rentabilité des capitaux employés jusqu'en 2021 ;
- une dégradation de la rentabilité sur 2022 et 2023 résultant principalement de la hausse des *Management fees*, en application des dispositions statutaires (§ 3.3.5) ;
- la réalisation du plan d'affaires permettrait au Groupe de tendre vers le taux de rendement théorique à l'horizon du plan d'affaires.

3.3.9. Synthèse

Nous présentons ci-après une analyse de sensibilité de la valeur des capitaux propres et du titre ED SCA, aux variations simultanées en points (« pts ») du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini retenu pour le calcul de la valeur terminale¹⁰⁵ :

¹⁰⁴ *Return On Capital Employed* (ROCE) = (EBIT fiscalisé) / (Actif immobilisé + BFR).

¹⁰⁵ Compte tenu des ambitions du plan d'affaires par rapport à l'historique, nous ne présentons pas la sensibilité de la valeur du titre en DCF aux paramètres opérationnels.

Sensibilité des capitaux propres (M€)					
Croissance normative	WACC				
	-2 pts	-1 pt	0 pt	+1 pt	+2 pts
-1 pt	418	245	113	9	-76
-0,5 pt	481	288	143	31	-60
0 pt	553	335	176	55	-42
+0,5 pt	638	390	214	81	-23
+1 pt	742	454	256	111	-1

Le levier financier génère une forte sensibilité des capitaux propres à la variation des paramètres financiers, oscillant entre 31 M€ et 390 M€, soit **176 M€** en valeur centrale.

Sensibilité de la valeur unitaire de l'action (€)					
Croissance normative	WACC				
	-2 pts	-1 pt	0 pt	+1 pt	+2 pts
-1 pt	0,53	0,31	0,14	0,01	0,00
-0,5 pt	0,61	0,37	0,18	0,04	0,00
0 pt	0,71	0,43	0,23	0,07	0,00
+0,5 pt	0,81	0,50	0,27	0,10	0,00
+1 pt	0,95	0,58	0,33	0,14	0,00

Sur la base de 783.364.900 titres (§ 1.5), la valeur centrale de l'action ED SCA ressort à **0,23 €**, dans une fourchette de 0,04 € à 0,50 € extériorisant une prime de 1,21 € (plus de 3000%) à 0,75 € (150%) en comparaison du Prix de l'Offre de 1,25 €.

A titre de recoupement, nous avons déterminé la valeur intrinsèque en substituant un multiple d'EBIT de sortie à la valeur terminale obtenue en capitalisant le flux normatif découlant de la dernière année du *Business plan* ; selon cette méthode, la valeur centrale de l'action ED SCA ressort à **0,35 €**, dans une fourchette de 0,26 € à 0,45 € extériorisant une prime 0,80 € (178%) à 0,99 € (381%) en comparaison du Prix de l'Offre de 1,25 €.

3.4. Multiples boursiers

Nous avons évalué les titres de la Société selon une approche comparative¹⁰⁶ par référence aux multiples d'EBITDA d'un panel de sociétés comparables cotées présentées en **annexe 7** ; bien qu'au cas d'espèce, les multiples d'EBIT du panel puissent être considérés comme pertinents, leur mise en œuvre se heurte aux résultats opérationnels négatifs du Groupe sur les premières années du *Business plan*.

Il n'existe pas à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à ED SCA en termes d'activité, de taille, de taux de marge d'exploitation, de zone géographique d'activité et de répartition des actifs.

En combinant les critères de taille¹⁰⁷, de volume d'activité, de taux de marge et de perspectives de croissance, nous avons cependant constitué un panel de sociétés composé de sociétés cotées en France, au Royaume -Uni, aux Etats-Unis, au Danemark et au Japon, évoluant dans le secteur de l'exploitation de parcs à thèmes :

Présentation des comparables (M€)				
Société	Pays	Market cap moy. 1 mois	Dettes nette	Valeur d'Entreprise
Euro Disney SCA	France	129	1 667	1 874
Tivoli A/S	Danemark	238	17	249
Compagnie des Alpes	France	372	408	688
Seaworld Entertainment Inc.	USA	1 327	1 196	2 489
Cedar Fair LP	USA	2 452	1 106	3 222
Six Flags Entertainment Corp.	USA	3 487	988	3 999
Merlin Entertainments	UK	5 312	1 273	5 880
Oriental Land Co Ltd	Japon	19 641	(595)	14 423

Le tableau suivant détaille les niveaux prévisionnels de croissance d'activité et de rentabilité opérationnelle de cet échantillon¹⁰⁸ ; si la croissance de l'activité du Groupe est en ligne avec celle des comparables, son niveau de profitabilité reste toutefois nettement en retrait :

¹⁰⁶ Nous avons privilégié le calcul de multiples médians afin de pondérer l'incidence des extrêmes.

¹⁰⁷ Nous avons écarté TWDC du panel de comparables, au regard notamment du différentiel de taille par rapport aux sociétés de notre panel et de la diversité de ses activités par rapport à celles d'ED SCA (§ 1.2).

¹⁰⁸ Les données relatives à société Tivoli A/S ne figurent pas dans le tableau, à défaut d'information prévisionnelle disponible.

Données prévisionnelles	% de croissance du chiffre d'affaires				EBITDA (% CA)				EBIT (% CA)			
Société	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
Euro Disney SCA	(2%)	4%	3%	n/a	9%	11%	11%	n/a	(5%)	(4%)	(3%)	n/a
Tivoli A/S	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Compagnie des Alpes	2%	0%	3%	2%	23%	25%	25%	25%	8%	9%	9%	10%
Seaworld Entertainment Inc.	(6%)	1%	2%	2%	27%	28%	29%	28%	14%	15%	16%	n/a
Cedar Fair LP	1%	4%	3%	6%	37%	37%	38%	37%	25%	26%	27%	n/a
Six Flags Entertainment Corp.	4%	5%	6%	8%	37%	39%	40%	40%	26%	31%	31%	n/a
Merlin Entertainments	5%	8%	8%	9%	33%	33%	33%	33%	24%	24%	25%	25%
Oriental Land Co Ltd	(3%)	4%	6%	n/a	31%	33%	34%	n/a	24%	26%	28%	n/a
Médiane hors ED SCA	2%	4%	5%	6%	32%	33%	34%	33%	24%	25%	26%	17%

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser ED SCA sur le seul critère du volume d'activité sans tenir compte de la rentabilité d'exploitation prévisionnelle du Groupe ;
- d'EBIT pour les raisons évoquées ci-dessus¹⁰⁹ ;
- de résultat net (PER) qui conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière et des différents taux d'imposition sur les entités du panel qui ne sont pas toutes françaises.

Nous avons exploité les multiples de valeur d'entreprise rapportée aux EBITDA 2015, 2016 et 2017 afin de capter les résultats liés à la nouvelle stratégie de la Société visant à augmenter le revenu par visiteur et par conséquent l'EBITDA¹¹⁰.

Afin de déterminer le multiple VE/EBITDA de chacune des sociétés comparables, nous avons suivi la démarche suivante :

- la capitalisation boursière de chaque entité de l'échantillon a été appréhendée en moyenne 1 mois¹¹¹ ; l'endettement net¹¹² s'intercale entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;
- les estimations d'EBITDA, sur l'ensemble du panel, ont été extraites du consensus d'analystes¹¹³.

¹⁰⁹ Nous avons cependant déterminé la valeur intrinsèque DCF en retenant, à titre de recoupement, une valeur terminale basée sur le multiple d'EBIT observé sur le panel de comparables (14,4x) et appliqué à l'agrégat normatif de la Société (§ 3.3.9).

¹¹⁰ La valeur obtenue par l'approche analogique basée sur les multiples d'EBITDA constitue cependant un haut de fourchette dans la mesure où elle ne tient pas compte des efforts d'investissement que le Groupe devra réaliser pour rattraper son retard (§ 3.3.6) ; l'utilisation des multiples d'EBIT conduirait à une valeur nulle.

¹¹¹ Au 30 janvier 2015.

¹¹² Issu des derniers comptes publiés.

¹¹³ Source : Bloomberg (30 janvier 2015).

Les multiples d'EBITDA de notre échantillon sont les suivants¹¹⁴ :

Multiples VE / EBITDA			
Société	2015	2016	2017
Euro Disney SCA	13,2 x	12,7 x	n/a
Tivoli A/S	n/a	n/a	n/a
Compagnie des Alpes	4,6 x	4,4 x	4,2 x
Seaworld Entertainment Inc.	7,9 x	7,6 x	7,6 x
Cedar Fair LP	9,5 x	9,1 x	8,8 x
Six Flags Entertainment Corp.	11,3 x	10,4 x	9,6 x
Merlin Entertainments	11,5 x	10,7 x	9,9 x
Oriental Land Co Ltd	16,6 x	15,0 x	n/a
Médiane hors ED SCA	10,4x	9,7x	8,8x

Nous n'avons pas tenu compte d'une décote de taille sur ED SCA par rapport aux sociétés comparables de notre échantillon, considérant que le Groupe présente un volume d'activité assez proche de celui des sociétés auxquelles nous le comparons. La prise en compte d'une telle décote viendrait en tout état de cause minorer la valeur unitaire du titre ED SCA.

Par référence à cet échantillonnage de multiples boursiers et à un endettement net concordant avec celui pris en compte en DCF (§ 3.3.2), à la différence près des intérêts minoritaires que nous recalculons en fonction des valeurs obtenues en approche comparative, la valorisation analogique du titre ED SCA par les multiples boursiers conduit aux valeurs suivantes :

- la valeur des capitaux propres d'ED SCA est comprise entre **480 M€** et **706 M€** ;
- sur la base de 783.364.900 titres (§ 1.5), la valeur centrale du titre ED SCA de **0,70 €** s'inscrit dans une fourchette de 0,61 € à 0,90 € extériorisant une prime de 0,35 € (38,8%) à 0,64 € (104,9%) en comparaison du Prix de l'Offre de 1,25 €.

3.5. Incidence de la valeur des actifs immobiliers

A titre de recoupement, nous avons envisagé, d'après les informations dont nous disposons sur la valeur des actifs immobiliers, de réévaluer l'actif net consolidé d'ED SCA au 30 septembre 2014, qui du fait des déficits accumulés, est négatif à concurrence de (167,1 M€).

¹¹⁴ Nous avons retraité à des fins de « calendarisation » les multiples d'Oriental Land, dont la date de clôture des comptes est le 31 mars, en décalage de 6 mois par rapport à la date de clôture des comptes d'ED SCA qui intervient le 30 septembre.

3.5.1. *Principes méthodologiques*

Nous avons simulé une cession des actifs immobiliers immédiatement suivie de leur location à des conditions de marché. En dehors de la valeur actualisée de l'économie d'impôt attachée aux reports déficitaires (§ 3.3.7), il ne nous a été signalé aucun élément d'exploitation ou hors exploitation non intégré dans les états financiers ou susceptible de faire varier l'actif net consolidé. Dans le cadre de notre analyse, nous avons considéré qu'ED SCA était dans une situation de continuité d'exploitation.

Cette méthode se substitue à l'Actif Net Réévalué (« ANR »).

3.5.2. *Caractéristiques immobilières du Groupe*

Le Groupe a retenu l'option de comptabilisation des immobilisations corporelles et des immeubles de placement¹¹⁵ au coût historique. Des tests de dépréciation d'actifs visant à s'assurer de l'absence de surévaluation des actifs immobilisés sont effectués à chaque clôture annuelle. Ces tests portent sur la valorisation par unités génératrices de trésorerie qui correspondent aux deux secteurs d'activités du Groupe (§ 2.1.2) :

- les activités touristiques (Parcs à thèmes, Hôtels, Disney Village et installations y afférentes) ;
- les activités de développement immobilier (droits fonciers sur la réserve de terrains disponibles autour du site et immeubles de placement liés à des baux à construction à long terme conclus avec des tiers).

Au 30 septembre 2014, le Groupe n'a comptabilisé aucune perte de valeur de ses immobilisations corporelles et immeubles de placement. Nous n'avons identifié aucune raison de modifier le montant du passif tel qu'il figure dans les comptes à la dernière clôture.

Dans ces conditions, nous nous sommes interrogés essentiellement sur la nature des actifs immobiliers susceptibles de contribuer à la réévaluation de l'actif net consolidé au 30 septembre 2014 en fonction des plus ou moins-values latentes identifiables sur :

- les immobilisations corporelles comprenant notamment les installations des Parcs à thèmes, les Hôtels et les infrastructures de Disney Village ;

¹¹⁵ Les immeubles de placement sont en lien avec les terrains faisant l'objet d'un bail à construction, notamment pour les hôtels associés (à titre d'exemples : Vienna International – Dream Castle Hotel et Magic Circus Hotel, Algonquin – Explorers Hotel, Kyriad Hotel, B&B Hotel).

- les droits fonciers¹¹⁶ et activités liées dont les droits d'acquisition des terrains non aménagés situés autour du site ;
- les immeubles de placement.

3.5.3. *Documentation disponible*

Le Groupe a procédé récemment à des évaluations internes :

- de son parc hôtelier selon la méthode de capitalisation des revenus *via* un taux de rendement moyen des loyers résultant de l'observation des taux pratiqués sur le marché immobilier pour un actif similaire ;
- des « options » d'achat de terrains basées selon l'approche de la cession des droits de construction¹¹⁷ à l'horizon 2022 pour les phases 2 à 4 (§ 2.1.1) et 2035 pour les phases ultérieures 5 et 6 ;
- de certains terrains faisant l'objet d'un bail à construction pour les hôtels associés intégrés dans les immeubles de placement selon une approche de valorisation à partir des baux à construction¹¹⁸.

Entre 2010 et 2012, l'ensemble des immobilisations corporelles a par ailleurs été estimé à dire d'expert en valeur à neuf¹¹⁹ pour le calcul des primes d'assurance des bâtiments et matériels.

En outre, une expertise immobilière externe récente porte sur les murs des Hôtels¹²⁰.

Nous avons fait procéder, par un expert immobilier que nous avons nous-mêmes mandaté, à une revue indépendante de l'ensemble de cette documentation mise à notre disposition, et à des diligences nous permettant de porter les appréciations suivantes.

¹¹⁶ Les droits fonciers portent sur le développement du site aux termes de la Convention et de l'Avenant n°8 qui stipulent l'existence d'un droit de préférence au profit d'EDA SCA et de la société Les Villages Nature de Val d'Europe SAS.

¹¹⁷ "The sale of building rights approach".

¹¹⁸ "The ground lease approach".

¹¹⁹ La notion d'assurance en valeur à neuf s'entend sans déduction de la dépréciation et de la vétusté.

¹²⁰ Dans l'éventualité de la mise en œuvre d'un bail commercial, dont aucun terme n'est connu à ce jour.

3.5.4. Synthèse

Après exploitation de l'ensemble de cette documentation, et dans la perspective de continuité de l'exploitation permise par la Recapitalisation, nos constats sont les suivants.

3.5.4.1. Parcs à thèmes et infrastructures de Disney Village

Les Parcs à thèmes constituent des actifs entièrement configurés au modèle développé sous la marque Disney, de sorte que leur exploitation actuelle ne peut être confiée qu'à une filiale de TWDC¹²¹. La cession des Parcs à thèmes en vue de leur location ne pourrait donc s'envisager qu'en contrepartie d'une opération de *lease back* qui supposerait un loyer très élevé couvrant à la fois le risque d'exploitation¹²² et le coût financier, et qui grèverait davantage l'exploitation du Groupe, en l'état déjà déficitaire.

Le même raisonnement vaut pour les infrastructures de Disney Village, dont l'exploitation, au même titre que celle des Parcs à thèmes, ne peut être envisagée sans la marque Disney.

3.5.4.2. Hôtels

Nous nous sommes placés dans l'hypothèse d'une externalisation des murs des Hôtels, malgré l'interdépendance entre l'activité hôtelière et celle des Parcs à thèmes, la capacité d'accueil des Hôtels proportionnée à la fréquence des Parcs à thèmes, et la nécessité d'obtenir l'autorisation de TWDC d'exploiter les Hôtels sous une autre enseigne.

Sur cette base, en approches de valorisation intrinsèque et analogique, et dans une optique de continuité d'exploitation, nous avons examiné l'incidence de l'externalisation après impôt des murs des Hôtels et la prise en compte d'un loyer afférent à leur location, en nous référant :

- d'une part, à l'évaluation des Hôtels telle qu'elle ressort de l'expertise immobilière externe diligentée par ED SCA (§ 3.5.3), et dont nous considérons qu'elle correspond à une valeur maximale,
- et d'autre part, aux taux de rendement de marché.

¹²¹ L'exploitation sous une enseigne différente nécessiterait la reconfiguration totale des Parcs à thèmes qui n'est pas chiffrable.

¹²² Eventualité d'un arrêt d'exploitation des Parcs à thèmes ou incapacité du Groupe à honorer le versement des loyers jusqu'à échéance du contrat de *lease back*.

Nous avons tenu compte des dispositions statutaires d'EDA SCA¹²³ et de la convention technique et administrative entre EDA SCA et EDL Hôtels SCA¹²⁴, prévoyant la rétrocession à ED SAS, gérant d'ED SCA, d'EDA SCA et d'EDL Hôtels SCA, d'une partie du revenu net avant impôt provenant de la vente d'un hôtel.

Les valeurs médianes et centrales du titre ED SCA qui en résultent restent inférieures au Prix de l'Offre :

- DCF : **0,32 €** par action, dans une fourchette de 0,28 € à 0,38 € extériorisant une prime de 0,87 € (229%) à 0,97 € (346%) en comparaison du Prix de l'Offre de 1,25 € ;
- Multiples boursiers : **0,73 €** par action, dans une fourchette de 0,59 € à 1,01 € extériorisant une prime de 0,66 € (112%) à 0,24 € (24%) en comparaison du Prix de l'Offre de 1,25 €.

En l'occurrence, cette approche se substitue à l'ANR.

3.5.4.3. *Droits fonciers*

La Convention prévoit le développement immobilier autour du Parc sur une surface de plus 2.200 hectares. La Société a procédé à l'évaluation des droits fonciers liés au programme de développement immobilier suivant les termes de l'avenant n°8 à la Convention signé en septembre 2010 (§ 2.1.2). Les trois premières phases d'aménagement ont permis le développement d'environ la moitié de cette surface disponible à la création d'Eurodisneyland ; la phase 4, désormais actée (§ 2.1.2), et les phases ultérieures 5 et 6 encadreront le développement immobilier et l'aménagement urbain autour du Parc jusqu'en 2030, le Groupe s'étant engagé à contractualiser les derniers projets à cette échéance, et leur mise en œuvre étant prévue jusqu'en 2035.

En tenant leur exercice pour acquis¹²⁵, les droits fonciers ont été évalués par une actualisation, au taux utilisé uniformément par ED SCA pour les différents projets du Groupe, des flux qu'ils généreront¹²⁶. Nous avons effectué des analyses de sensibilité aux différents paramètres structurants de cette évaluation, notamment au taux d'actualisation, en faisant tendre ce dernier vers des taux de capitalisation

¹²³ Propriétaire de 2 hôtels.

¹²⁴ Propriétaire de 5 hôtels.

¹²⁵ Le non-respect par la Société des engagements pris aux termes de la Convention annihilerait la valeur des droits fonciers (§ 2.1.1.2) ; le terme d'« option » (§ 3.5.3) usité au sein de la Société pour désigner le développement de la réserve foncière ne peut donc être assimilé à un choix de sa part.

¹²⁶ Revenus fonciers sous déduction du prix d'acquisition des terrains, des frais notariés et des charges engagées.

usuellement admis dans l'immobilier. L'impact haussier lié à l'utilisation d'un taux d'actualisation propre à un actif immobilier, en comparaison du taux conventionnel utilisé au sein du Groupe, est peu significatif.

Cette activité de promotion immobilière exercée par ED SCA sur l'Emprise foncière, qui contribue marginalement aux revenus et à la marge nette du Groupe, est par ailleurs déjà prise en compte dans le *Business plan* que nous avons exploité dans nos approches de valorisation en DCF (§ 3.3) et par les multiples boursiers (§ 3.4) qui, en l'occurrence, se substituent à l'ANR.

La valorisation des droits fonciers en DCF et selon le modèle utilisé par ED SCA est concordante.

3.5.4.4. Immeubles de placement

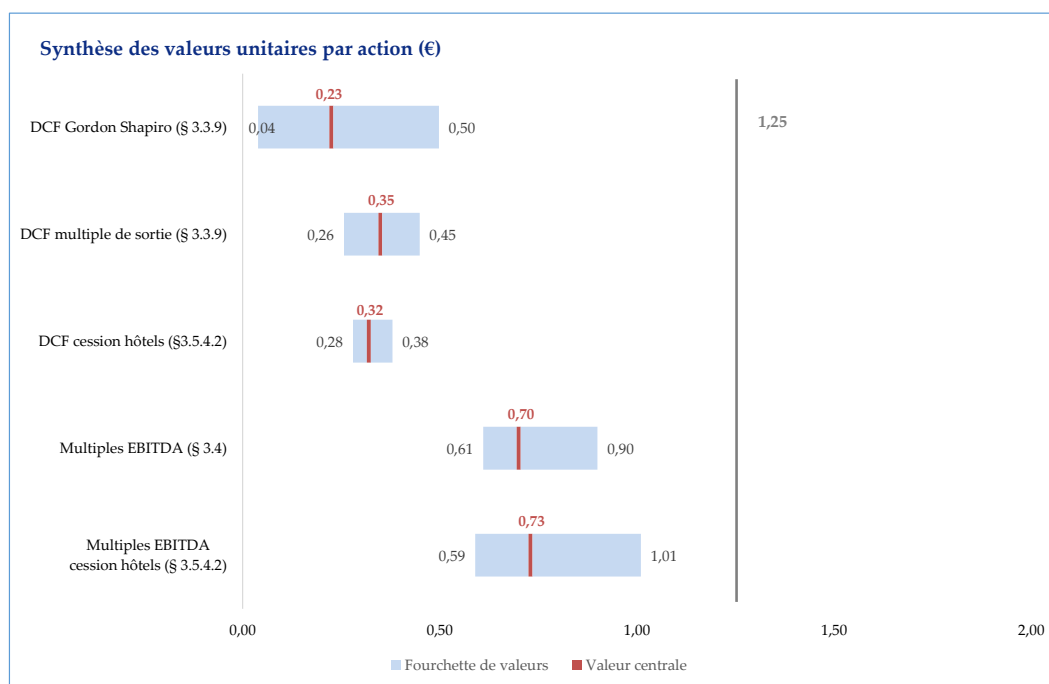
Au vu des caractéristiques des baux à construction se rapportant aux immeubles de placement¹²⁷, le différentiel entre la valeur réelle et la valeur comptable de ces immeubles au 30 septembre 2014¹²⁸ ne remet pas en cause notre évaluation du titre ED SCA.

¹²⁷ Dont les hôtels associés ainsi que les installations dans Disney Village et près du centre commercial du Val d'Europe.

¹²⁸ Pour mémoire, la valeur comptable des immeubles de placement au 30 septembre 2014 est relativement faible (16,6 M€).

4. SYNTHÈSE DES APPROCHES D'ÉVALUATION

Le tableau ci-dessous résume les valeurs unitaires du titre ED SCA avant l'Offre :



L'ensemble des approches d'évaluation que nous avons mises en œuvre nous conduisent à une valeur unitaire de l'action ED SCA **inférieure au Prix de l'Offre de 1,25 €** et à des primes de 0,24 € à 1,21 € en comparaison du Prix de l'Offre.

Le cours de bourse et le cours cible sont cohérents avec le Prix de l'Offre.

5. OBSERVATIONS SUR LES ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE L'OFFRE PAR L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR

Nous avons examiné les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre par l'Etablissement présentateur.

La comparaison avec nos travaux de valorisation fait ressortir les principaux points suivants, étant précisé en liminaire que BNP Paribas se réfère à des données de marché précédant l'annonce de l'Opération (3 octobre 2014), pour le calcul du taux d'actualisation en valorisation intrinsèque (§ 5.2) et des capitalisations boursières sur 1 mois sous-tendant les multiples de sociétés comparables¹²⁹ (§ 5.3), alors que nous avons appréhendé ces paramètres au 30 janvier 2015.

5.1. Endettement net

Hors intérêts minoritaires, BNP Paribas a retenu un endettement net *post* Opération de 688 M€, identique à celui que nous avons déterminé, par référence à l'impact du projet de Recapitalisation sur la réduction de la dette nette (§ 3.3.2).

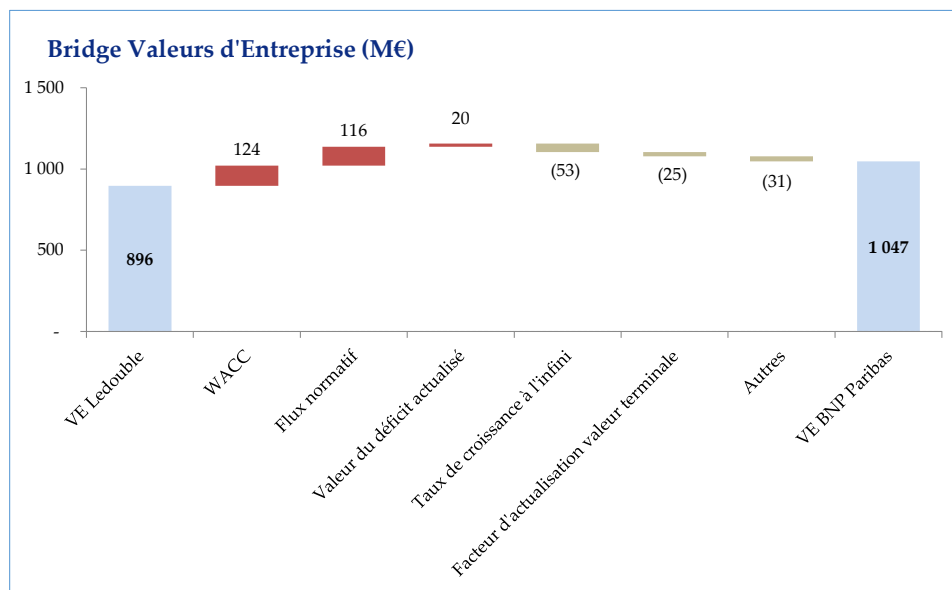
Le montant des intérêts minoritaires (65 M€) intégré par l'Etablissement présentateur dans l'endettement net se différencie de celui que nous avons calculé (32 M€) par l'écart entre nos valorisations respectives en DCF ; nous avons effectué un calcul itératif permettant d'affiner la valorisation des intérêts minoritaires à partir de notre modélisation en DCF.

Il en résulte un endettement net de 753 M€ pour BNP Paribas *versus* 719 M€ pour Ledouble.

5.2. Valorisation intrinsèque

De façon schématique, l'écart entre nos valeurs d'entreprise respectives en DCF s'analyse comme suit :

¹²⁹ BNP Paribas a retraité à des fins de « calendarisation » les multiples des comparables dont la date de clôture des comptes est en décalage par rapport celle d'ED SCA qui intervient le 30 septembre.



5.2.1. Taux d'actualisation

Les composants du taux d'actualisation, que l'Etablissement présentateur détermine comme nous selon la formule du MEDAF, par approche directe à partir du risque associé à l'actif économique, sont les suivants :

Comparaison WACC		
Composants	Ledouble	BNP Paribas
Taux sans risque	0,7%	0,92%
Beta actif économique	1,0	0,88
Prime de marché	8,3%	7,1%
Prime de risque pays	n/a	0,3%
Prime de taille	-	0,7%
WACC direct	9,0%	8,2%

BNP Paribas a recours à un taux sans risque sur la zone euro, qui entraîne l'application d'une prime pays de 0,3%, tandis que nous raisonnons sur des OAT françaises.

La moyenne des betas diffère également par la composition du panel de comparables boursiers auquel elle se réfère :

- BNP Paribas retient des betas prospectifs sur son panel de comparables boursiers élargi, par rapport au nôtre, à des enseignes hôtelières, en retenant à proportion de 60% la moyenne des betas des comparables sur l'activité des parcs à thèmes et stations de ski, et à proportion de 40% la moyenne des betas des comparables sur l'activité hôtelière (§ 5.3) ;

- nous avons pour notre part restreint le calcul moyenné des betas à une base historique, à partir de notre propre échantillon de comparables, qui ne comprend que des groupes exerçant leurs activités principalement dans le créneau des parcs de loisirs et seulement accessoirement dans celui des stations de ski¹³⁰ (§ 5.3).

La source de la prime de risque de l'Etablissement présentateur est Associés en Finance ; nous avons utilisé notre propre base de données pour déterminer cette prime.

La décote de taille appliquée en dernier lieu par BNP Paribas dans le calcul du taux d'actualisation s'appuie sur le différentiel de flottant entre les comparables et la Société ; nous n'avons pas appliqué de décote de cette nature, ce qui toutes choses égales par ailleurs, augmente la valeur du titre ED SCA en DCF.

5.2.2. *Flux normatif*

Le flux récurrent sous-tendant le calcul par BNP Paribas de la valeur terminale intègre notamment une variation de BFR positive prolongeant celle des dernières années du *Business plan*, en rapport du chiffre d'affaires (0,5%) tandis que la valeur terminale telle que nous la calculons se fonde sur un résultat d'exploitation fiscalisé¹³¹.

5.2.3. *Valorisation de l'économie d'impôt attachée au déficit fiscal*

L'écart lié à la valeur à terme du déficit fiscal (105 M€ pour BNP Paribas *versus* 85 M€ pour Ledouble) tient à l'effet conjugué, d'une part, du différentiel de taux d'actualisation commenté ci-dessus (§ 5.2.1) et, d'autre part, du taux d'imposition retenu de part et d'autre :

- nous limitons l'imposition, sur la durée du *Business plan* et au-delà, à 34,43% en majorant le taux de droit commun de 33,33% de la seule contribution sociale de 3,3% (§ 3.3.3.4) ;
- BNP Paribas se réfère à un taux d'imposition de 38,1% sur la période explicite de prévisions du *Business plan* reconduisant pluri-annuellement la contribution exceptionnelle de 10,7% sur l'impôt sur les sociétés actuellement

¹³⁰ Compagnie des Alpes.

¹³¹ Nous considérons comme nuls (ou peu significatifs), tant le différentiel entre les dotations aux amortissements et les investissements, que la variation de BFR, dans le passage entre l'excédent brut d'exploitation (EBITDA) à partir duquel sont déterminés les flux de trésorerie de la période explicite de prévisions du *Business plan*, et le flux de trésorerie fiscalisé.

en vigueur, et de 36,1% au-delà, en tablant sur le retour de cette contribution exceptionnelle sur l'impôt sur les sociétés à 5%.

5.2.4. Taux de croissance perpétuelle

Le taux de croissance à l'infini a été retenu à 1,5% par BNP Paribas ; nous tablons sur un taux supérieur, à 2%.

5.2.5. Facteur d'actualisation de la valeur terminale

En partant d'un facteur d'actualisation¹³² de 0,5 pour 2015, le facteur d'actualisation du en année terminale (*i.e.* après 2023) ressort à 9,5 dans le modèle DCF de BNP Paribas ; nous l'avons fixé à 9, ce qui toutes choses égales par ailleurs, augmente également la valeur du titre ED SCA en DCF.

5.2.6. Autres

Les autres éléments du *bridge* (31 M€) recouvrent l'incidence des hypothèses respectives de variation de BFR sur la période explicite de prévisions du *Business plan* (14 M€) et du différentiel de taux d'imposition compte tenu de la limitation de l'imputation annuelle des reports déficitaires (10 M€) (§ 3.3.7).

5.3. Valorisation analogique

Comme annoncé ci-avant (§ 5.2.1), BNP Paribas a dédoublé son panel de comparables en retenant la moyenne des multiples à proportion de 60% pour le segment des parcs à thèmes et stations de ski¹³³, et de 40% pour le segment hôtelier¹³⁴, cette répartition étant censée se rapprocher de la contribution respective et durable des Parcs à thèmes et des Hôtels (considérés en l'occurrence comme étant les deux principaux contributeurs), aux activités du Groupe¹³⁵. Nous observons la relative homogénéité des multiples d'EBITDA issus de ces deux segments (de l'ordre de 9x – 10x), dont BNP Paribas tire la moyenne pour calculer la valeur d'entreprise du Groupe à l'horizon 2015 – 2016.

¹³² Puissance à laquelle $(1 + \text{taux d'actualisation})$ est élevé pour l'actualisation des flux de trésorerie de la période explicite de prévisions du *Business plan* et de la valeur terminale au-delà de cette période.

¹³³ Cedar Fair, Compagnie des Alpes, Merlin Entertainment, Oriental Land, Seaworld, Six Flags, Vail Resort.

¹³⁴ Accor, InterContinental Hotel Group, Melia Hotels International, Millennium & Copthorne Hotels, NH Hotel Group et Whitbread.

¹³⁵ La répartition 60% pour les Parcs à Thèmes / 40% pour les Hôtels est globalement en ligne avec celle du chiffre d'affaires trimestriel de l'exercice 2015 (respectivement 58% et 40%).

Pour les raisons qui nous ont conduits à écarter le principe d'une valorisation en somme des parties (§ 3) et afin de refléter la prévalence de l'activité Parcs à thèmes au sein du Groupe, nous avons constitué un panel unique de parcs de loisirs¹³⁶ dont certains comprennent des activités hôtelières et/ou immobilières, et qui se recoupe avec le segment des parcs à thèmes sélectionné par l'Etablissement présentateur¹³⁷ ; les multiples d'EBITDA issus de notre panel, que nous appréhendons en médiane¹³⁸, pour le calcul de la valeur d'entreprise à l'horizon 2015 – 2017, sont en définitive voisins de ceux de l'échantillon plus large de l'Etablissement présentateur¹³⁹.

5.4. Synthèse

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux de l'Etablissement présentateur est résumée ci-après.

Synthèse des valeurs unitaires (€)	Ledouble			Etablissement présentateur		
	Borne basse	Valeur centrale	Borne haute	Borne basse	Valeur centrale	Borne haute
DCF Gordon Shapiro	0,04	0,23	0,50	0,30	0,38	0,45
DCF Multiples de sortie	0,26	0,35	0,45	-	-	-
DCF Cession hôtels	0,28	0,32	0,38	-	-	-
Multiples boursiers EBITDA	0,61	0,70	0,90	0,49	0,52	0,54
Multiples boursiers EBITDA / cession hôtels	0,59	0,73	1,01	-	-	-

¹³⁶ Seule Compagnie des Alpes renvoie explicitement à l'activité de station de ski.

¹³⁷ BNP Paribas y a ajouté la station de ski Val Resorts aux Etats-Unis, mais n'a pas retenu Tivoli.

¹³⁸ Afin de pondérer l'incidence des quelques extrêmes.

¹³⁹ La différence de date dans le décompte des capitalisations boursières sur 1 mois des sociétés comparables entre BNP Paribas (date précédant l'annonce de l'Opération, au 3 octobre 2014) et Ledouble (date la plus récente, au 30 janvier 2015) explique la distorsion des multiples sur Oriental Land (société japonaise).

6. APPRÉCIATION DE L'ÉGALITÉ DE TRAITEMENT DES ACTIONNAIRES

Pour les besoins de l'appréciation du Prix de l'Offre et en considérant comme relevant d'opérations connexes (« **Opérations connexes** ») l'Augmentation de capital avec DPS, les Augmentations de capital réservées et le Droit d'acquérir des actions de la Société (§ 1.3), nous transposons dans cette dernière partie celle du Premier Rapport, en resituant l'Offre dans le contexte global de l'Opération.

Nous nous sommes assurés préalablement de la réalité des créances incorporées au capital d'ED SCA qui sous-tendent les Augmentations de capital réservées, et concluons *in fine* à l'égalité de traitement des actionnaires assurée par l'enchaînement de chacune des étapes de l'Opération, depuis l'Augmentation de capital avec DPS jusqu'au Droit d'acquérir des actions de la Société.

6.1. Support des Augmentations de capital réservées

Le principe de paiement du Prix de conversion par compensation avec la créance de 492 M€ détenue sur ED SCA par EDI SAS et EDLC SAS, à la suite de l'acquisition par ED SCA de créances détenues sur EDA SCA par EDI SAS et EDLC SAS, nous a conduits à nous interroger sur l'évaluation de cette créance.

Nous ne disposons pas à la date de l'Attestation d'équité, de l'avis des commissaires aux comptes d'ED SCA sur le caractère liquide et exigible de ladite créance. Pour autant, nous retenons de plusieurs décisions de juridictions de fond¹⁴⁰ rendues sur la problématique de la valeur de créances incorporées au capital, en écho à l'arrêt du 7 février 1972 de la Cour de cassation¹⁴¹, chambre commerciale (« **l'Arrêt** »), confirmé par les consultations juridiques qui ont été mises à notre disposition par la Société, que la valeur nominale d'une créance incorporée au capital est justifiée¹⁴², et ce même dans le contexte d'un plan de continuation d'entreprise en difficulté¹⁴³.

¹⁴⁰ Cour d'Appel de Versailles, 25 octobre 1990 ; Cour d'Appel d'Aix-en-Provence, 9 avril 1992.

¹⁴¹ Au motif, dans le cas de la société à responsabilité limitée (la « **SARL** ») visée par l'Arrêt que « *rien ne s'oppose à ce que la valeur des parts sociales souscrites soit réglée par compensation avec la créance du souscripteur sur la SARL, puisque rien ne s'opposerait, en cas de versement en espèces, à ce que la société règle aussitôt avec les fonds reçus du souscripteur le passif dont elle était tenue* ». [En ligne], <http://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?idTexte=JURITEXT000006986823> [référence du 30 janvier 2015].

Cette décision est transposable aux sociétés par actions telles que ED SCA et EDA SCA.

¹⁴² Le même raisonnement trouve à s'appliquer dans le cas des augmentations de capital souscrites par EDI SAS et EDLC SAS par compensation avec la créance de 108 M€ détenue conjointement par ces deux sociétés sur EDA SCA (§ 1.3).

¹⁴³ Fargues, M. (2011). La conversion de créance en capital, pp. 17-24. [En ligne], <http://mja-paris2.webs.com/memoires2011.htm>

En outre, le Prix de conversion de 1,25 € déterminant le nombre d'actions émises par ED SCA en rémunération des Augmentations de capital réservées se situe au-dessus du seuil minimum du pair de 1 € ayant par ailleurs servi de référence à l'Augmentation de capital avec DPS, et correspond à la valeur théorique ex-droit de l'action ED SCA sur la base du cours avant annonce du 6 octobre 2014.

Au vu de ces développements, nous n'avons pas eu d'observation à formuler dans le Premier Rapport sur le support des Augmentations de capital réservées constitué par la créance de 492 M€ détenue conjointement sur ED SCA par EDI SAS et EDLC SAS.

6.2. Economie générale de l'Opération

Nous considérons dans notre appréciation du Prix de l'Offre que l'ensemble des opérations connexes en amont¹⁴⁴ et en aval¹⁴⁵ de l'Offre forment avec elle un tout indissociable, dont nous nous sommes assurés qu'il respectait *in fine* le principe d'égalité de traitement des actionnaires, compte-tenu des éléments suivants :

- nous constatons qu'en faisant valoir leurs droits tout au long de l'Opération, les actionnaires minoritaires d'ED SCA bénéficieront des mêmes conditions financières qu'EDI SAS et EDLC SAS et verront leurs intérêts préservés, en termes de maintien tant de leur patrimoine¹⁴⁶ que de leur pourcentage de participation au capital de la Société¹⁴⁷ ;
- nous analysons le Droit d'acquérir des actions de la Société comme un dispositif permettant économiquement aux actionnaires qui sont exclus des Augmentations de capital réservées de bénéficier finalement de la situation dans laquelle ils se seraient trouvés s'ils avaient pu y participer directement *pari passu* et de manière égalitaire avec EDI SAS et EDLC SAS ; en effet, par le Droit d'acquérir des actions de la Société, la faculté leur est offerte d'acquérir, à proportion de la participation qu'ils auront conservée et au Prix de conversion, des actions ED SCA émises dans le cadre des Augmentations de capital réservées, avec pour effet de conduire EDI SAS et EDLC SAS à monétiser leurs créances à proportion des droits d'acquérir des actions de la Société exercés, de façon anticipée par rapport à l'échéance de ces créances ;

¹⁴⁴ Augmentation de capital avec DPS et Augmentations de capital réservées.

¹⁴⁵ Droit d'acquérir des actions de la Société.

¹⁴⁶ La valeur théorique du DPS est égale à la perte de valeur de chaque action ancienne par suite de l'émission d'actions nouvelles.

¹⁴⁷ Le Droit d'acquérir des actions de la Société préserve la situation de l'actionnaire ayant, d'une part, exercé ses droits irréductibles dans le cadre de l'Augmentation de capital avec DPS et, d'autre part, subi une dilution du fait des Augmentations de capital réservées.

- le calendrier de l'Opération donne aux actionnaires existants la possibilité d'anticiper les modalités de leur participation à l'Opération et de juger à chaque étape balisant cette Opération de l'opportunité qui leur est offerte de réinvestir au capital de la Société¹⁴⁸ ou de céder leurs actions et droits attachés ;
- les actionnaires ne souhaitant pas participer à l'Opération jusqu'à son terme auront pu choisir soit de souscrire en premier lieu à l'Augmentation de capital avec DPS, à titre irréductible et au prix de souscription de 1 €, avant d'apporter leurs titres à l'Offre au Prix de l'Offre de 1,25 €¹⁴⁹, soit de céder leurs actions et / ou leurs DPS au prix du marché ;
- l'Opération telle qu'elle est conçue protège les actionnaires qui y participent et, comme dans toute opération de cette nature, aura exposé ceux qui auront cédé leurs DPS aux fluctuations de marché de ces droits, étant observé que l'augmentation de capital avec DPS au prix du pair (1 €) confère *de facto* au DPS une valeur théorique de l'ordre de deux tiers du patrimoine de l'actionnaire existant (calculé par référence au cours de bourse de 3,46 € avant annonce de l'Opération) ; la caducité du DPS aura entraîné mécaniquement pour un actionnaire totalement inactif une perte de patrimoine significative.

En synthèse, les Opérations connexes, formant avec l'Offre un *continuum*, ne remettent pas en cause l'équité du Prix de l'Offre pour les actionnaires d'ED SCA existants.

¹⁴⁸ A titre indicatif, un actionnaire disposant d'une action à l'annonce de l'Opération, décaissera jusqu'à son terme environ 21 € (en sus de l'exercice de ses DPS).

¹⁴⁹ La fixation du prix de l'Offre au TERP garantit le capital des actionnaires existants.

7. ATTESTATION D'ÉQUITÉ

A l'issue de nos travaux de valorisation du titre ED SCA, nous sommes d'avis que le Prix de l'Offre de 1,25 € est équitable pour les actionnaires d'ED SCA.

Les Opérations connexes ne remettent pas en cause l'équité du Prix de l'Offre de 1,25 €.

Paris, le 12 février 2015

LEDOUBLE SAS

Olivier CRETTE

Agnès PINIOT

ANNEXES

- Programme de travail et rémunération de l'expert Annexe 1
- Principales étapes de l'Expertise Annexe 2
- Liste de personnes rencontrées et/ou contactées par l'expert Annexe 3
- Principales sources d'information exploitées Annexe 4
- Composition de l'équipe Ledouble Annexe 5
- Liste des expertises et analyses financières réalisées par Ledouble Annexe 6
- Présentation des comparables Annexe 7
- *Gearing* des comparables Annexe 8

Annexe 1 : Programme de travail et rémunération de l'expert

1. Travaux préliminaires et prise de connaissance

- Revue de presse et recherches documentaires
- Analyse de l'Opération et de son cadre juridique
- Etude de l'évolution historique du titre de la Société et des objectifs de cours
- Entretiens avec la Direction et des représentants des Initiateurs
- Entretiens avec l'analyste en charge du suivi du titre
- Echanges avec les Conseils sur les bases de valorisation du titre et sur les modalités de l'Opération

2. Travaux de valorisation

- Revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants au travers des publications sur le site de la Société, des décisions d'assemblées générales, des rapports de gestion et des délibérations du Conseil de surveillance
- Constitution d'un panel de sociétés comparables
- Recherche de transactions comparables
- Analyse détaillée du *Business plan* en regard du plan d'affaires 2012 et des réalisations
- Etude de la documentation disponible sur la valorisation des actifs immobiliers
- Evaluation multicritères et comparaison avec les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre par l'Etablissement présentateur

3. Analyse des solutions alternatives de refinancement

- Entretiens avec la Direction et les Conseils
- Appréciation des solutions alternatives de refinancement en comparaison des modalités de l'Opération

4. Expertise

- Réunions et entretiens téléphoniques
- Rédaction d'une lettre de mission adressée aux membres du Conseil de surveillance
- Rédaction d'une proposition de lettre d'affirmation à l'attention des dirigeants d'ED SCA et de TWDC
- Rédaction du Premier Rapport et du Second Rapport
- Administration et supervision de la mission

5. Rémunération

Le montant global des honoraires aux termes des lettres de mission de Ledouble en date du 6 octobre 2014 et du 23 octobre 2014 relatives à notre intervention au titre respectivement de l'article 261-1. I (Second Rapport) et de l'article 261-2 (Premier Rapport) du règlement général de l'AMF s'établit entre 320.000 € et 390.000 € (hors taxes et débours), en fonction du temps passé.

Annexe 2 : Principales étapes de l'Expertise

⇒ Semaines du 8 septembre 2014 au 5 octobre 2014

- Contacts préalables avec des membres du Conseil de surveillance et des représentants de la Société, des Initiateurs et des Conseils
- Exploitation des informations publiques
- Examen de la documentation relative au projet de Recapitalisation
- Premières requêtes documentaires
- Exploitation de la documentation disponible sur la plateforme électronique mise à notre disposition en réponse à nos premières requêtes documentaires
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans nos bases de données
- Désignation de l'expert indépendant par le Conseil de surveillance et lettre de mission¹⁵⁰
- Contacts avec l'expert en charge de l'appréciation du Prix de souscription

⇒ Semaines du 6 octobre 2014 au 19 octobre 2014

- Analyse de l'évolution du cours de bourse de la Société
- Constitution d'un panel de comparables boursiers
- Recherche de transactions comparables
- Exploitation des informations disponibles comprenant le *Business plan* et mise en œuvre de l'évaluation multicritères
- Rédaction de notes techniques internes
- Etude de la documentation juridique relative à l'Opération
- Contacts, réunions et entretiens avec la Direction et les Conseils
- Requetes documentaires complémentaires

¹⁵⁰ Au titre de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF.

⇒ **Semaines du 20 octobre 2014 au 2 novembre 2014**

- Complément à la lettre de mission
- Contacts, réunions et entretiens avec la Direction et les Conseils
- Visite du site
- Requêtes documentaires complémentaires

⇒ **Semaines du 3 novembre 2014 au 16 novembre 2014**

- Désignation de l'expert indépendant par le Conseil de surveillance et lettre de mission¹⁵¹
- Exploitation des informations disponibles comprenant des éléments de valorisation des actifs immobiliers
- Réunion avec l'analyste en charge du suivi du titre
- Contacts, réunions et entretiens avec les Conseils
- Rédaction du projet de lettre de confort mentionnée dans l'annonce de l'Opération
- Requêtes documentaires complémentaires

⇒ **Semaines du 17 novembre 2014 au 30 novembre 2014**

- Examen du projet de document de référence 2014
- Etude du projet de Note d'Opération
- Emission de la lettre de confort mentionnée dans l'annonce de l'Opération
- Rédaction du projet de Premier Rapport
- Rencontre avec un actionnaire en désaccord avec les modalités de l'Opération

¹⁵¹ Au titre de l'article 261-2 du règlement général de l'AMF.

⇒ **Semaines du 1^{er} décembre 2014 au 24 décembre 2014**

- Finalisation des travaux et levée des points en suspens
- Contacts, réunions et entretiens avec la Direction et les Conseils
- Propositions de lettres d'affirmation
- Transmission du projet de Premier Rapport
- Délivrance du Premier Rapport en date du 19 décembre 2014 en vue de son insertion dans la Note d'Opération
- Ajout d'informations complémentaires au texte du Premier Rapport en date du 19 décembre 2014
- Emission du Premier Rapport dans sa version définitive en date du 24 décembre 2014

⇒ **Semaines du 12 janvier 2015 au 1^{er} février 2015**

- Examen des résolutions de l'assemblée générale annuelle du 13 janvier 2015 et de la documentation mise à la disposition des actionnaires dans la perspective de cette assemblée
- Contacts et entretiens avec la Direction, les Conseils et l'Etablissement présentateur
- Requêtes documentaires complémentaires
- Examen des projets successifs de note d'information des Initiateurs
- Examen des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre des Initiateurs par l'Etablissement présentateur

⇒ **Semaines du 2 février 2015 au 12 février 2015**

- Finalisation des travaux de revue de la valeur des actifs immobiliers du Groupe
- Actualisation de l'évaluation multicritères et comparaison avec les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre par l'Etablissement présentateur
- Rédaction du projet de Second Rapport
- Contacts et entretiens avec la Direction, les Conseils et l'Etablissement présentateur
- Restitution finale des travaux de l'expert immobilier mandaté par l'expert indépendant
- Levée des points en suspens
- Transmission du projet de Second Rapport
- Examen du projet de note d'information en réponse de la Société
- Réunion avec les membres du Comité d'audit et le Président du Conseil de surveillance
- Délivrance de l'Attestation d'équité en vue du Conseil de surveillance et du dépôt de la note d'information en réponse de la Société

Annexe 3 : Liste des principales personnes rencontrées et/ou contactées par l'expert

1) SOCIETE

Virginie Calmels	Président du Conseil de surveillance
Philippe Geslin	Membre du Conseil de surveillance, Président du Comité d'audit
Valérie Bernis	Membre du Conseil de surveillance et du Comité d'audit
Mark Stead	<i>Chief Financial Officer</i>
Gilles Dobelle	<i>Vice President & General Counsel</i>
Lydie Boussard	<i>Assistant Chief Counsel, Corporate & Finance</i>
Guy Gerard	<i>Director Corporate Controllershship and Tax</i>
Christelle Delattre	<i>Senior Manager Controllershship, Consolidation and Accounting Standards</i>
Sandrine Haubourg	<i>Senior Manager Finance</i>
Nicole Lopez	<i>Vice President, Corporate Business Planning – Investor Relations</i>
Sophie Maguer	Directeur Risques et Assurances
Marc Merlini	Directeur Trésorerie
Vincent Cantaert	Adjoint de direction – Hôtel Sequoia Lodge
Lars Hallier	Adjoint de direction – Hôtel Newport Bay Club

2) TWDC

Christine McCarthy	<i>Executive Vice President, Corporate Real Estate, Alliances and Treasurer</i>
Dan Grossman	<i>Vice President, Corporate Finance</i>
Melody Moon	<i>Manager, Corporate Finance</i>

3) *CONSEILS*

Morgan Stanley

Frédéric Proust *Executive Director*

Louis Petracco *Associate*

Sullivan & Cromwell LLP

Patrick Bonvarlet *Senior Counsel*

Catherine Naroz *Associate*

Marine Le Quillec *Associate*

Moelis & Company

Kent Savagian *Managing Director*

Himanshu Agrawal *Vice President*

Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP

Marie-Laurence Tibi *Partner*

Fabrice Baumgartner *Partner*

Florent Patoret *Associate*

4) *ANALYSTE*

Oddo

Harold de Decker *Financial Analyst*

5) *EQUITY ADVISOR*

Rothschild

Guillaume Moinet *Gérant*

6) *EXPERT*¹⁵²

JPA

Jacques Potdevin	Associé
Richard Bonnet	Associé
Sabine Wagner	Analyste

7) *ETABLISSEMENT PRESENTATEUR*

BNP PARIBAS

Marc Demuth	<i>Managing Director</i>
Eric Dupau	<i>Managing Director</i>
Olivier Fabas	<i>Vice President</i>
Mathieu Zeisser	<i>Analyst</i>

¹⁵² En charge de l'appréciation du Prix de souscription.

Annexe 4 : Principales sources d'information exploitées

Documentation relative à l'Opération

Informations juridiques¹⁵³

- Projet de ligne de crédit renouvelable de 350 M€ (22 septembre 2014)
- Projets de contrats de *backstop* (25 septembre 2014) et de cessions de créances préalables aux Augmentations de capital réservées (26 septembre 2014)
- Proposition de Recapitalisation adressée par TWDC à ED SCA (3 octobre 2014)
- Mémoire juridique sur l'Opération (3 octobre 2014) et avis juridique délivré à ED SCA (1^{er} octobre 2014)
- Extrait des délibérations des réunions des conseils de surveillance d'ED SCA et d'EDA SCA du 5 octobre 2014
- Communiqué de presse du 6 octobre 2014
- Communiqué de presse du 6 novembre 2014
- Note d'Opération
- Résolutions de l'Assemblée générale d'ED SCA du 13 janvier 2015
- Réponses aux questions écrites des actionnaires présentées lors de l'assemblée générale d'ED SCA du 13 janvier 2015

Informations financières

- Eléments de discussion sur l'Opération (2 septembre 2014 et 16 septembre 2014), et éléments complémentaires (4 octobre 2014)
- Présentation de l'Opération à l'AMF (12 septembre 2014 et 4 août 2014)
- Analyse de l'Opération par l'expert en charge de l'appréciation du Prix de souscription (2 octobre 2014) et lettre d'équité (3 octobre 2014)
- Rapport du Comité d'audit au Conseil de surveillance sur la proposition de TWDC (5 octobre 2014)

¹⁵³ Dans l'ordre chronologique.

- Plan de communication de l'Opération *post* annonce (21 octobre 2014)
- Présentation du projet de Recapitalisation et de réduction de l'endettement du Groupe à l'Ecole de Bourse (novembre 2014)
- Eléments d'appréciation du Prix de l'Offre par les Initiateurs
- Informations et données exploitées par l'Etablissement présentateur pour la détermination du Prix de l'Offre
- Courriers d'un actionnaire adressés au Président d'Euro Disney SAS (13 octobre 2014, 20 octobre 2014, 24 novembre 2014, 25 novembre 2014, 27 novembre 2014, 28 novembre 2014, 30 novembre 2014, 4 décembre 2014, 5 décembre 2014, 7 décembre 2014, 11 décembre 2014, 15 décembre 2014, 16 décembre 2014, 17 décembre 2014, 24 décembre 2014, 5 janvier 2015, 7 janvier 2015) et réponse d'ED SCA du 2 décembre 2014

Documentation juridique

- Convention avec l'Etat signée le 24 mars 1987 et ses avenants
- Lettre d'accord du Ministère de l'Economie, des Finances et de la Privatisation en date du 24 mars 1987
- Contrat de développement entre ED SCA et Euro Disney SA (devenue Euro Disney SAS) en date du 28 février 1989 et demande de transfert du contrat de développement à EDA SCA en date du 21 février 2005
- Contrat de licence signé le 28 février 1989 et ses avenants
- Extraits Kbis d'ED SCA au 24 juillet 2014 et d'EDA SCA au 28 août 2014
- Statuts d'ED SCA au 12 mars 2014 et d'EDA SCA au 1er octobre 2013
- Décisions de la gérance d'ED SCA pour les exercices 2011 à 2013
- Rapports de gestion d'ED SCA pour les exercices 2011 à 2013
- Procès-verbaux des Conseils de surveillance d'ED SCA pour les exercices 2011 à 2013
- Procès-verbaux des Assemblées générales annuelles d'ED SCA pour les exercices 2011 à 2013

- Etats récapitulatifs des inscriptions d'ED SCA et d'EDA SCA au 18 septembre 2014
- Analyse « Titre au porteur indentifiable » (TPI) au 30 septembre 2014 (NASDAQ. *Shareholder Analysis Report* ED SCA, septembre 2014)

Documentation comptable et financière

Informations historiques

ED SCA

- Documents de référence d'ED SCA pour les exercices 2009 à 2014
- Rapports d'activité d'ED SCA pour les exercices 2009 à 2014
- Etats financiers consolidés d'ED SCA au 30 septembre 2014
- Rapport financier semestriel d'ED SCA pour le semestre clos le 31 mars 2014 ; Recensement des principaux litiges au 31 mars 2014
- Détail de l'origine et de la structure de la dette d'ED SCA
- Historique des *Royalties* et *Management fees* facturés par TWDC et ses filiales

EDA SCA, EDL Hôtels SCA, Euro Disney Commandité SAS

- Comptes annuels d'EDA SCA, d'EDL Hôtels SCA et d'Euro Disney Commandité SAS au 30 septembre 2014
- Rapports des commissaires aux comptes sur les comptes annuels d'EDA SCA pour les exercices 2011 à 2014
- Rapports des commissaires aux comptes sur les comptes annuels d'EDL Hôtels SCA pour les exercices 2011 à 2014
- Rapports des commissaires aux comptes sur les comptes annuels d'Euro Disney Commandité SAS pour les exercices 2011 à 2014

Informations prévisionnelles

- Prévisions d’atterrissage de résultat consolidé d’ED SCA au 30 septembre 2014
- *Business plan* (2014-2023) d’ED SCA (« *FY 14 Long Term Plan* ») et documentation y afférente ; analyses de sensibilité et étude de l’impact de l’attraction Ratatouille ; comparaison entre le *Business plan* et le plan d’affaires de 2012
- Notes de brokers les plus récentes

Informations de gestion

- *Proposed Asset Renovation Program, Discussion Document, May 2, 2014*
- *Guest Satisfaction Barometer Disneyland Paris, Consumer Insight, September 2014*
- *Segmentation And Experience, Consumer Insight, September 2014*

Informations immobilières

- Evaluation interne des droits fonciers, mars 2014
- Détail de la modélisation des droits fonciers
- Evaluation interne des immeubles de placement, juillet 2014
- Evaluation interne des Hôtels, septembre 2014
- Rapports d’expertise sur les valeurs d’assurance, 2010-2012
- Rapport d’expertise immobilière externe sur les murs des Hôtels, septembre 2014
- Synthèse des baux à construction
- Baux à construction

Opération de refinancement de 2012

- Rapport de l’expert au conseil de surveillance d’Euro Disney concernant l’opération de refinancement de 2012
- Plan d’affaires d’ED SCA présenté dans le cadre du refinancement de 2012 (« *FY 12 Long Term Plan* »)
- Projet de refinancement 2012, 10 juillet 2012

Documentation sectorielle

- Xerfi (2014). *Euro Disney*, février
- Xerfi (2013). *Les parcs de loisirs en France*, novembre

Bases de données

- Bloomberg
- Thomson One
- InFinancials
- Xerfi

Références bibliographiques¹⁵⁴

- Vitte P. (2002). *Le pôle urbain Val d'Europe Disneyland Paris dans l'aménagement de l'est francilien*, mars. [En ligne],
http://www.ceser-iledefrance.fr/documents/rapport_pdf/rapport/01_terr_disneyland/rapport-pole-urbain-val-europe-disneyland-paris-dans-amenagement-est-francilien.pdf
- Lafitte M., Santel G., Wellhoff F. (2008). *Rapport de mission sur les perspectives de développement du secteur IV de Marne-la-Vallée et du projet Eurodisneyland*, juillet. [En ligne],
http://cgedd.documentation.developpement-durable.gouv.fr/documents/cgedd/005740-02_rapport.pdf
- Délégation interministérielle au projet Euro Disney (2012). *Disneyland Paris - Etude de contribution économique et sociale*, mars. [En ligne],
<http://corporate.disneylandparis.fr/CORP/FR/Neutral/Images/fr-2012-03-14-dossier-presse-etude-de-contribution-economique-sociale.pdf>
- Présentation aux analystes de l'avenant n° 8 à la convention avec l'Etat (2010). [En ligne],
<http://corporate.disneylandparis.fr/CORP/FR/Neutral/Images/fr-2010-09-14-presentation-analystes-avenant-convention-1987.pdf>

¹⁵⁴ Liens Web au 30 janvier 2015.

- Dossier de presse Villages Nature (2010) et site d'information. [En ligne], <http://corporate.disneylandparis.fr/CORP/FR/Neutral/Images/fr-2010-11-24-dossier-presse-villages-nature.pdf>
<http://www.villagesnature.com/>
- Site d'information ED SCA. [En ligne], <http://corporate.disneylandparis.com/index.xhtml>
- Site d'information TWDC. [En ligne], <http://thewaltdisneycompany.com/>
- Damodaran (2014). *Betas by sector*. [En ligne], http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- Arrêt de la Cour de Cassation, chambre commerciale, 7 février 1972. [En ligne], <http://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do?idTexte=JURITEXT000006986823>
- Fargues, M. (2011). La conversion de créance en capital, pp. 17-24. [En ligne], <http://mja-paris2.webs.com/memoires2011.htm>

Annexe 5 : Composition de l'équipe Ledouble

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. A ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine au cours des dernières années écoulées et de l'année en cours figurent en **annexe 6**. Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble SAS

- MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Membre de l'APEI
- Membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV)
- Membre de la Commission « Evaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Membre de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Conduit régulièrement des missions d'évaluation portant sur des opérations publiques ou privées, ainsi que des interventions d'assistance aux litiges à caractère privé

Olivier CRETTE, Associé

- EM Lyon, expert-comptable et commissaire aux comptes, docteur en sciences de gestion
- Membre du Comité directeur de l'APEI
- Membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV)
- Membre de la Commission Evaluation de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Conduit régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM), chargé de cours à l'Institut d'Administration des Entreprises (IAE) de Paris et à l'Université Paris IX – Dauphine

Stéphanie GUILLAUMIN, Directeur de mission

- Toulouse Business School Grande Ecole (Banque et Marchés Financiers)
- Master I Monnaie Finance de l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense
- CIIA (*Certified International Investment Analysts*) – SFAF
- Membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV)
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

Nicolas POUPET, Directeur de mission

- Master en sciences de gestion (finance) de l'Université Paris IX – Dauphine
- Master II Finance de l'Institut d'Administration des Entreprises (IAE) de Paris
- CFA (*Chartered Financial Analyst*)
- Membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV)
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

Romain DELAFONT, Responsable de mission

- Master 225 de finance d'entreprise et d'ingénierie financière de l'Université Paris IX – Dauphine
- Membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV)
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

Dominique LEDOUBLE, en charge de la revue indépendante

Dominique Ledouble n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l'Expertise ; il est intervenu au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08.

- HEC, expert-comptable et commissaire aux comptes, docteur en droit
- Président de la Fédération Française des Experts en Evaluation (FFEE)
- Fondateur et Président d'honneur de l'APEI
- Membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV)
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante et d'évaluation
- Chargé de cours à Sciences-Po

Annexe 6 : Liste des expertises et analyses financières réalisées par Ledouble

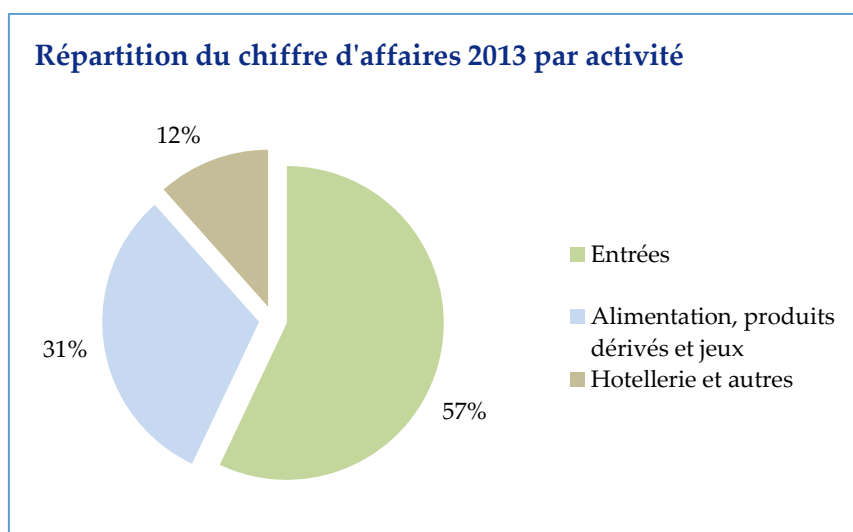
Année	Société concernée	Etablissement présentateur
2014	Siic de Paris	Natixis
2014	Bull	Rothschild
2013	Global Graphics	-
2013	Sam	Société Générale
2013	Etam	Natixis
2013	Tesfran	Oddo Corporate Finance
2013	Monceau Fleurs	Omega Capital Market
2013	Sical	Arkeon Finance
2013	Auto Escape	Portzamparc
2013	Klémurs	Morgan Stanley
2013	Foncière Sépric	Crédit Agricole CIB
2013	Elixens	Banque Palatine
2012	Orchestra Kazibao	Arkeon Finance
2012	Leguide.com	Natixis
2011	Xiring	Oddo Corporate Finance
2011	Maurel et Prom Nigéria	-
2011	Eurosic	BNPParibas, CM-CIC Securities, CACIB, Natixis
2011	Metrologic	HSBC
2011	Merci Plus	Oddo Corporate Finance
2010	Stallergenes	Deutsche Bank
2010	Initiative et Finance	Rothschild
2010	Sperian Protection	BNP Paribas
2010	Sodifrance	Portzamparc
2010	Radiall	Oddo Corporate Finance
2009	Foncière Développement Logement	Société Générale et Calyon
2009	L'Inventoriste	Dexia Securities France
2009	GiFi	Société Générale
2009	Homair Vacances	Arkeon Finance
2008	Keyrus	Calyon
2008	Réponse SA	Rothschild Transaction R
2008	SASA	Oddo Corporate Finance
2008	Sodexo	Lazard
2008	Alain Afflelou	Lazard
2008	CEDIP	Oddo Corporate Finance

Annexe 7 : Présentation des comparables

Cedar Fair

Propriétaire et gestionnaire de 15 parcs d'attractions (dont 4 parcs aquatiques) et de 5 hôtels, le groupe de loisirs Cedar Fair opère exclusivement en Amérique du Nord (Etats-Unis, Canada et Mexique).

En 2013, le groupe a enregistré un chiffre d'affaires de 855 M€ et généré un EBITDA de 315 M€.



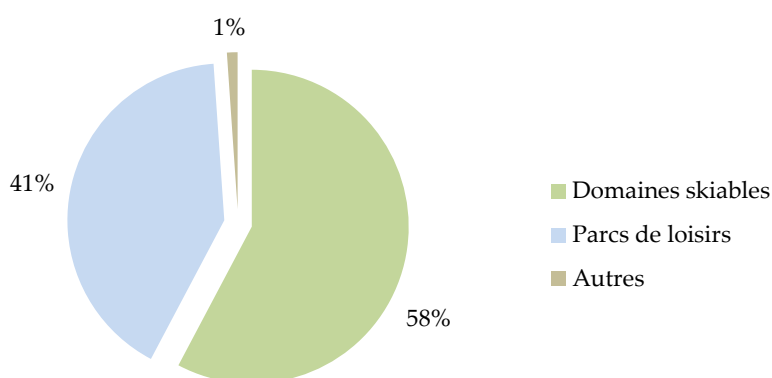
Compagnie des Alpes

La Compagnie des Alpes est un groupe de loisirs français spécialisé dans l'exploitation de domaines skiables (58% du chiffre d'affaires) et de parcs d'attractions comprenant le Futuroscope et le Parc Astérix (41% du chiffre d'affaires).

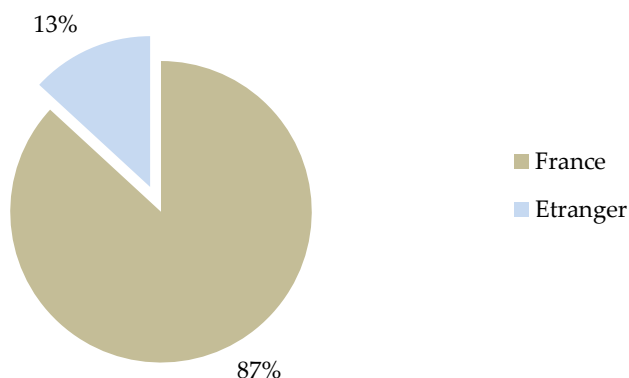
Le groupe compte près de 36 sites générant plus de 26 millions de visites, principalement en France (87%) et en Europe de l'Ouest (Suède, Danemark, Suisse, Belgique, Pays-Bas et Royaume-Uni).

En 2013, le groupe a enregistré un chiffre d'affaires de 678 M€ et généré un EBITDA de 153 M€.

Répartition du chiffre d'affaires 2013 par activité



Répartition du chiffre d'affaires 2013 par zone géographique

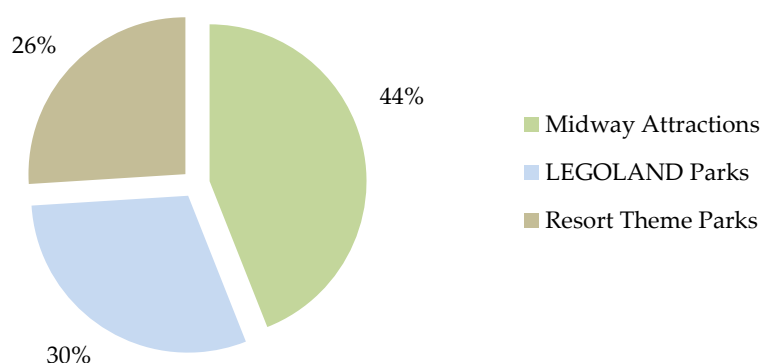


Merlin Entertainments

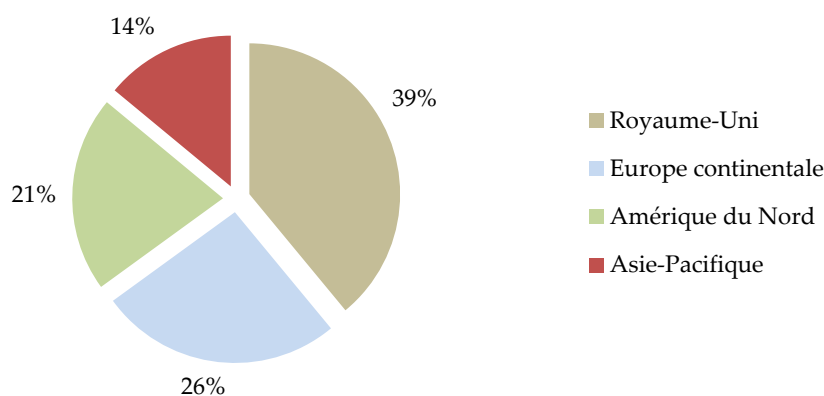
Propriétaire des marques Madame Tussauds, Sealife et Legoland, ce groupe de loisirs basé au Royaume-Uni fait partie des *leaders* aux niveaux européen et mondial ; au 31 décembre 2013, il exploitait 99 attractions dans 22 pays.

Présent essentiellement en Europe de l'Ouest, en Amérique du Nord et en Asie Pacifique, le groupe en 2013 a enregistré un chiffre d'affaires de 1,4 Md€ et généré un EBITDA de 459 M€.

Répartition du chiffre d'affaires 2013 par activité



Répartition du chiffre d'affaires 2013 par zone géographique



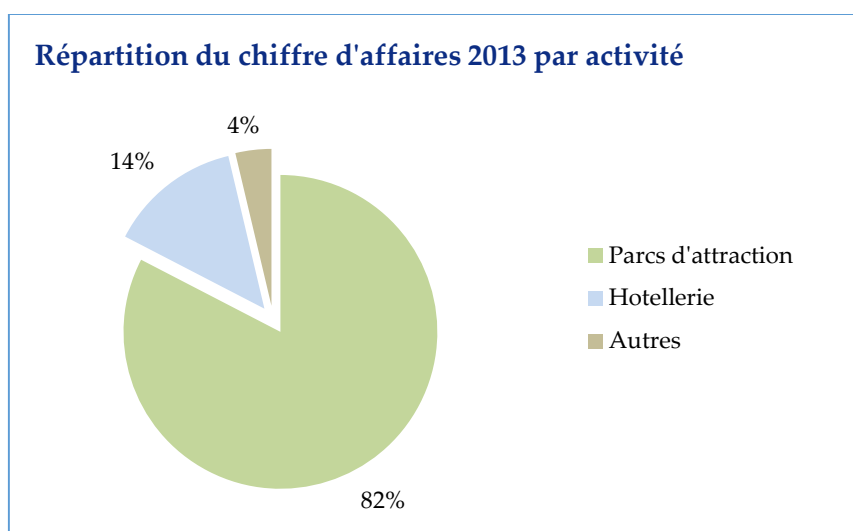
Oriental Land

Oriental Land est un groupe de loisirs japonais engagé principalement dans la gestion de parcs d'attractions (84%), ainsi que dans l'hôtellerie (14%), exclusivement au Japon.

Le groupe gère les parcs Tokyo Disneyland et Tokyo DisneySea ainsi que les hôtels Tokyo Disneyland Hotel, Disney Ambassador Hotel, Tokyo DisneySea Hotel MiraCosta et Palm & Fountain Terrace Hotel.

Parmi les activités de loisirs, le groupe gère Ikspiari, Disney Resort Line et le Cirque du Soleil Theatre Tokyo.

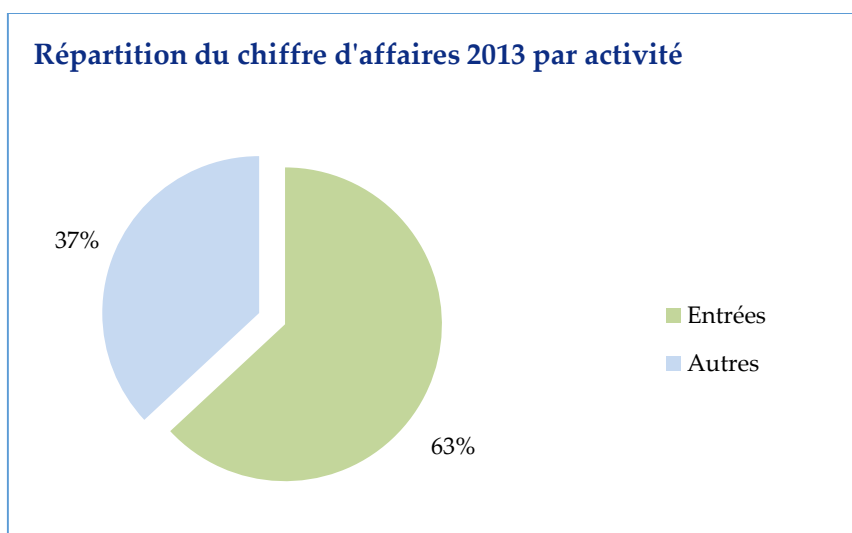
En 2013, le groupe a enregistré un chiffre d'affaires de 3,5 Md€ et généré un EBITDA de 1,1 M€.



Seaworld Entertainment

Groupe de loisirs américain, Seaworld Entertainment opère exclusivement aux Etats-Unis dans la région d'Orlando, San Antonio et San Diego. Le groupe détient les marques SeaWorld, Shamu et Busch Gardens.

En 2013, le groupe a accueilli plus de 23 millions de visiteurs dont 3,7 millions d'étrangers ; il a enregistré un chiffre d'affaires de 1,1 Md€ et généré un EBITDA de 276 M€.

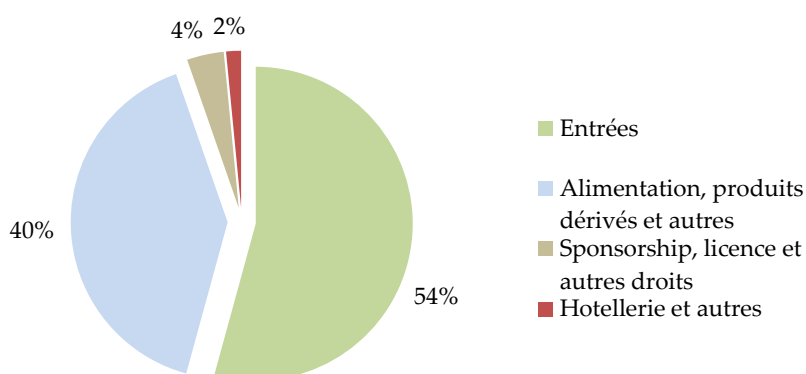


Six Flags Entertainment

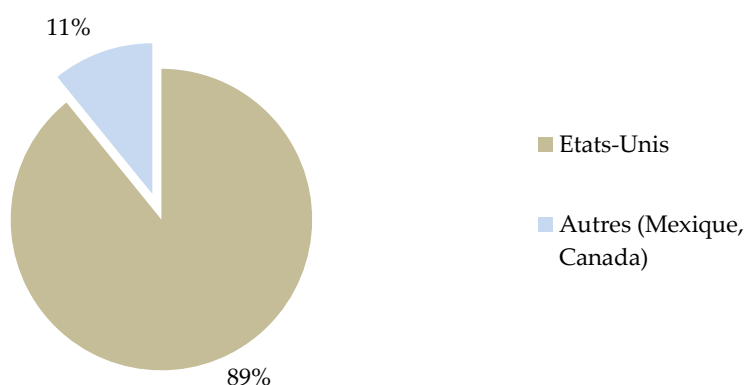
Six Flags Entertainment est une chaîne de parcs de loisirs américaine localisée en Amérique du Nord. Le groupe gère et détient 18 parcs de loisirs (parcs à thèmes et parcs aquatiques) dont 16 sont localisés aux Etats-Unis, un au Canada et un au Mexique.

En 2013, le groupe a enregistré un chiffre d'affaires de 836 M€ et généré un EBITDA de 307 M€.

Répartition du chiffre d'affaires 2013 par activité



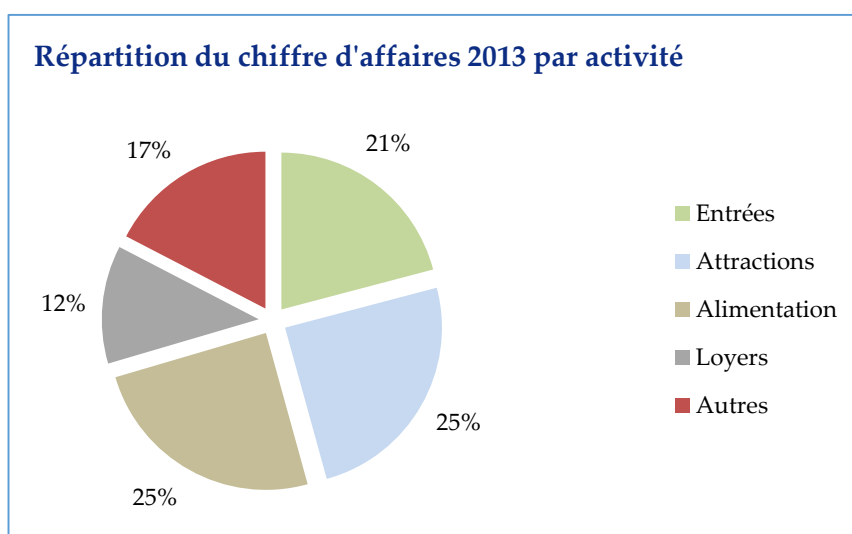
Répartition du chiffre d'affaires 2013 par zone géographique



Tivoli A/S

Groupe de nationalité danoise, Tivoli A/S gère à Copenhague le parc d'attraction « *Tivoli Garden* » qui compte parmi les principaux parcs d'Europe en nombre de visiteurs ; sa clientèle est essentiellement locale (73% des visiteurs proviennent du Danemark, 7,8% de Suède et 3,2% de Norvège).

En 2013, le groupe a enregistré un chiffre d'affaires de 94 M€ et généré un EBITDA de 17 M€.



Annexe 8 : *Gearing* des comparables

Présentation des comparables (M€)			
Société	Market cap moy. 1 mois	Dettes nette	Gearing
Euro Disney SCA avant recapitalisation	129	1 667	1292%
Euro Disney SCA après recapitalisation	1 129	719	64%
Tivoli A/S	238	17	7%
Compagnie des Alpes	372	408	110%
Seaworld Entertainment Inc.	1 327	1 196	90%
Cedar Fair LP	2 452	1 106	45%
Six Flags Entertainment Corp.	3 487	988	28%
Merlin Entertainments	5 312	1 273	24%
Oriental Land Co Ltd	19 641	(595)	-3%
		Moyenne hors ED	43%
		Médiane hors ED	28%