

Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

**PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
PORTANT SUR 1 700 000 ACTIONS**



**REALISEE DANS LE CADRE DU PROGRAMME DE RACHAT D'ACTIONS DE LA SOCIETE
AUTORISE PAR L'ASSEMBLEE GENERALE MIXTE DU 10 JUIN 2015**

PRESENTEE PAR



BNP PARIBAS



CRÉDIT AGRICOLE
CORPORATE & INVESTMENT BANK



PRIX DE L'OFFRE :

101 euros par action Fimalac

DUREE DE L'OFFRE :

20 jours de négociation

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR F. MARC DE LACHARRIERE (FIMALAC)



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

Le présent projet de note d'information a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 15 mars 2016, conformément aux dispositions des articles 231-13 et 231-16 et 231-18 de son règlement général.

Cette offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF.

Le présent projet de note d'information est disponible sur les sites Internet de Fimalac (www.fimalac.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), et peut être obtenu sans frais auprès de :

Fimalac
97, rue de Lille
75007 Paris

Société Générale
CORI/COR/FRA
75886 Paris cedex 18

BNP Paribas
4 rue d'Antin
75002 Paris

**Crédit Agricole Corporate and
Investment Bank**
9, quai du Président Paul Doumer
92920 Paris La Défense Cedex

Crédit Industriel et Commercial
CM-CIC Market Solutions
6, avenue de Provence
75452 Paris Cedex 09

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

SOMMAIRE

1. Présentation de l'opération.....	3
1.1 Motifs de l'Offre et intentions de la Société	3
1.1.1 Motifs de l'Offre	3
1.1.2 Intention de la Société pour les douze mois à venir	4
2. Caractéristiques de l'Offre	6
2.1 Conditions de l'Offre.....	6
2.1.1 Cadre juridique de l'Offre	6
2.1.2 Termes de l'Offre	8
2.1.3 Nombre de titres visés par l'Offre	8
2.1.4 Situation des titulaires d'actions gratuites	8
2.1.5 Modalités de l'Offre	9
2.1.6 Procédure de présentation des actions à l'Offre	10
2.1.7 Centralisation des ordres	10
2.1.8 Mécanisme de réduction dans le cadre de l'Offre	10
2.1.9 Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison	11
2.1.10 Calendrier prévisionnel de l'Offre.....	11
2.1.11 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	12
2.2 Régime fiscal de l'Offre	12
2.2.1 Personnes physiques résidentes fiscales de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations.	13
2.2.2 Personnes morales résidentes de France assujetties à l'impôt sur les sociétés en France, pour lesquelles les actions de la Société ne revêtent pas le caractère de titres de participation (ou de titres assimilés).....	15
2.2.3 Non-résidents	16
2.2.4 Actionnaires de la Société soumis à un régime d'imposition différent	16
2.2.5 Taxe sur les transactions financières	16
2.3 Frais et financement de l'Offre	17
2.3.1 Frais liés à l'Offre	17
2.3.2 Modalités de financement	17
2.4 Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière de la Société ...	17
2.4.1 Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote de la Société	17
2.4.2 Incidence sur les comptes de la Société	18
2.4.3 Incidence sur la capitalisation boursière de la Société	19
3. Eléments d'appréciation du prix offert	20
3.1 Méthodes et références d'évaluation écartées	20
3.1.1 Méthodes et références d'évaluation retenues.....	21
3.1.2 Hypothèses et données financières servant de base à l'évaluation.....	21
3.2 Application des méthodes et références retenues	22
3.2.1 Analyse du cours de bourse de l'action Fimalac	22
3.2.2 Actif Net Réévalué	23
3.3 Synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre	44
4. Rapport de l'expert indépendant	46
5. Avis motivé du conseil d'administration	145
6. Modalités de mise à disposition des informations relatives à la Société.....	146
7. Personnes assumant la responsabilité de la note d'information	147

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

Le conseil d'administration de F. Marc de Lacharrière (Fimalac), société anonyme au capital de 118.448.000,00 euros, dont le siège social est situé 97, rue de Lille, 75007 Paris, et immatriculée auprès du registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 542 044 136 (« **Fimalac** » ou la « **Société** »), a décidé, en vertu de l'autorisation d'opérer sur ses propres actions qui lui a été conférée par la sixième résolution de l'assemblée générale mixte des actionnaires du 10 juin 2015, en application de l'article L.225-209 du Code de commerce, de proposer aux actionnaires de Fimalac de leur racheter leurs actions, dans la limite de 6,32% du capital, soit un nombre maximum de 1 700 000 actions, dans le cadre du programme de rachat d'actions de la Société approuvé par ladite assemblée générale des actionnaires, sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** »). Cette Offre est réalisée conformément aux dispositions du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 6° et suivants du règlement général de l'AMF.

Le prix de l'Offre est de 101 euros par action de la Société. Ce prix tient compte de la décision du conseil d'administration de soumettre au vote de l'assemblée générale mixte des actionnaires du 15 juin 2016, la distribution d'un dividende de 2,10 euros par action.

L'Offre porte sur un nombre maximum de 1 700 000 actions, représentant au 29 février 2016, 6,32% du capital social et 6,28% des droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total de 26 920 000 actions et 27 081 249 droits de vote théoriques calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, étant précisé qu'à cette date la Société détenait directement 252 236 de ses actions (y compris 42 165 actions détenues dans le cadre d'un contrat de liquidité), soit 0,94% du capital social. L'intention de la Société est d'annuler les actions rachetées dans le cadre de l'Offre.

Les actions Fimalac sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000037947.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera ouverte pour une durée de vingt (20) jours de négociation. Elle est présentée par Société Générale, BNP Paribas, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank et Crédit Industriel et Commercial (les « **Etablissements Présentateurs** »). Seule Société Générale garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société dans le cadre de l'Offre.

1.1 Motifs de l'Offre et intentions de la Société

1.1.1 Motifs de l'Offre

L'Offre constitue, étant donné la faible liquidité durable qui affecte aujourd'hui le titre, une opportunité pour l'ensemble des actionnaires, à l'exception de ceux ayant manifesté leur intention de ne pas apporter leurs titres à l'Offre (voir paragraphe 1.1.3 ci-après), de réaliser tout ou partie de leur investissement, en fonction de leur propre stratégie vis-à-vis de la Société et du niveau des cours de bourse actuels.

Il est précisé que la Société n'a reçu aucun engagement d'actionnaires de participer à l'Offre. En outre, la Société et son actionnaire majoritaire sont attachés à la cotation des actions Fimalac et n'ont donc pas l'intention, dans les 12 mois à venir, de demander la radiation des actions d'Euronext Paris ou de procéder à un retrait obligatoire des actions. En conséquence, les actionnaires qui ne souhaiteraient pas participer à l'Offre pourront continuer d'accompagner la Société dans la poursuite de son développement.

Pour la Société, l'Offre constitue également un bon placement de sa trésorerie, peu volatil au regard des évolutions récentes constatées sur les marchés boursiers.

L'Offre répond ainsi à la volonté de la société Fimalac d'offrir une liquidité exceptionnelle aux actionnaires minoritaires et de leur distribuer une partie des importantes plus-values réalisées au cours de l'exercice 2015.

L'Offre entièrement libellée en numéraire, confère aux actionnaires de Fimalac l'opportunité d'obtenir une liquidité partielle immédiate de leurs actions à un prix attractif. Dans le cadre de l'Offre, la Société propose aux actionnaires une prime de 24,7% par rapport au cours de clôture de l'action de Fimalac le 14 mars 2016, le dernier jour de négociation précédant l'annonce de l'opération, et des primes respectivement de 26,0% et 28,6% sur les moyennes pondérées par les volumes des cours de bourse sur une période d'un mois et de trois mois avant cette date.

L'intention de la Société est d'annuler les actions rachetées dans le cadre de l'Offre, conformément aux objectifs du programme de rachat d'actions autorisé par l'assemblée générale mixte des actionnaires du 10 juin 2015. La Société ayant annulé, le 5 avril 2015, 1 910 000 actions représentant 6,63% du capital, la Société annulera un nombre maximum d'actions représentant 3,37% du capital immédiatement à l'issue de l'Offre. Le solde des actions acquises dans le cadre de l'Offre sera annulé à partir d'avril 2017, conformément aux règles régissant l'annulation d'actions propres.

1.1.2 Intention de la Société pour les douze mois à venir

Stratégie

Fimalac entend poursuivre son activité dans la continuité de la stratégie actuellement suivie. L'Offre n'a aucun impact sur sa politique industrielle, commerciale et financière. Fimalac demeurera un holding diversifié, opérant dans les secteurs des services financiers, l'hôtellerie de luxe et les loisirs, le digital, l'entertainment et l'immobilier.

Composition des organes sociaux et de direction après l'Offre

L'Offre n'entraînera pas de changement au sein des organes sociaux ou du conseil d'administration de Fimalac.

Orientation en matière d'emploi

L'Offre n'aura aucune conséquence sur l'orientation en matière d'emploi.

Statut juridique de la Société

Il n'est pas envisagé d'apporter de modifications aux statuts de la Société à la suite de l'Offre, à l'exception de celles nécessaires pour refléter l'annulation des actions rachetées dans le cadre de l'Offre dans les stipulations relatives au capital social (article 6 des statuts).

Intention concernant la cotation des actions de la Société à l'issue de l'Offre

L'Offre n'aura pas de conséquence sur la cotation des actions de Fimalac sur Euronext Paris. La Société et son actionnaire majoritaire sont attachés à la cotation des actions Fimalac et n'ont donc pas l'intention de demander la radiation des actions d'Euronext Paris ou de procéder à un retrait obligatoire des actions Fimalac.

Politique de distribution de dividendes

L'Offre ne modifiera pas la politique de distribution de dividendes de Fimalac et le conseil d'administration de la Société a décidé, lors de sa réunion du 14 mars 2016, de soumettre au vote de l'assemblée générale mixte des actionnaires du 15 juin 2016 la distribution d'un dividende de 2,10 euros par action. Le prix de l'Offre tient compte de cette proposition de dividende.

Actions auto-détenues

Au 29 février 2016, la Société détenait 252 236 actions propres (y compris 42 165 actions au titre du contrat de liquidité), soit 0,94% du capital social.

L'exécution du contrat de liquidité a été suspendue le 14 mars 2016 après clôture des marchés à la demande de la Société et ne reprendra pas avant la fin de la période d'Offre.

Si le nombre d'actions présentées en réponse à l'Offre était inférieur au nombre maximum de 1 700 000 actions que la Société s'engage à acquérir dans le cadre de l'Offre, la Société envisage de poursuivre la mise en œuvre de son programme de rachat d'actions en acquérant des actions Fimalac sur le marché, en fonction des conditions de marché.

Retrait obligatoire et radiation d'Euronext Paris

S'agissant d'une offre de rachat par Fimalac de ses propres actions, l'Offre n'aura pas pour conséquence la mise en œuvre d'une procédure de retrait des actions de Fimalac de la cotation sur Euronext Paris. La Société et son actionnaire majoritaire sont attachés à la cotation des actions Fimalac et n'ont donc pas l'intention de demander la radiation des actions d'Euronext Paris ou de procéder à un retrait obligatoire des actions Fimalac.

Synergies, gains économiques et perspective d'une fusion

L'Offre ne s'inscrit pas dans un projet de rapprochement avec d'autres sociétés.

1.1.3 Intentions des actionnaires de la Société

- *Intention de Groupe Marc de Lacharrière et des personnes agissant de concert avec lui*

Groupe Marc de Lacharrière, société anonyme au capital de 30 932 736 euros, dont le siège social est situé 11 bis, rue Casimir Périer, 75007 Paris, immatriculée auprès du Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 331 604 983, détient 86,11% du capital et 85,60% des droits de vote théoriques de la Société au 29 février 2016, et est son principal actionnaire.

Groupe Marc de Lacharrière, entièrement détenu par Monsieur Marc Ladreit de Lacharrière et sa famille, a indiqué son intention de ne pas apporter à l'Offre les 23 181 092 actions qu'il détient dans le capital de Fimalac représentant 86,11% du capital et 85,60% des droits de vote théoriques de la Société au 29 février 2016.

Fondation Culture & Diversité, MM. Marc Ladreit de Lacharrière, Jérémie Ladreit de Lacharrière et Mmes Eléonore Ladreit de Lacharrière, Bérangère Ladreit de Lacharrière et Clarisse Ladreit de Lacharrière, agissant de concert avec Groupe Marc de Lacharrière, ont également indiqué leur intention de ne pas apporter à l'Offre les actions qu'ils détiennent dans le capital de Fimalac, représentant ensemble 0,91% du capital et des droits de vote théoriques de la Société au 29 février 2016.

▪ *Intention des membres du conseil d'administration*

Les membres du conseil d'administration de Fimalac ont chacun indiqué qu'ils n'avaient pas l'intention d'apporter leurs actions Fimalac à l'Offre.

1.1.4 Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

A la connaissance de la Société, aucun accord n'est susceptible d'avoir une incidence significative sur l'Offre.

2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

2.1 Conditions de l'Offre

2.1.1 Cadre juridique de l'Offre

▪ *Autorisation du programme de rachat d'actions*

L'Offre constitue la mise en œuvre du programme de rachat d'actions qui a été autorisé par l'assemblée générale mixte des actionnaires de la Société du 10 juin 2015, conformément aux dispositions de l'article L. 225-209 du Code de commerce, dans sa sixième résolution à caractère ordinaire dans les termes suivants :

« 6^{ème} résolution (Autorisation d'intervention de la Société sur ses propres actions)

L'assemblée générale, connaissance prise du rapport du conseil d'administration :

1°) Autorise le conseil d'administration, conformément aux dispositions de l'article L. 225-209 du Code de commerce, avec faculté de délégation au président-directeur général pour l'accomplissement du programme de rachat, à acquérir des actions de la Société dans la limite de 10 % du nombre total d'actions composant le capital de la Société, étant précisé à titre informatif que cette limite correspondait au 31 décembre 2014 à 2 883 000 actions ;

2°) Fixe le prix maximal d'acquisition à 125 euros par action et le prix minimal de cession à 50 euros par action, étant précisé que ce prix minimal ne s'appliquera pas aux transferts d'actions résultant de la levée d'options d'achat ;

3°) Décide que cette autorisation a pour objet de permettre à la Société d'utiliser les possibilités d'intervention sur ses propres actions prévues par la loi, en vue notamment d'assurer :

- a) la couverture de plans d'options d'achat attribuées conformément aux dispositions des articles L. 225-177 du Code de commerce et/ou d'attribution gratuite d'actions conformément aux dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du même code ;*
- b) l'animation du marché secondaire ou la liquidité de l'action Fimalac par un prestataire de services d'investissement au travers d'un contrat de liquidité conforme à la charte de déontologie reconnue par l'AMF ;*
- c) l'annulation éventuelle des actions, sous réserve de l'adoption de la septième résolution par l'assemblée générale mixte du 10 juin 2015 statuant selon les règles de quorum et de majorité requises pour les assemblées extraordinaires ;*
- d) la remise d'actions, lors de l'exercice de droits attachés à des valeurs mobilières donnant droit à des actions existantes dans le cadre de la réglementation en vigueur ;*
- e) la conservation et la remise ultérieure à l'échange ou en paiement dans le cadre d'opérations de croissance externe.*

4°) Décide que l'acquisition, la cession, le transfert ou l'échange de ces actions pourront être réalisés par tous moyens, sur le marché ou hors marché, y compris par des transactions de blocs et par l'utilisation d'instruments financiers dérivés, pour autant que ces derniers moyens ne concourent pas à accroître, de manière significative, la volatilité du titre ;

Ce programme est également destiné à permettre la mise en œuvre de toute pratique de marché qui viendrait à être admise par l'Autorité des Marchés Financiers, et plus généralement, la réalisation de toute opération conforme à la réglementation en vigueur.

5°) Décide qu'en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves et attribution gratuite d'actions ainsi qu'en cas de division ou de regroupement de titres, les prix et quantités indiqués ci-dessus seront ajustés mathématiquement dans la proportion requise par la variation du nombre total d'actions déterminée par l'opération ;

6°) Décide que lors de la mise en paiement de tout dividende, la fraction de dividende afférente aux actions que la Société pourrait détenir en application de cette autorisation fera l'objet d'un report à nouveau ;

7°) Fixe à dix-huit mois, à compter de la date de la présente assemblée, la durée de cette autorisation qui remplace, pour l'avenir, celle donnée par l'assemblée générale mixte du 17 juin 2014 dans sa dix-neuvième résolution.»

Dans sa septième résolution, à caractère extraordinaire, l'assemblée générale mixte des actionnaires du 10 juin 2015, après avoir pris connaissance d'un rapport spécial des commissaires aux comptes, a autorisé le conseil d'administration à annuler les actions détenues par la Société à la suite de la mise en œuvre du programme de rachat d'actions dans les termes suivants :

« 7^{ème} résolution (Autorisation au conseil d'administration de réduire le capital social par annulation d'actions auto-détenues par la Société)

L'assemblée générale, statuant selon les règles de quorum et de majorité requises pour les assemblées extraordinaires, connaissance prise du rapport du conseil d'administration et du rapport spécial des commissaires aux comptes :

1°) Autorise le conseil d'administration, conformément aux dispositions de l'article L. 225-209 du Code de commerce, à réduire le capital social, en une ou plusieurs fois, par annulation de tout ou partie des actions auto-détenues par la Société ;

2°) Délègue tous pouvoirs au conseil d'administration pour :

a) Réaliser, sur ses seules décisions, cette ou ces réductions de capital, en arrêter le montant dans la limite de 10 % du capital par période de vingt-quatre mois, en fixer les modalités,

b) Imputer la différence entre le prix d'achat des actions annulées et leur valeur nominale sur tous postes de réserves ou primes,

c) Apporter aux statuts les modifications corrélatives, procéder à toutes publications et formalités requises,

d) Subdéléguer tous pouvoirs nécessaires à la mise en œuvre de ses décisions.

3°) Fixe à dix-huit mois à compter de la date de la présente assemblée la durée de cette autorisation qui remplace, pour l'avenir, celle donnée par l'assemblée générale mixte du 17 juin 2014 dans sa vingtième résolution. »

Conformément à l'article 241-2 du règlement général de l'AMF, le descriptif du programme de rachat d'actions est inclus dans le Rapport Annuel 2014 de la Société, disponible sur le site Internet de la Société (www.fimalac.com).

▪ *Décision de mise en œuvre du projet d'Offre*

Lors de sa séance du 12 février 2016, le conseil d'administration a informé ses membres que la Société étudiait la possibilité de procéder à une offre publique d'achat simplifiée par la Société de ses propres actions dans le cadre de l'autorisation de rachat que l'assemblée générale des actionnaires a donnée au conseil d'administration le 10 juin 2015. Compte tenu notamment de l'intention exprimée par les principaux actionnaires de la Société de ne pas apporter leurs titres à un tel projet d'offre, le conseil d'administration a décidé de nommer le cabinet Finexsi comme expert indépendant en application des articles 261-1 I et suivants du règlement général de l'AMF, afin de se prononcer sur le caractère équitable du prix offert et des conditions d'une telle offre.

Lors de sa séance du 14 mars 2016 et au vu du rapport de l'expert indépendant, le conseil d'administration a définitivement approuvé les termes de la présente Offre et émis l'avis motivé visé en Section 5 ci-après.

▪ *Opérations réalisées dans le cadre du programme de rachat d'actions de la Société*

Dans le cadre du programme de rachat d'actions en cours, la Société a poursuivi l'exécution du contrat de liquidité conclu avec Exane. Au 11 mars 2016, 42 165 actions étaient détenues dans le cadre du contrat de liquidité.

L'exécution du contrat de liquidité a été suspendue le 14 mars 2016 à la demande de la Société et ne reprendra pas avant la fin de la période d'Offre.

2.1.2 Termes de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Société Générale, BNP Paribas, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank et Crédit Industriel et Commercial, agissant pour le compte de Fimalac, ont déposé le 15 mars 2016 l'Offre et le projet de note d'information auprès de l'AMF. Seule Société Générale garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société.

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF.

Dans le cadre de cette Offre qui sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la Société s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de Fimalac, dans le cadre de son programme de rachat d'actions autorisé par son assemblée générale mixte du 10 juin 2015, un nombre maximum de 1 700 000 actions au prix de 101 euros par action pendant une période de 20 jours de négociation.

Le prix tient compte de la décision du conseil d'administration de soumettre au vote de l'assemblée générale mixte des actionnaires du 15 juin 2016, la distribution d'un dividende de 2,10 euros par action.

2.1.3 Nombre de titres visés par l'Offre

L'Offre porte sur un nombre maximum de 1 700 000 actions, représentant 6,32% du capital social et 6,28% des droits de vote théoriques de la Société au 29 février 2016.

2.1.4 Situation des titulaires d'actions gratuites

L'assemblée générale extraordinaire du 4 février 2011 (19^{ème} résolution) a délégué au conseil d'administration la possibilité d'attribuer en une ou plusieurs fois, des actions gratuites aux membres du personnel salarié et des mandataires sociaux de la société et des sociétés et groupements qui lui sont liées, dans la limite de 3,5% du capital social au jour de la décision.

Le conseil d'administration a fait usage de cette autorisation en attribuant, le 26 mars 2013, 41 600 actions au profit de certains dirigeants et cadres de la Société et de ses filiales. Ces actions gratuites seront définitivement acquises après un délai de trois ans à compter de la date d'attribution et pourront être cédées après un délai de trois années complémentaires de conservation.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques du plan d'attribution d'actions gratuites au 11 mars 2016 :

	Plan 2011
Date d'autorisation d'assemblée générale extraordinaire autorisant le plan d'attribution d'actions gratuites	04/02/2011
Date d'attribution des actions gratuites et nombre d'actions gratuites par date d'attribution	26/03/2013
Nombre d'actions gratuites consenties	41.600
Date de fin de la période d'acquisition	26/03/2016
Date de fin de la période de conservation	26/03/2019
Nombre d'actions gratuites définitivement acquises en 2015*	-
Nombre d'actions gratuites pouvant être acquises restante au 11 mars 2016	41 600

** Ces informations sont à la connaissance de la Société au 11 mars 2016*

Les actions gratuites en période de conservation à l'ouverture de l'Offre (à savoir 41 600 actions) ne pourront être apportées à l'Offre¹ dès lors que leur période de conservation n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre. Par exception, dans l'hypothèse d'un cas de levée d'indisponibilité prévu par les dispositions légales ou réglementaires applicables, ces actions seront livrées par prélèvement sur les actions auto-détenues et pourront être apportées à l'Offre pour autant qu'elles le soient au plus tard le jour de clôture de l'Offre.

À l'exception des actions gratuites mentionnées ci-dessus, il n'existe à la date du présent projet de note d'information, aucun autre titre de capital, ni aucun instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

2.1.5 Modalités de l'Offre

L'Offre et le projet de note d'information ont été déposés auprès de l'AMF le 15 mars 2016. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Conformément à l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le projet de note d'information tel que déposé auprès de l'AMF a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.fimalac.com) et peut être obtenu sans frais auprès de Fimalac et des Etablissements Présentateurs.

Un communiqué de presse comportant les principaux éléments du projet de note d'information a été diffusé par la Société le 15 mars 2016.

L'AMF publiera sur son site Internet une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa de la note d'information. La note d'information ayant reçu le visa de

¹ Ces actions sont actuellement incessibles et sont inscrites au nominatif sur des comptes bloqués dans les livres du teneur de compte CACEIS Corporate Trust. Elles ne sont donc pas juridiquement et techniquement cessibles.

l'AMF et les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenues gratuitement à la disposition du public auprès de la Société et des Etablissements Présentateurs, au plus tard à la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur le site Internet de Fimalac (www.fimalac.com) et sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org).

Un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

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

L'Offre sera ouverte pendant une durée de 20 jours de négociation et sera centralisée par Euronext Paris. Un calendrier indicatif est présenté au paragraphe 2.1.10 ci-dessous.

2.1.6 Procédure de présentation des actions à l'Offre

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

Les actionnaires de la Société dont les actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (établissements de crédit, entreprises d'investissement, etc.) et qui souhaitent apporter leurs actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre irrévocable d'apporter à l'Offre conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par cet intermédiaire.

Les actionnaires dont les actions sont inscrites en compte sous la forme « nominatif pur » dans les registres de la Société (tenus par son mandataire CACEIS Corporate Trust), devront demander leur inscription sous la forme « nominatif administré » pour apporter leurs actions à l'Offre à moins qu'ils n'en aient demandé au préalable la conversion au porteur. La Société attire l'attention des actionnaires sur le fait que ceux d'entre eux qui demanderaient expressément la conversion au porteur perdraient les avantages liés à la détention des actions sous forme nominative pour la partie des actions qui ne seraient pas acceptées en application des règles de réduction mentionnées ci-dessous.

Aucune commission ne sera versée par la Société aux intermédiaires financiers par l'intermédiaire desquels les actionnaires apporteront leurs actions à l'Offre.

2.1.7 Centralisation des ordres

Chaque intermédiaire financier et l'établissement teneur des comptes nominatifs des actions de la Société devront, à la date indiquée dans l'avis d'Euronext Paris, transférer à Euronext Paris les actions de la Société pour lesquelles ils ont reçu un ordre d'apport à l'Offre.

Après réception par Euronext Paris de tous les ordres de présentation à l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, Euronext Paris centralisera l'ensemble de ces ordres et déterminera le résultat de l'Offre.

2.1.8 Mécanisme de réduction dans le cadre de l'Offre

Si le nombre d'actions présentées en réponse à l'Offre est supérieur au nombre maximum de 1 700 000 actions que la Société s'engage à acquérir de manière irrévocable, les règles de réduction propres à l'offre publique d'achat simplifiée prévues à l'article 233-5 du règlement général de l'AMF seront applicables et il sera procédé,

pour chaque actionnaire répondant à l'Offre, à une réduction de sa demande proportionnellement au nombre d'actions présentées à l'Offre sous réserve des arrondis.

Les actions qui ne seront pas acceptées dans le cadre de l'Offre en raison de ce mécanisme de réduction proportionnelle seront restituées à leurs détenteurs sous réserve des arrondis.

2.1.9 Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison

L'AMF fera connaître le résultat définitif de l'Offre au plus tard neuf (9) jours de bourse après la clôture de l'Offre et Euronext Paris indiquera dans un avis la date et les modalités de livraison des actions et de règlement des capitaux.

Aucun intérêt ne sera dû pour la période allant de l'apport des actions à l'Offre jusqu'à la date de règlement-livraison de l'Offre.

A la date de règlement-livraison, la Société créditera Euronext Paris des fonds correspondants au règlement de l'Offre. A cette date, les actions apportées à l'Offre et l'ensemble des droits qui y sont attachés seront transférés à la Société. Euronext Paris effectuera le règlement espèces aux intermédiaires par l'intermédiaire desquels les actions ont été apportées à l'Offre à compter de la date de règlement-livraison.

2.1.10 Calendrier prévisionnel de l'Offre

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

Un calendrier indicatif est proposé ci-dessous :

15 mars 2016	Dépôt de l'Offre et du projet de note d'information de la Société auprès de l'AMF Mise à disposition du public et mise en ligne du projet de note d'information sur le site Internet de l'AMF et sur le site Internet de la Société
12 avril 2016	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa sur la note d'information
13 avril 2016	Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site Internet de l'AMF et sur le site Internet de la Société (i) de la note d'information de la Société visée par l'AMF et (ii) du document intitulé "Autres Informations" relatif aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de la Société Diffusion d'un communiqué informant de la mise à disposition de ces documents
15 avril 2016	Ouverture de l'Offre
12 mai 2016	Clôture de l'Offre
19 mai 2016	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre
23 mai 2016	Règlement-livraison de l'Offre avec Euronext Paris

2.1.11 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France. Le présent projet de note d'information n'est pas destiné à être distribué dans les pays autres que la France.

Le présent projet de note d'information et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre ou d'acquérir des instruments financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégal ou à l'adresse de quelqu'un vers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite. Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

La distribution du présent projet de note d'information et de tout document relatif à l'Offre, ainsi que la participation à l'Offre peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions dans certains pays.

L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation depuis un pays où l'Offre ferait l'objet de telles restrictions. En conséquence, les personnes en possession du présent projet de note d'information sont tenues de se renseigner sur les restrictions légales éventuellement applicables et de s'y conformer. Le non-respect des restrictions légales est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certaines juridictions. La présente note d'information ne constitue ni une offre d'achat, ni une sollicitation d'offre de vente de valeurs mobilières dans toute juridiction dans laquelle une telle offre ou sollicitation est illégale. La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales applicables.

2.2 Régime fiscal de l'Offre

Les développements suivants résument certaines conséquences fiscales susceptibles de s'appliquer aux actionnaires de la Société qui participeront à l'Offre.

L'attention de ceux-ci est attirée sur le fait que ces informations ne constituent qu'un simple résumé du régime fiscal applicable en vertu de la législation en vigueur à ce jour, donné à titre d'information générale.

Les règles dont il est fait mention ci-après sont susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications législatives et réglementaires qui pourraient être assorties d'un effet rétroactif ou s'appliquer à l'année ou à l'exercice en cours.

Les informations fiscales ci-dessous ne constituent pas une description exhaustive de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer aux actionnaires de la Société qui participeront à l'Offre. Ceux-ci sont invités à s'informer auprès de leur conseiller fiscal habituel du régime fiscal applicable à leur situation particulière.

Les personnes n'ayant pas leur résidence ou domicile fiscal en France doivent en outre se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence, en tenant compte, le cas échéant, de l'application éventuelle d'une convention fiscale signée entre la France et cet État.

De façon générale, en application de l'article 112-6° du Code général des impôts (« CGI ») le régime fiscal des plus-values de cession de valeurs mobilières est applicable aux actionnaires personnes physiques et personnes morales de la Société qui participent à l'Offre, qu'ils soient domiciliés en France ou hors de France.

2.2.1 Personnes physiques résidentes fiscales de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations

Les personnes physiques qui réaliseraient des opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

2.2.1.1 Impôt sur le revenu

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants, 158-6 bis et 200 A du CGI, les gains nets de cessions de valeurs mobilières réalisés par des personnes physiques soumises aux dispositions de la présente section sont, sauf exception, pris en compte dans la détermination du revenu global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu après application, s'agissant des actions, d'un abattement pour durée de détention prévu à l'article 150-0 D du CGI égal à :

- 50% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins deux ans et moins de huit ans à la date de cession ;
- 65% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins huit ans à la date de cession.

Sauf exception, la durée de détention est décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des actions.

Le cas échéant, l'apport des actions à l'Offre est par ailleurs susceptible de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures.

Les personnes disposant de moins-values nettes sur cession de valeurs mobilières reportables ou résultant de la cession d'autres valeurs mobilières au cours de l'exercice ou réalisant une moins-value dans le cadre de l'opération sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal.

2.2.1.2 Prélèvements sociaux

Les gains nets des cessions de valeurs mobilières sont également soumis, avant application de l'abattement pour durée de détention, à divers prélèvements sociaux au taux global de 15,5%, répartis comme suit :

- la contribution sociale généralisée (« CSG ») au taux de 8,2% ;
- la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« CRDS »), au taux de 0,5% ;
- le prélèvement social au taux de 4,5% ;
- la contribution additionnelle au prélèvement social au taux de 0,3% ; et
- le prélèvement de solidarité au taux de 2%.

Hormis la CSG, déductible à hauteur de 5,1% du revenu imposable de l'année de son paiement, ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles de l'assiette de l'impôt sur le revenu.

2.2.1.3 Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus

En vertu de l'article 223 *sexies* du CGI, les contribuables passibles de l'impôt sur le revenu sont redevables d'une contribution assise sur le montant du revenu fiscal de référence du foyer fiscal tel que défini au 1° du IV de l'article 1417 du CGI lorsque celui-ci excède certains seuils, sans qu'il soit fait application des règles de quotient définies à l'article 163-0 A du CGI. Le revenu de référence visé comprend les plus-values réalisées par les contribuables concernés avant application de l'abattement pour durée de détention. Cette contribution est calculée en appliquant un taux de :

- 3% à la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 250 001 euros et 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 500 001 euros et 1 000 000 d'euros pour les contribuables soumis à une imposition commune,
- 4% à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 1 000 000 euros pour les contribuables soumis à une imposition commune.

2.2.1.4 PEA (Plan d'Épargne en Actions)

Les personnes qui détiennent des actions de la Société dans le cadre d'un PEA peuvent apporter leurs actions de la Société à l'Offre.

Le PEA ouvre droit, sous certaines conditions, (i) pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values générés par des placements effectués dans le cadre du PEA, sous réserve notamment que ces produits et plus-values demeurent investis dans le PEA, et (ii) au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA, y compris du fait d'un retrait partiel intervenant après cinq ans et avant huit ans), ou lors d'un retrait partiel des fonds du PEA (si un tel retrait intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du PEA, ledit gain net demeurant cependant soumis aux prélèvements sociaux décrits au paragraphe 2.2.1.2. ci-avant, à un taux global qui est susceptible de varier selon la date à laquelle ce gain a été acquis ou constaté.

Des dispositions particulières, non décrites dans le cadre de la présente note d'information, sont applicables en cas de réalisation de moins-values, de clôture du plan avant l'expiration de la cinquième année qui suit l'ouverture du PEA, ou en cas de sortie du PEA sous forme de rente viagère. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

2.2.1.5 Actions détenues dans le cadre de mécanismes d'actionnariat salarié.

- *Salariés et mandataires sociaux titulaires d'actions reçues lors de l'exercice d'options (autres que les options levées au moyen de l'épargne investie dans un plan d'épargne d'entreprise ou de groupe)*

En cas d'apport à l'Offre d'actions souscrites ou acquises dans le cadre des plans d'options d'achat d'actions attribuées par la Société en 2011, le gain d'acquisition (qui est égal à la différence entre (i) le premier cours coté de l'action au jour de l'exercice de l'option et (ii) le prix d'exercice de l'option, majoré le cas échéant de la fraction du rabais imposée à la date de levée de l'option dans la catégorie des traitements et salaires) sera soumis, si les actions provenant de l'exercice des options sont conservées sous la forme nominative et ne sont pas cédées ni converties au porteur avant l'expiration d'un délai de quatre (4) ans à compter de l'attribution des options, à l'impôt sur le revenu, dans les conditions prévues par l'article 150-0 A du CGI, au taux de 30% pour la fraction qui n'excède pas 152.500 euros et 41% au-delà (ces taux étant réduits respectivement à 18% et 30% si les actions concernées revêtent la forme nominative et demeurent indisponibles sans être données en location

pendant un délai au moins égal à deux (2) ans à compter au plus tôt de la date d'achèvement du délai de quatre ans mentionné ci-dessus), sauf option du bénéficiaire pour une imposition dans la catégorie des traitements et salaires.

En outre, le gain d'acquisition sera également soumis aux prélèvements sociaux en tant que revenu du patrimoine et, le cas échéant, à la contribution salariale de 10% prévue à l'article L. 137-14 du code de la Sécurité Sociale.

Par ailleurs, le gain de cession éventuellement réalisé au titre de l'apport des actions susvisées à l'Offre, égal à la différence entre, d'une part, le prix de l'Offre, et d'autre part, le premier cours coté desdites actions au jour de l'exercice de l'option, sera soumis au régime fiscal de droit commun des plus-values réalisées par des personnes physiques conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants du CGI tel que décrit au 2.2.1.1. à 2.2.1.2 ci-dessus.

Les gains de cession ou d'acquisition mentionnés ci-dessus sont pris en compte dans le calcul du revenu fiscal de référence sur lequel est, le cas échéant, assise la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus décrite au paragraphe 2.2.1.3.

Les porteurs d'actions de la Société souscrites ou acquises dans le cadre d'un plan d'options qui apporteraient leurs actions à l'Offre pour un prix inférieur à leur valeur réelle à la date de la levée des options, de même que les titulaires d'actions issues de la levée d'options attribuées avant le 27 avril 2000 souhaitant apporter leurs actions à l'Offre, sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

2.2.2 Personnes morales résidentes de France assujetties à l'impôt sur les sociétés en France, pour lesquelles les actions de la Société ne revêtent pas le caractère de titres de participation (ou de titres assimilés)

Les plus-values réalisées par les personnes morales soumises aux dispositions de la présente section à l'occasion de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre sont comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33^{1/3}% majoré de (i) la contribution sociale de 3,3% (article 235 *ter* ZC du CGI), assise sur le montant de l'impôt sur les sociétés diminué d'un abattement qui ne peut excéder 763 000 euros par période de douze mois, et (ii) éventuellement, pour les sociétés ayant un chiffre d'affaires supérieur à 250.000.000 euros, une contribution exceptionnelle de 10,7% (Article 235 *ter* ZAA du CGI), assise sur l'impôt sur les sociétés tel que déterminé avant imputation des réductions et crédits d'impôt et des créances fiscales de toute nature afférent aux résultats des exercices clos jusqu'au 30 décembre 2016. Cependant, les sociétés dont le chiffre d'affaires (hors taxes) est inférieur à 7 630 000 euros, et dont le capital social, entièrement libéré, a été détenu de façon continue à hauteur d'au moins 75% pendant l'exercice fiscal en question par des personnes physiques ou par des sociétés remplissant elles-mêmes ces conditions, bénéficient d'un taux réduit d'impôt sur les sociétés de 15%, dans la limite d'un bénéfice imposable de 38.120 euros pour une période de douze mois. Ces sociétés sont également exonérées des contributions additionnelles de 3,3% et 10,7%.

En cas de moins-value constatée à l'occasion de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre, cette moins-value réduira le bénéfice imposable dans les conditions de droit commun. Il est en outre précisé que l'apport des actions à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires personnes morales dans le cadre d'opérations antérieures. Les actionnaires personnes morales soumis à l'impôt sur les sociétés susceptibles d'être concernées par ces dispositifs sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel.

Les personnes dont les actions de la Société ont la nature de titres de participation ou de titres fiscalement assimilés à des titres de participation sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal pour déterminer le régime qui leur est applicable.

2.2.3 Non-résidents

Sous réserve des conventions fiscales applicables, les plus-values réalisées dans le cadre de l'Offre par un actionnaire ayant son domicile fiscal ou son siège social hors de France sont généralement exonérées d'impôt en France, sous réserve (i) que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou une base fixe soumis à l'impôt sur les sociétés en France et ne se rattache pas à l'exercice en France d'opérations formant un cycle commercial complet, (ii) que les droits détenus, directement ou indirectement, par le cédant avec son conjoint, leurs ascendants ou leurs descendants, dans les bénéfices sociaux de la société qui rachète ses titres n'aient, à aucun moment au cours des cinq années précédant la cession, dépassé ensemble 25 % de ces bénéfices (articles 244 bis B et 244 bis C du CGI), et (iii) que le cédant ne soit pas domicilié, établi ou constitué dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

Sous réserve des conventions fiscales applicables, les plus-values de cessions réalisées dans le cadre de l'Offre par des personnes ou organismes domiciliés, établis ou constitués dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI sont soumises à l'impôt au taux majoré de 75 %, et cela quel que soit le pourcentage de droits détenus par le cédant dans la société. La liste des Etats ou territoires non coopératifs est publiée par arrêté ministériel et mise à jour annuellement.

Les personnes qui ne rempliraient pas les conditions de l'exonération sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel. Les actionnaires non-résidents fiscaux français sont en outre invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseiller fiscal habituel afin notamment de prendre en considération le régime d'imposition applicable tant en France que dans leur pays de résidence fiscale

2.2.4 Actionnaires de la Société soumis à un régime d'imposition différent

Les actionnaires de la Société soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus et qui participent à l'Offre, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs actions à l'actif de leur bilan commercial, devront s'informer auprès de leur conseiller fiscal habituel du régime fiscal applicable à leur cas particulier.

2.2.5 Taxe sur les transactions financières

En application de l'article 235 ter ZD du CGI, sous réserve de certaines exceptions, une taxe sur les transactions financières s'applique au taux de 0,2% à toute acquisition à titre onéreux d'un titre de capital ou d'un titre de capital assimilé, dès lors que (i) ce titre est admis aux négociations sur un marché réglementé, (ii) son acquisition donne lieu à un transfert de propriété, et (iii) ce titre est émis par une société dont le siège social est situé en France et dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euros au 1er décembre de l'année précédant celle d'imposition. La taxe est liquidée et due par l'opérateur fournissant des services d'investissement, sauf lorsque l'acquisition a lieu sans intervention d'un tel opérateur, la taxe étant alors liquidée et due par l'établissement assurant la fonction de tenue de compte-conservation, au sens du 1 de l'article L. 321-2 du code monétaire et financier. Les acquisitions de titres de capital ou de titres assimilés soumises à cette taxe sont exonérées des droits d'enregistrement prévus à l'article 726 du CGI. Les opérations sur les titres de la Société réalisées en 2016 entrent dans le champ d'application de la taxe sur les transactions financières prévue à l'article 235 ter ZD du CGI. Les actionnaires de la Société ne seront pas redevables de cette taxe à raison de la cession de leurs actions de la Société dans le cadre de l'Offre.

2.3 Frais et financement de l'Offre

2.3.1 Frais liés à l'Offre

Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés dans le cadre de l'Offre par la Société, y compris les honoraires et frais de ses conseils et des autorités de marché, est estimé à un montant maximum d'environ 1,9 millions d'euros (hors taxes).

2.3.2 Modalités de financement

Dans l'hypothèse où un nombre maximum de 1 700 000 actions, représentant 6,32% du capital social de la Société au 29 février 2016, serait effectivement apporté à l'Offre, le coût d'acquisition des actions de la Société s'élèverait à 171,7 millions d'euros. Le coût maximum de l'Offre, incluant les frais visés au paragraphe 2.3.1 et en prenant pour hypothèse un taux de succès de 100% de l'Offre, est ainsi estimé à 173,6 millions d'euros.

Ce montant sera financé par la trésorerie disponible de la Société.

2.4 Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière de la Société

2.4.1 Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote de la Société

Au 29 février 2016, le capital de la Société était divisé en 26 920 000 actions représentant 27 081 249 droits de vote théoriques.

Il est rappelé que les actions détenues par Groupe Marc de Lacharrière sont inscrites au porteur.

A la connaissance de la société, la répartition du capital et des droits de vote au 29 février 2016 était la suivante :

Actionnaire	Actions	% Capital	Droits de vote *	% Droits de vote *
Groupe Marc de Lacharrière	23 181 092	86,11 %	23 181 092	85,60%
M. Marc Ladreit de Lacharrière et sa famille	92 250	0,34 %	93 600	0,35%
Fondation Culture & Diversité	153 250	0,57 %	153 250	0,57%
Total Marc Ladreit de Lacharrière	23 426 592	87,02 %	23 426 592	86,51%
Fimalac (auto-détention et contrat de liquidité)	252 236	0,94 %	252 236	0,93%
Public	3 241 172	12,04 %	3 401 071	12,56%
Total	26 920 000	100,0%	27 081 249	100,0%

** Sur la base d'un capital composé de 26 920 000 actions représentant 27 081 249 droits de vote, en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général, sachant que la société Fimalac autodétient 252 236 de ses propres actions, soit 0,94% de son capital.*

Les tableaux ci-dessous présentent la répartition hypothétique du capital social de la Société (i) en tenant compte des intentions de non-apport exprimées par les actionnaires de la Société et présentées au paragraphe 1.1.3 et

(ii) en prenant pour hypothèse que le taux d'apport à l'Offre des autres actionnaires de la société serait de 100% ou 50% étant précisé que les actions rachetées dans le cadre de l'Offre seront annulées par décision du conseil d'administration conformément au programme de rachat et à l'autorisation qui lui a été conférée par la septième résolution de l'assemblée générale mixte des actionnaires du 10 juin 2015 ou à toute résolution qui viendrait s'y substituer.

Hypothèse d'un taux d'apport à l'Offre de 100%

Actionnaire	Actions	% Capital	% Droits de vote *
Groupe Marc de Lacharrière	23 181 092	86,11 %	85,60 %
M. Marc Ladreit de Lacharrière et sa famille	92 250	0,34 %	0,35 %
Fondation Culture & Diversité	153 250	0,57 %	0,57 %
Total Marc Ladreit de Lacharrière	23 426 592	87,02 %	86,51 %
Fimalac (auto-détention et contrat de liquidité)	1 952 236	7,25 %	7,21 %
Public	1 541 172	5,73 %	6,28 %
Total	26 920 000	100,0%	100,0%

** Sur la base d'un capital composé de 26 920 000 actions représentant 27 081 249 droits de vote, en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général, sachant que la société Fimalac autodétient 252 236 de ses propres actions, soit 0,94% de son capital.*

Hypothèse d'un taux d'apport à l'Offre de 50%

Actionnaire	Actions	% Capital	% Droits de vote *
Groupe Marc de Lacharrière	23 181 092	86,11 %	85,60 %
M. Marc Ladreit de Lacharrière et sa famille	92 250	0,34 %	0,35 %
Fondation Culture & Diversité	153 250	0,57 %	0,57 %
Total Marc Ladreit de Lacharrière	23 426 592	87,02 %	86,51 %
Fimalac (auto-détention et contrat de liquidité)	1 102 236	4,09 %	4,07 %
Public	2 390 339	8,88 %	9,42 %
Total	26 920 000	100,0%	100,0%

** Sur la base d'un capital composé de 26 920 000 actions représentant 27 081 249 droits de vote, en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général, sachant que la société Fimalac autodétient 252 236 de ses propres actions, soit 0,94% de son capital.*

2.4.2 Incidence sur les comptes de la Société

L'Offre aura pour incidence une diminution de la trésorerie de la Société d'un montant minimum de 171,7 millions d'euros, en contrepartie d'une diminution des capitaux propres consolidés, conformément à la comptabilisation des actions auto-détenues en normes IFRS.

2.4.3 Incidence sur la capitalisation boursière de la Société

Sur la base du cours de clôture de l'action Fimalac au 14 mars 2016 (veille du dépôt de l'Offre) de 81 euros, la capitalisation boursière s'élevait à 2 181 millions d'euros, le capital de Fimalac étant représenté par 26 920 000 actions.

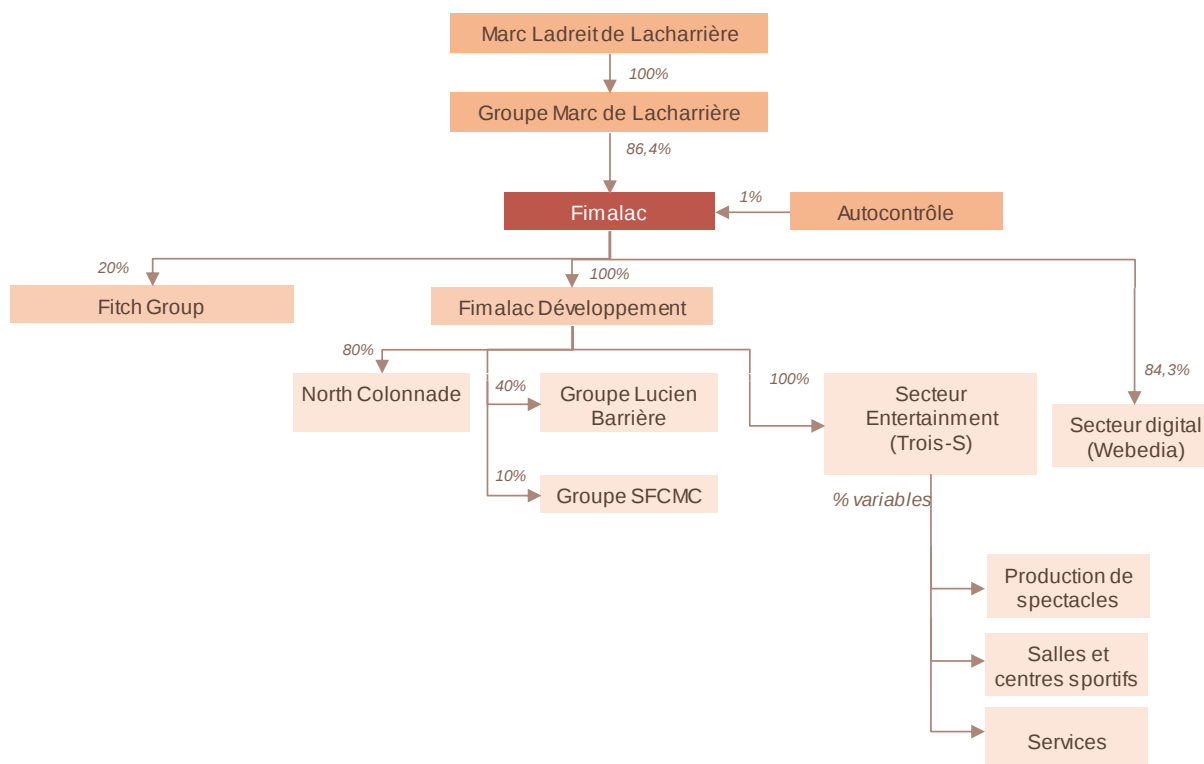
A l'issue de l'Offre, dans l'hypothèse où la totalité des 1 700 000 actions seraient apportées à l'Offre puis annulées, le nombre d'actions composant le capital de Fimalac serait de 25 220 000 et la capitalisation boursière s'élèverait, sur la base du cours de clôture au 14 mars 2016 (veille du dépôt de l'Offre) de 81 euros par action Fimalac, à 2 043 millions d'euros.

3. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX OFFERT

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre de 101 euros par action Fimalac (le « **Prix de l'Offre** ») ont été établis pour le compte de la Société par les Etablissements Présentateurs à partir d'informations publiquement disponibles et d'informations écrites ou orales communiquées par la Société ou au nom de celle-ci. Ces informations qui ont été considérées réalistes et raisonnables, n'ont fait l'objet d'aucune vérification indépendante de la part des Etablissements Présentateurs.

Il est rappelé que le Prix de l'Offre tient compte de la décision du conseil d'administration de soumettre au vote de l'assemblée générale mixte des actionnaires du 15 juin 2016, la distribution d'un dividende de 2,10 euros par action Fimalac.

L'appréciation du Prix de l'Offre a été menée à partir d'une approche multi-critères reposant sur des méthodes et références d'évaluation usuelles et appropriées à l'opération envisagée, tout en prenant en compte les spécificités de Fimalac, holding d'investissement coté détenant plusieurs filiales et participations cotées et non cotées, comme présenté dans l'organigramme suivant :



Les principaux résultats de cette analyse, établie par les Etablissements Présentateurs, sont reproduits ci-après.

3.1 Méthodes et références d'évaluation écartées

Dans le cadre de l'analyse multicritères, les méthodologies d'évaluation suivantes ont été exclues :

Actif net comptable

La méthode de l'actif net comptable est principalement utilisée pour des sociétés qui, soit pour des raisons économiques, soit pour des raisons réglementaires, doivent justifier d'un certain niveau de fonds propres.

La capacité à générer des résultats, qui n'est pas nécessairement reflétée par des valeurs comptables historiques (notamment pour certains actifs incorporels), constitue un critère plus pertinent que l'actif net comptable. C'est la raison pour laquelle la méthode de l'actif net comptable a été écartée pour la valorisation de Fimalac.

Méthode des comparables boursiers

Au regard de sa nature de holding opérant dans les services financiers, le digital, l'hôtellerie de luxe, les casinos, l'entertainment et l'immobilier et de par sa faible liquidité, l'approche de valorisation par la méthode des comparables boursiers ne semble pas pertinente.

Méthode des transactions comparables

Aucune transaction sur une société directement comparable à Fimalac n'a pu être répertoriée.

Objectifs de cours des analystes de recherche

Le faible suivi de la Société par les analystes financiers (date de la dernière recommandation : 2 juillet 2015) ne permet pas de retenir la méthode de valorisation par objectif de cours.

Actualisation des dividendes

La méthode qui consiste à actualiser les dividendes futurs n'a pas été retenue, dans la mesure où la méthode DCF n'est a fortiori pas applicable directement à Fimalac (cf. infra).

Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF)

La méthode DCF n'est pas appropriée pour une société holding, et n'a donc pas été retenue au niveau de la Société, mais a été mise en œuvre pour ses participations dans Groupe Lucien Barrière et Webedia.

3.1.1 Méthodes et références d'évaluation retenues

Les méthodes et références suivantes ont été retenues dans le cadre de l'évaluation des actions Fimalac :

Analyse du cours de bourse

Actif Net Réévalué :

Fimalac n'exerçant pas d'activité opérationnelle, le Prix de l'Offre est apprécié au regard de l'évaluation de chacune des filiales et participations de la Société, à savoir :

- 20% dans Fitch
- 40% dans Groupe Lucien Barrière
- 10% dans SFCMC
- 84% dans Webedia
- 100% dans Fimalac Entertainment
- 80% dans la société immobilière « North Colonnade » qui détient un immeuble de bureaux situé à Canary Wharf à Londres
- 100% des actifs immobiliers situés 97 & 101 rue de Lille à Paris

3.1.2 Hypothèses et données financières servant de base à l'évaluation

Afin d'obtenir le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, la trésorerie nette consolidée de Fimalac au 31 décembre 2015, soit 1 122,4 millions d'euros, est :

- augmentée des actifs financiers courants d'un montant de 121,9 millions d'euros (dont actions Mercialys pour un montant de 55,8 millions d'euros) ;
- augmentée du prêt financier à North Colonnade d'un montant de 149,9 millions d'euros ;
- diminuée des engagements de retraites après imposition d'un montant de 3,8 millions d'euros ;
- diminuée des provisions pour risques et charges d'un montant de 47,4 millions d'euros ;
- diminuée du crédit-bail immobilier (101 rue de Lille) d'un montant de 12,4 millions d'euros ;

Après prise en compte de l'ensemble de ces retraitements, le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres de Fimalac s'effectue en ajoutant un montant total de 1 331 millions d'euros.

Sachant qu'une part non négligeable de la trésorerie est libellée en dollars et une autre en £, une sensibilité a été appliquée sur les valeurs de ces parts de la trésorerie, en prenant en compte les évolutions de taux de change €/€ et €/£ sur la période 2016E-2018E.

La fourchette retenue pour le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres de Fimalac s'établit entre 1 242 millions d'euros et 1 331 millions d'euros. Cela représente une valeur par action Fimalac comprise entre 46,6 euros et 49,9 euros.

Le nombre d'actions Fimalac retenu dans le cadre des travaux d'évaluation est de 26 667 764, correspondant au nombre d'actions en circulation à la date du présent document (26 920 000), déduction faite des actions autodétenues (252 236 actions).

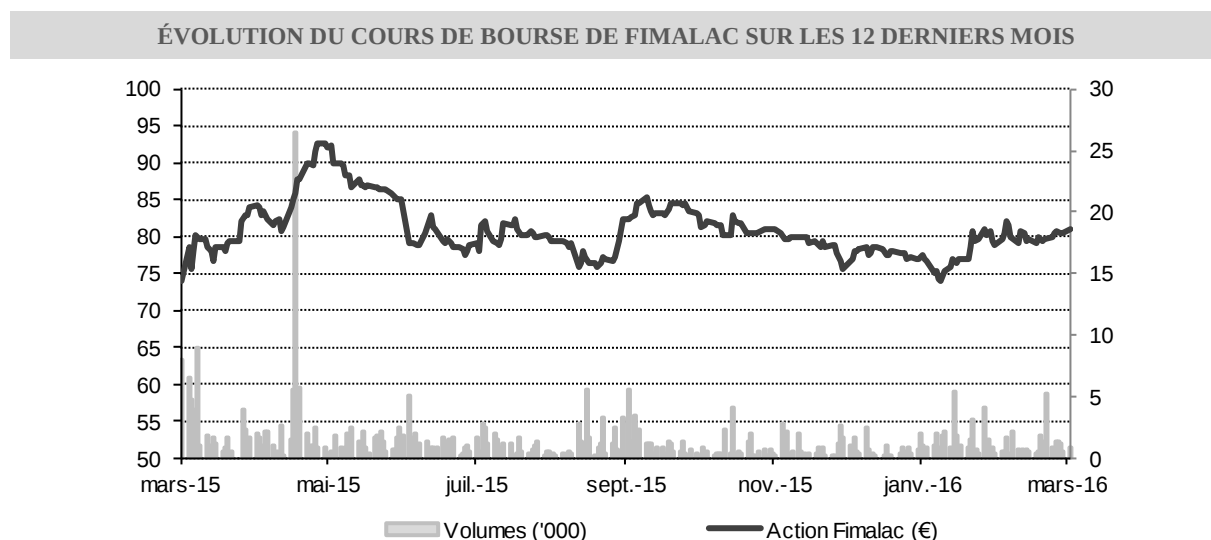
3.2 Application des méthodes et références retenues

3.2.1 Analyse du cours de bourse de l'action Fimalac

Les actions Fimalac sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché Euronext Paris (ISIN : FR0000037947).

Le dernier cours de bourse de Fimalac pris en référence dans l'analyse ci-après est le cours de clôture du 14 mars 2016.

Le cours de bourse de Fimalac a évolué dans une fourchette comprise entre 73,94 euros et 92,60 euros au cours des 12 derniers mois.



Source: Datastream

Au cours des 12 derniers mois, les volumes moyens quotidiens d'actions échangées sur le marché se sont élevés à environ 1 383 titres.

Au 14/03/2016	# de jours de négociation	Spot	1 mois	2 mois	3 mois	6 mois	12 mois
Cours moyen pondéré par les volumes (€)		81,00	80,15	78,76	78,52	79,83	81,38
Prime / (Décote) par rapport au prix de l'offre		24,7%	26,0%	28,2%	28,6%	26,5%	24,1%
Cours le plus haut (€)			82,20	82,20	82,20	85,22	92,60
Prime / (Décote) par rapport au prix de l'offre			23%	23%	23%	19%	9%
Cours le plus bas (€)			79,00	74,10	74,10	74,10	74,10
Prime / (Décote) par rapport au prix de l'offre			28%	36%	36%	36%	36%
Volumes moyens quotidiens (milliers de titres)			1,07	1,30	1,13	1,07	1,38
Volumes cumulés sur la période (milliers de titres)			24,70	59,80	73,30	138,70	358,20
% du capital			0,1%	0,2%	0,3%	0,5%	1,3%

Le Prix de l'Offre fait ressortir une prime de 24,7% par rapport au cours de clôture du 14 mars 2016 et de 28,6% par rapport à la moyenne pondérée des cours par les volumes sur les 3 derniers mois.

3.2.2 Actif Net Réévalué

3.2.2.1 Actif Net Réévalué - Evaluation de la participation de Fimalac au sein de Fitch

Fimalac détient à la date de la présente note d'information une participation de 20% dans Fitch, après avoir cédé 30% du capital à Hearst Corporation (« Hearst ») le 12 mars 2015.

Un protocole de cession (le « Protocole ») a été conclu entre Fimalac et Hearst en décembre 2014. Le Protocole comporte une promesse d'achat par Hearst de la participation de 20% détenue par Fimalac (le cas échéant en 2 étapes successives de 10%), à la main de Fimalac, pour une durée indéterminée, à compter du 2^{ème} anniversaire de la cession des 30%, ce qui porte effet à mars 2017.

Ce Protocole définit de manière contractuelle la méthode de valorisation de la participation de Fimalac dans Fitch, convenue entre Hearst et Fimalac. Le paiement est défini en dollars dans le Protocole.

Cependant, afin de tenir compte de l'évolution dans le temps de la valeur de la promesse d'achat, les Etablissements Présentateurs ont considéré une sensibilité sur le taux de change USD / EUR. Cette sensibilité s'appuie sur la moyenne des prévisions 2016-2020 du taux de change USD / EUR telles que reportés par le FMI, BMI et un consensus de 100 brokers retenus par Bloomberg au 29 février 2016.

Les Etablissements Présentateurs ont eu accès à ce Protocole et ont mené des travaux de contre-valorisation sur la base :

- i. de l'actualisation de la méthode de valorisation prévue par le Protocole. Méthode fondée sur le multiple VE / EBITDA 2015A (10,9x) de Moody's post paiement des bonus en tenant compte du nombre d'actions de Moody's et du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de Moody's tels que définis dans le Protocole. Utilisation du taux de change EUR / USD moyen sur 1 mois et le cours moyen pondéré de Moody's sur 1 mois en date du 29 février 2016 ;
- ii. du multiple VE / EBITDA 2016E de Moody's post-paiement des bonus (10,5x), en prenant le taux de change EUR / USD moyen sur 1 mois et le cours moyen pondéré de Moody's sur 1 mois en date du 29 février 2016 ;
- iii. du multiple VE / EBITDA 2015A de Moody's post paiement des bonus (11,0x), en prenant le taux de change EUR / USD moyen sur 1 mois et le cours moyen pondéré de Moody's sur 1 mois en date du 29 février 2016 ;
- iv. du multiple historique VE / EBITDA prévisionnel de Moody's sur 3 ans (11,7x), au 29 février 2016 ;
- v. du multiple historique VE / EBITDA prévisionnel de Moody's sur 5 ans (10,4x), au 29 février 2016 ; et
- vi. du multiple historique VE / EBITDA prévisionnel de Moody's sur 8 ans (9,7x), au 29 février 2016.

Synthèse des éléments d'évaluation de la participation de 20% de Fimalac dans Fitch

€/ \$ FX - Valeur des FP en m€ (participation de 20%)	€/ \$	1,08	1,11	1,14	1,17
Méthode appliquée	\$	€	€	€	€
Protocole Hearst / Fimalac	1 285	1 169	1 138	1 108	1 080
Multiple FY16E Moody's calculé par les banques	1 311	1 193	1 161	1 131	1 102
Multiple FY15A Moody's calculé par les banques	1 292	1 176	1 144	1 114	1 086
Multiple historique 3 ans de Moody's	1 370	1 246	1 212	1 181	1 151
Multiple historique 5 ans de Moody's	1 225	1 115	1 085	1 057	1 030
Multiple historique 8 ans de Moody's	1 154	1 051	1 023	996	971
		Max		Min	
		1 246		971	

L'analyse menée par les Etablissements Présentateurs extériorise une valeur de la participation de 20% de Fimalac dans Fitch comprise entre 971 millions d'euros et 1 246 millions d'euros, soit entre 36,4 euros et 46,7 euros par action Fimalac, et qui correspond à la valeur théorique de cession de la participation de 20% de Fimalac dans Fitch (taux de change EUR / USD de 1,087 au 29 février 2016), après avoir pris en compte la fiscalité latente, qui est relativement faible, compte tenu du prix de revient fiscal et des déficits fiscaux reportables.

3.2.2.2 Actif Net Réévalué - Evaluation de la participation de Fimalac de 40% au capital de Groupe Lucien Barrière

Les méthodes et références suivantes ont été retenues dans le cadre de l'évaluation de Groupe Lucien Barrière :

- Méthode des comparables boursiers ;
- Méthode des transactions récentes comparables;
- Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF).

Sources

Les travaux d'évaluation reposent sur le plan d'affaires établi par Fimalac. Cependant, ce dernier étant réalisé sur 3 ans (2016E – 2018E) et ne présentant pas de répartition par type d'activités (Casinos, Hôtels), la valorisation repose aussi sur diverses hypothèses des Etablissements Présentateurs.

Hypothèses

La dette financière nette consolidée de Groupe Lucien Barrière estimée au 31 octobre 2015, est de 304,2 millions d'euros. Après prise en compte des retraitements liés aux intérêts minoritaires, aux produits de cession, aux engagements de retraites après impôts, et d'autres ajustements, le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres de Groupe Lucien Barrière au 31 octobre 2015 s'effectue en retranchant un montant total de 285,7 millions d'euros.

Méthode des comparables boursiers

Cette méthode consiste à évaluer Groupe Lucien Barrière par analogie, à partir de multiples de sociétés comparables cotées, tels qu'ils ressortent d'une part de leurs cours de bourse, et d'autre part des agrégats comptables estimés par un consensus d'analystes financiers.

Groupe Lucien Barrière opère sur les secteurs des casinos et de l'hôtellerie de luxe. Ces différents secteurs présentent quelques comparables cotés de taille relativement similaire qui permettent de valoriser chacune des activités d'exploitation de Groupe Lucien Barrière.

Cette approche de valorisation ne semble pas très pertinente pour valoriser le Groupe Lucien Barrière, puisqu'il y a (i) peu de comparables européens casinotiers à l'exception de Groupe Partouche mais ce dernier a connu de fortes difficultés financières sur les 5 dernières années, et que (ii) les sociétés de l'échantillon hôtelier présentent des caractéristiques peu comparables en termes de taille, de typologie d'actifs, de localisations et de mode de détention des actifs.

Les capitalisations boursières des sociétés comparables correspondent à la valeur moyenne sur 1 mois (du 29 janvier 2016 au 29 février 2016) des capitalisations boursières de chacun des comparables. Les taux de change des monnaies considérées vis-à-vis de l'euro sont les valeurs moyennes sur 1 mois (du 29 janvier 2016 au 29 février 2016).

Dans le cadre de la présente évaluation, les multiples de valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDA² ont été retenus. Ont en revanche été écartés :

- le multiple de valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires, qui ne prend pas en compte la différence de profitabilité entre les sociétés ;
- le PER³ qui, selon le niveau de l'endettement de la société évaluée, peut introduire des biais dans l'évaluation de la valeur de marché de ses capitaux propres ;
- le multiple de valeur d'entreprise sur EBIT⁴ qui prend en compte l'intensité capitalistique de la société, non réellement pertinente pour ce type d'activités

Les échantillons de sociétés suivants ont été retenus pour valoriser chacune des activités opérationnelles de Groupe Lucien Barrière.

Casinos - Europe

Rank Group : Société britannique exploitant des casinos (45% du chiffre d'affaires en 2015) et des jeux en ligne (41%) opérant au Royaume-Uni, en Belgique et en Espagne. Son chiffre d'affaires 2015 atteint 909 millions d'euros et sa capitalisation boursière s'élève à 1,3 milliard d'euros.

Codere : Société espagnole qui assure la gestion de casinos en Espagne et en Amérique Latine. Son chiffre d'affaires 2015 est de 1,6 milliards d'euros et sa capitalisation boursière atteint 44 millions d'euros.

Groupe Partouche : Acteur numéro 2 des casinos en France, le Groupe Partouche réalise 94% de son chiffre d'affaires 2015 dans les casinos. Son chiffre d'affaires est de 400 millions d'euros en 2015 et sa capitalisation boursière s'élève à 289 millions d'euros.

Hôtels - Europe

Accor : Groupe qui figure parmi les opérateurs hôteliers leaders en Europe, où il réalise 77% de son chiffre d'affaires 2015. Son chiffre d'affaires s'élève à 5,6 milliards d'euros en 2015 et sa capitalisation boursière est de 9,4 milliards d'euros.

Millenium & Copthorne Hotels : Groupe hôtelier britannique opérant en Asie, Europe, Australie et aux États-Unis. Sa capitalisation boursière est de 1,7 milliard d'euros et son chiffre d'affaires 2015 s'élève à 1,1 milliard d'euros.

Melia Hotels International : Groupe espagnol qui détient un large réseau d'hôtels répartis principalement en Espagne et en Amérique latine. En 2015, son chiffre d'affaires est de 1,7 milliard d'euros et sa capitalisation boursière atteint 1,9 milliard d'euros.

² *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization, soit le résultat d'exploitation avant dotations aux amortissements et provisions*

³ *Price / Earnings ratio, soit le rapport entre la valeur des capitaux propres et le résultat net courant part du groupe*

⁴ *Earnings before interest and taxes, soit le résultat d'exploitation*

ACTIVITÉ CASINOS – COMPARABLES BOURSIERS

Société	Pays	Capitalisation boursière (m€)	Valeur d'entreprise (m€)	EBITDA		
				15A	16E	17E
Casinos Europe						
Rank	Royaume-Uni	1 305	1 435	8,8x	8,6x	8,2x
Codere	Espagne	44	1 449	6,1x	n.d.	n.d.
Partouche	France	289	326	4,8x	3,8x	3,5x
Moyenne				6,6x	6,2x	5,8x

Source: Capital-IQ au 29-Fév-2016

Note : Capitalisation boursière sur la base du cours moyen pondéré sur 1 mois et de la moyenne mensuelle du taux de change

L'application d'une fourchette (6,0x – 7,0x) des multiples VE / EBITDA 2016E de l'échantillon à l'EBITDA 16E de Groupe Lucien Barrière extériorise une valeur d'entreprise de l'activité « Casinos » comprise entre 790 millions d'euros et 922 millions d'euros.

ACTIVITÉ HÔTELS – COMPARABLES BOURSIERS

Société	Pays	Capitalisation boursière (m€)	Valeur d'entreprise (m€)	EBITDA		
				15A	16E	17E
Hôtels - Europe						
Accor	France	9 434	8 760	8,9x	8,0x	7,1x
Millenium	Royaume-Uni	1 684	2 722	9,7x	9,7x	8,9x
Melia	Espagne	1 911	2 558	8,7x	8,7x	8,2x
Moyenne				9,1x	8,8x	8,1x

Source: Capital-IQ au 29-Fév-2016

Note : Capitalisation boursière sur la base du cours moyen pondéré sur 1 mois et de la moyenne mensuelle du taux de change

L'application d'une fourchette (8,5x – 9,5x) des multiples VE / EBITDA 2016E de l'échantillon à l'EBITDA 16E du Groupe Lucien Barrière extériorise une valeur d'entreprise de l'activité « Hôtels » comprise entre 97 millions d'euros et 108 millions d'euros.

Pour le Groupe Lucien Barrière consolidé, l'application d'une fourchette (6,5x – 7,5x) des multiples VE / EBITDA 2016E de l'échantillon à l'EBITDA 16E du Groupe Lucien Barrière extériorise une valeur d'entreprise pour le groupe consolidé Groupe Lucien Barrière comprise entre 930 millions d'euros et 1 073 millions d'euros.

Synthèse de la méthode des comparables boursiers

En valorisant le groupe par la somme des parties, la somme des valeurs d'entreprise des activités Casinos et Hôtels est comprise entre 887 millions d'euros et 1 030 millions d'euros, soit une valeur par action Fimalac comprise entre 23 euros et 28 euros après déduction du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

En valorisant Groupe Lucien Barrière de façon globale (sans somme des parties), cette évaluation permet d'extérioriser une valeur d'entreprise comprise entre 930 millions d'euros et 1 073 millions d'euros, soit une valeur par action Fimalac comprise entre 24 euros et 30 euros après déduction du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

Méthode des transactions comparables

Cette méthode consiste à évaluer Groupe Lucien Barrière par analogie, à partir des multiples de transactions récentes comparables.

Groupe Lucien Barrière opère sur les secteurs des casinos et de l'hôtellerie de luxe. Ces différents secteurs présentent quelques transactions comparables de taille relativement similaire qui permet de valoriser chacune de ces activités.

Cette approche de valorisation ne semble pas très pertinente pour valoriser le Groupe Lucien Barrière, compte tenu de l'ancienneté des transactions casinotières (avant 2008), à une époque de forte croissance du marché. Depuis, le contexte politique et social est globalement plus défavorable pour les casinos : interdiction de fumer (2008), crise économique en France (2009), concurrence des jeux en ligne (2010).

Dans le cadre de la présente évaluation, les multiples de valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDA ont été retenus. Ont en revanche été écartés :

- le multiple de valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires, qui ne prend pas en compte la différence de profitabilité entre les sociétés ;
- le PER qui, selon le niveau de l'endettement de la société évaluée, peut introduire des biais dans l'évaluation de la valeur de marché de ses capitaux propres ;
- le multiple de valeur d'entreprise sur EBIT qui prend en compte l'intensité capitalistique de la société, non réellement pertinente pour ce type d'activités.

Les transactions comparables suivantes ont été retenues pour valoriser chacune des activités opérationnelles de Groupe Lucien Barrière.

ACTIVITÉ CASINOS – COMPARABLES DE TRANSACTION

<i>Date d'annonce</i>	<i>Société cible</i>	<i>Acquéreur</i>	<i>% Acquis</i>	<i>Valeur d'entreprise acquise (M€)</i>	<i>VE / EBITDA</i>
Mar-11	Groupe Lucien Barrière	Fimalac	34%	311	6,6x
May-07	Casino du Cap d'Agde et Casino de Mégève	Groupe Tahoe	100%	31	8,7x
Nov-06	Le Royal Casino Barrière de Mandelieu	Chequers Capital	100%	76	8,4x
Nov-05	Moliflor	Bridgepoint	100%	475	8,6x
Dec-04	SHCD	Groupe Lucien Barrière	35%	204	12,1x
Dec-04	Accor Casinos	SHCD	100%	605	9,7x
Jun-02	Accor Casinos	Colony Capital	50%	225	7,7x
Mar-02	Moliflor	LGV & RBS PE	100%	425	8,5x
Jan-02	Compagnie européenne de Casinos	Groupe Partouche	100%	365	8,7x
Moyenne					8,8x

L'application d'une fourchette (8,0x – 9,0x) des multiples VE / EBITDA des transactions sélectionnées à l'EBITDA 15A de l'activité « Casinos » fait ressortir une valeur d'entreprise de l'activité « Casinos » comprise entre 1 023 millions d'euros et 1 150 millions d'euros.

ACTIVITÉ HÔTELS – COMPARABLES DE TRANSACTION

<i>Date d'annonce</i>	<i>Société cible</i>	<i>Acquéreur</i>	<i>% Acquis</i>	<i>Valeur d'entreprise acquise (M€)</i>	<i>VE / EBITDA</i>
Dec-15	Fairmont Raffles Hotels Int.	Accor	100%	2 900	20,8x
Nov-15	Starwood	Marriott	100%	11 973	12,4x
Nov-14	Louvre Hotels Grpi	Shanghai Jin Jiang	100%	1 277	12,8x
May-14	Cosmopolitan Las Vegas	Blackstone	100%	1 730	17,9x
Mar-11	Lucien Barrière	Fimalac	34%	914	6,6x
Mar-07	Scandic Hotel Group	EQT Partners	100%	833	10,0x
Mar-07	Occidental Hoteles	Pontegadea	77%	796	n.a.
Oct-06	Menzies Hotel Group	R20/AIG	100%	266	14,6x
Jun-06	De Vere	AHG Venice	100%	1 454	13,5x
Dec-05	Hilton International	Hilton Worldwide	100%	4 805	11,5x
Jul-05	Société du Louvre	Starwood	100%	2 209	11,0x
Jul-05	Occidental Hoteles	Carlyle	100%	900	10,5x
Jan-05	Menzies	Carlyle	100%	170	10,1x
Moyenne					12,6x

L'application d'une fourchette (12,0x – 13,0x) des multiples VE / EBITDA des transactions sélectionnées à l'EBITDA 15A de l'activité « Hôtels » fait ressortir une valeur d'entreprise de l'activité « Hôtels » comprise entre 133 millions d'euros et 144 millions d'euros.

Pour le Groupe Lucien Barrière consolidé (réunissant les activités « Casinos » et « Hôtels »), l'application d'une fourchette (8,0x – 9,0x) des multiples VE / EBITDA des transactions sélectionnées à l'EBITDA 15A de Groupe Lucien Barrière extériorise une valeur d'entreprise de GLB comprise entre 1 111 millions d'euros et 1 250 millions d'euros.

Synthèse de la méthode des transactions comparables

En valorisant les activités du groupe séparément, la somme des valeurs d'entreprise des activités Casinos et Hôtels fait ressortir une valeur d'entreprise de Groupe Lucien Barrière comprise entre 1 155 millions d'euros et 1 294 millions d'euros, soit une valeur par action Fimalac comprise entre 33 euros et 38 euros après déduction du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

En valorisant Groupe Lucien Barrière de façon globale (sans somme des parties), cette évaluation permet d'extérioriser une valeur d'entreprise comprise entre 1 111 millions d'euros et 1 250 millions d'euros, soit une valeur par action Fimalac comprise entre 31 euros et 36 euros après déduction du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

Compte tenu de l'absence de contrôle exercé par Fimalac sur le Groupe Lucien Barrière, la valorisation par la méthode globale paraît plus pertinente (au regard des capacités qui seraient offertes à l'acheteur de la participation détenue par Fimalac).

Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF)

Cette méthode intrinsèque consiste à déterminer la valeur d'entreprise par actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs qui ressortent du plan d'affaires de Groupe Lucien Barrière établi par Fimalac sur la période 2016E-2018E et par les Etablissements Présentateurs sur la période 2019E-2021E.

Cette approche de valorisation est particulièrement adaptée compte tenu de son caractère intrinsèque et de la continuité d'exploitation dans laquelle s'inscrit Groupe Lucien Barrière. C'est la méthode de valorisation la plus pertinente pour valoriser le Groupe Lucien Barrière.

L'actualisation est effectuée au coût moyen pondéré du capital, qui tient compte de la rémunération attendue par les investisseurs :

- Le taux sans risque retenu de 0,9% correspond au taux moyen de l'OAT 10 ans (moyenne sur un an);
- Le bêta économique de 0,91 retenu correspond à la moyenne des bêtas des comparables sélectionnés⁵ (en utilisant la moyenne mensuelle sur les 5 dernières années pour chaque comparable, telle que publiée par Bloomberg);
- La prime de risque de marché retenue, soit 9,4%, telle qu'elle ressort de Bloomberg (moyenne 1 an) ;
- Hypothèse de structure financière faisant ressortir un endettement net représentant 60% de la valeur des fonds propres, sur la base de la moyenne des endettements cibles des comparables sélectionnés (en ligne avec Groupe Lucien Barrière qui est à c.45%) ;
- Le coût de la dette (avant impôts) de Groupe Lucien Barrière a été estimé à 2,5% en calculant le rapport des frais financiers bruts sur la dette financière brute au 31/10/2015.

Le coût moyen pondéré du capital ressort ainsi à 8,7%.

Après prise en compte d'une valeur terminale déterminée par actualisation à perpétuité d'un flux de trésorerie normatif croissant de 1,5% à long terme, la valeur d'entreprise de Groupe Lucien Barrière ressort à 874 millions d'euros, soit une valeur des fonds propres de 589 millions d'euros.

Ainsi, la participation de 40% détenue par Fimalac dans le Groupe Lucien Barrière a une valeur de 235 millions d'euros ou 8,8 euros par action Fimalac.

En introduisant une sensibilité de +/- 0,5% sur le coût moyen pondéré du capital et de +/- 0,5% sur le taux de croissance à l'infini, la valeur par action de la participation de 40% dans Groupe Lucien Barrière s'établit dans une fourchette de 7,5 euros à 10,6 euros.

⁵ Groupe Partouche, Rank Group, Las Vegas Sands, MGM, Wynn Resorts, Crown, Boyd Gaming

Synthèse des éléments d'évaluation de la valeur des fonds propres de Groupe Lucien Barrière (100%)

Synthèse	Valeur des fonds propres en M€	
	Borne basse	Borne haute
Transactions comparables - Somme des parties	870	1008
Transactions comparables - Approche globale	825	964
Comparables boursiers - Somme des parties	601	744
Comparables boursiers - Approche globale	644	787
Méthode DCF	501	705
Moyenne	688	842
Fourchette retenue	600	750
Fourchette retenue pour une détention de 40,0%	240	300

Synthèse des éléments d'évaluation de la participation de 40% de Fimalac au capital de Groupe Lucien Barrière (valeur des fonds propres par action Fimalac)

Synthèse	Valeur par action Fimalac (€ / action)	
	Borne basse	Borne haute
<i>Fimalac détient 40,0% de Groupe Lucien Barrière</i>		
Transactions comparables - Somme des parties	13,0	15,1
Transactions comparables - Approche globale	12,4	14,5
Comparables boursiers - Somme des parties	9,0	11,2
Comparables boursiers - Approche globale	9,7	11,8
Méthode DCF	7,5	10,6
Moyenne	10,3	12,6
Fourchette retenue	9,0	11,2

3.2.2.3 Actif Net Réévalué - Evaluation de la participation de 10% de Fimalac au capital de SFCMC

Les méthodes et références suivantes ont été retenues dans le cadre de l'évaluation des actions SFCMC :

- Méthode du cours de bourse
- Méthode des comparables boursiers ;
- Méthode des transactions récentes comparables.

Sources

Les travaux d'évaluation reposent sur les états financiers de SFCMC au 31 octobre 2015 transmis par Fimalac.

Hypothèses

Pour les besoins des travaux d'évaluation, la trésorerie nette de SFCMC au 31 octobre 2015, soit 8,2 millions d'euros, est :

- augmentée des participations dans les entreprises associées d'un montant de 0,2 million d'euros;
- augmentée du compte « Autres débiteurs non courants » d'un montant de 0,8 million d'euros ;
- diminuée des intérêts minoritaires d'un montant de 5,2 millions d'euros;
- diminuée des engagements de retraites après imposition et autres avantages de la société d'un montant de 2,7 millions d'euros;
- diminuée des provisions pour risques et charges d'un montant de 0,2 million d'euros;

- diminuée du compte « Fournisseurs d'immobilisations » d'un montant de 0,4 millions d'euros.

Après prise en compte de l'ensemble de ces retraitements, le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres de SFCMC s'effectue en ajoutant un montant total de 0,7 millions d'euros au 31 octobre 2015.

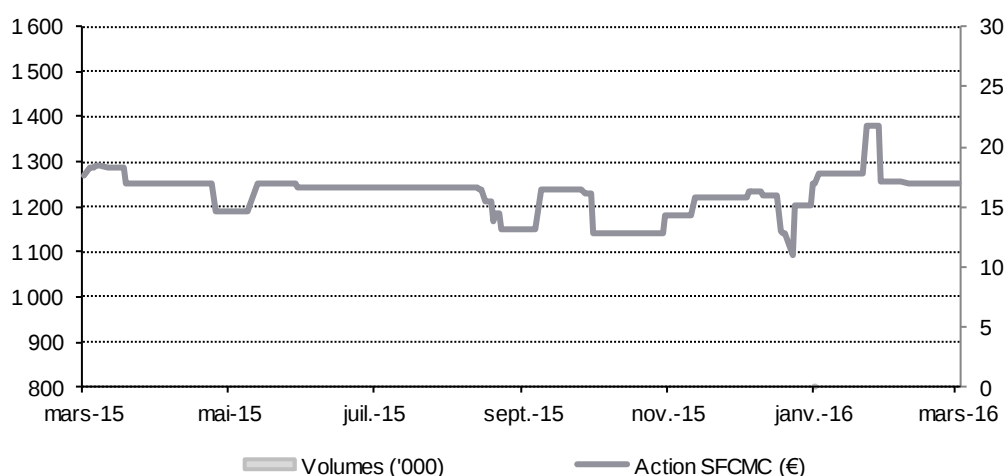
Analyse du cours de bourse de SFCMC

Les actions SFCMC sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché Euronext Paris (ISIN : FR0000062101).

Le dernier cours de bourse de SFCMC pris en référence dans l'analyse ci-après est le cours de clôture du 14 mars 2016.

Le cours de bourse de SFCMC a évolué dans une fourchette comprise entre 1 094 euros et 1 379 euros durant les 12 derniers mois.

ÉVOLUTION DU COURS DE BOURSE DE SFCMC SUR LES 12 DERNIERS MOIS



Source: Datastream

Au cours des 250 derniers jours de négociation (équivalent à un an calendaire), les volumes moyens quotidiens d'actions échangées ont été quasiment nuls.

Au 14/03/2016	# de jours de négociation	Spot	20 jours	60 jours	120 jours	250 jours
Cours moyen (€)		1 250	1 251	1 250	1 219	1 225
Cours le plus haut (€)			1 255	1 379	1 379	1 379
Cours le plus bas (€)			1 250	1 094	1 094	1 094

Méthode des comparables boursiers

Cette méthode consiste à évaluer SFCMC par analogie, à partir de multiples de sociétés comparables cotées, tels qu'ils ressortent d'une part de leurs cours de bourse, et d'autre part des agrégats comptables estimés par un consensus d'analystes financiers.

SFCMC opère sur les secteurs de l'hôtellerie de luxe et des casinos. Ces différents secteurs présentent quelques comparables cotés de taille relativement similaire qui permettent de valoriser chacune des activités de SFCMC.

Les capitalisations boursières des sociétés comparables correspondent à la valeur moyenne sur 1 mois (du 29 janvier 2016 au 29 février 2016) des capitalisations boursières de chacun des comparables. Les taux de change considérés vis-à-vis de l'euro sont les valeurs moyennes sur 1 mois (du 29 janvier 2016 au 29 février 2016).

Dans le cadre de la présente évaluation, les multiples de valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDA ont été retenus. Ont en revanche été écartés :

- le multiple de valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires, qui ne prend pas en compte la différence de profitabilité entre les sociétés ;
- le PER qui, selon le niveau de l'endettement de la société évaluée, peut introduire des biais dans l'évaluation de la valeur de marché de ses capitaux propres ;
- le multiple de valeur d'entreprise sur EBIT qui prend en compte l'intensité capitalistique de la société, non réellement pertinente pour ce type d'activités

Les échantillons de sociétés suivants ont été retenus pour valoriser chacune des activités opérationnelles de SFCMC.

Hôtels - Europe

Accor : Cf. description réalisée précédemment (Groupe Lucien Barrière)

Millennium & Copthorne Hotels : Cf. description réalisée précédemment (Groupe Lucien Barrière)

Melia Hotels International : Cf. description réalisée précédemment (Groupe Lucien Barrière)

Hôtels – Etats-Unis

Starwood Hotels & Resorts : Groupe hôtelier américain implanté principalement en Amérique, mais aussi en Europe et en Asie. Avec un chiffre d'affaires de 5,3 milliards d'euros en 2015, sa capitalisation boursière est de 9,5 milliards d'euros.

Belmond : Société américaine qui réalise plus de 80% de son chiffre d'affaires dans l'hôtellerie et 14% dans les services de trains et des croisières fluviales. Présente en Europe (35% du chiffre d'affaires en 2015) et en Amérique du Nord (20%) principalement. Avec un chiffre d'affaires de 509 millions d'euros en 2015, sa capitalisation boursière est de l'ordre de 786 millions d'euros.

Marriott International : Leader dans l'hôtellerie haut de gamme aux Etats-Unis où il réalise plus de 80% de son chiffre d'affaires. Son chiffre d'affaires en 2015 est de l'ordre de 13,3 milliards d'euros et sa capitalisation boursière est de 14,3 milliards d'euros.

Morgans Hotel : Basé à New York, Morgans Hotel Group est une société hôtelière opérant aux États-Unis et en Europe. Avec un chiffre d'affaires de 217 millions d'euros en 2014, sa capitalisation boursière atteint les 47 millions d'euros.

Hôtels – Asie

Shangri-La Asia : Basé à Hong Kong, Shangri-La Asia est une compagnie hôtelière de luxe opérant principalement en Asie, mais aussi en Océanie, Europe, Moyen-Orient et aux États-Unis. Son chiffre d'affaires est de 1,9 milliard d'euros en 2014 et sa capitalisation boursière atteint les 3 milliards d'euros.

Mandarin Oriental : Groupe hôtelier chinois qui gère essentiellement des hôtels de luxe en Asie, mais aussi en Europe et aux États-Unis. Avec un chiffre d'affaires de 1,1 milliard d'euros en 2014, sa capitalisation boursière est de 1,4 milliard d'euros.

Casinos - Europe

Rank Group : Cf. description réalisée précédemment (Groupe Lucien Barrière)

Codere : Cf. description réalisée précédemment (Groupe Lucien Barrière)

Groupe Partouche : Cf. description réalisée précédemment (Groupe Lucien Barrière)

ACTIVITÉ HÔTELS – COMPARABLES BOURSIERS

Société	Pays	Capitalisation boursière (m€)	Valeur d'entreprise (m€)	EBITDA		
				15A	16E	17E
Hôtels - Europe						
Accor	France	9 434	8 760	8,9x	8,0x	7,1x
Millenium	Royaume-Uni	1 684	2 722	9,7x	9,7x	8,9x
Melia	Espagne	1 911	2 558	8,7x	8,7x	8,2x
Moyenne Europe				9,1x	8,8x	8,1x
Hôtels - US						
Marriott	Etats-Unis	14 301	17 726	12,4x	10,6x	9,7x
Starwood	Etats-Unis	9 493	10 439	10,4x	10,4x	9,6x
Belmond	Etats-Unis	786	1 128	12,0x	10,3x	9,5x
Morgans Hotels	Etats-Unis	47	562	13,6x	12,5x	12,2x
Moyenne US				12,1x	11,0x	10,3x
Hôtels - Asie						
Shangri-La	Hong Kong	2 961	3 665	7,6x	7,3x	6,9x
Mandarin Oriental	Hong Kong	1 449	1 517	10,2x	11,6x	11,3x
Moyenne Asie				8,9x	9,4x	9,1x
Moyenne				10,4x	9,9x	9,3x

Source: Capital-IQ au 29-Fév-2016

Note : Capitalisation boursière sur la base du cours moyen pondéré sur 1 mois et de la moyenne mensuelle du taux de change

L'application d'une fourchette (10,0x – 11,0x) des multiples boursiers VE / EBITDA 2015A à l'EBITDA 2015A de SFCMC extériorise une valeur d'entreprise de l'activité « Hôtels » comprise entre 329 millions d'euros et 362 millions d'euros.

Pour le groupe SFCMC consolidé, l'application d'une fourchette (10,0x – 11,0x) des multiples boursiers VE / EBITDA 2015A à l'EBITDA 2015A de SFCMC extériorise une valeur d'entreprise pour le groupe consolidé comprise entre 351 millions d'euros et 386 millions d'euros.

ACTIVITÉ CASINOS – COMPARABLES BOURSIERS

Société	Pays	Capitalisation boursière (m€)	Valeur d'entreprise (m€)	EBITDA		
				15A	16E	17E
Casinos Europe						
Rank	Royaume-Uni	1 305	1 435	8,8x	8,6x	8,2x
Codere	Espagne	44	1 449	6,1x	n.d.	n.d.
Partouche	France	289	326	4,8x	3,8x	3,5x
Moyenne				6,6x	6,2x	5,8x

Source: Capital-IQ au 29-Fév-2016

Note : Capitalisation boursière sur la base du cours moyen pondéré sur 1 mois et de la moyenne mensuelle du taux de change

L'application d'une fourchette (6,0x – 7,0x) des multiples boursiers VE / EBITDA à l'EBITDA 2015A de SFCMC extériorise une valeur d'entreprise de l'activité « Casinos » comprise entre 13 millions d'euros et 15 millions d'euros.

Synthèse de la méthode des comparables boursiers

En valorisant les activités du groupe séparément, la somme des valeurs d'entreprise des activités Casinos et Hôtels permet d'extérioriser une valeur d'entreprise de SFCMC comprise entre 342 millions d'euros et 377 millions d'euros, soit une valeur par action Fimalac comprise entre 13 euros et 14 euros après déduction du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

En valorisant le groupe SFCMC de façon globale (sans somme des parties), cette évaluation permet d'extérioriser une valeur d'entreprise comprise entre 333 millions d'euros et 368 millions d'euros, soit une valeur par action Fimalac comprise entre 12 euros et 14 euros après déduction du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

Compte tenu de l'absence de contrôle exercé par Fimalac sur le groupe SFCMC, la valorisation par la méthode globale paraît plus pertinente (au regard des capacités qui seraient offertes à l'acheteur de la participation détenue par Fimalac).

Méthode des transactions comparables

Cette méthode consiste à évaluer SFCMC par analogie, à partir des multiples de transactions récentes comparables.

SFCMC opère sur les secteurs des casinos et de l'hôtellerie de luxe. Ces différents secteurs présentent quelques transactions récentes comparables de taille relativement similaire qui permet de valoriser chacune des activités d'exploitation de SFCMC.

Dans le cadre de la présente évaluation, les multiples de valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDA ont été retenus. Ont en revanche été écartés :

- le multiple de valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires, qui ne prend pas en compte la différence de rentabilité entre les sociétés ;
- le PER qui, selon le niveau de l'endettement de la société évaluée, peut introduire des biais dans l'évaluation de la valeur de marché de ses capitaux propres ;
- le multiple de valeur d'entreprise sur EBIT, en raison de la faiblesse des EBIT de chacune des activités de SFCMC conduisant à des valeurs erratiques.

Les transactions comparables suivantes ont été retenues pour valoriser chacune des activités opérationnelles de SFCMC.

ACTIVITÉ CASINOS – COMPARABLES DE TRANSACTION

<i>Date d'annonce</i>	<i>Société cible</i>	<i>Acquéreur</i>	<i>% Acquis</i>	<i>Valeur d'entreprise acquise (M€)</i>	<i>VE / EBITDA</i>
Mar-11	Groupe Lucien Barrière	Fimalac	34%	311	6,6x
May-07	Casino du Cap d'Agde et Casino de Mègève	Groupe Tahoe	100%	31	8,7x
Nov-06	Le Royal Casino Barrière de Mandelieu	Chequers Capital	100%	76	8,4x
Nov-05	Moliflor	Bridgepoint	100%	475	8,6x
Dec-04	SHCD	Groupe Lucien Barrière	35%	204	12,1x
Dec-04	Accor Casinos	SHCD	100%	605	9,7x
Jun-02	Accor Casinos	Colony Capital	50%	225	7,7x
Mar-02	Moliflor	LGV & RBS PE	100%	425	8,5x
Jan-02	Compagnie européenne de Casinos	Groupe Partouche	100%	365	8,7x
Moyenne					8,8x

L'application d'une fourchette (8,0x – 9,0x) des multiples VE / EBITDA des transactions sélectionnées à l'EBITDA 2015A de SFCMC extériorise une valeur d'entreprise de l'activité « Casinos » comprise entre 17 millions d'euros et 20 millions d'euros.

ACTIVITÉ HÔTELS – COMPARABLES DE TRANSACTION

<i>Date d'annonce</i>	<i>Société cible</i>	<i>Acquéreur</i>	<i>% Acquis</i>	<i>Valeur d'entreprise acquise (M€)</i>	<i>VE / EBITDA</i>
Dec-15	Fairmont Raffles Hotels Int.	Accor	100%	2 900	20,8x
Nov-15	Starwood	Marriott	100%	11 973	12,4x
Nov-14	Louvre Hotels Grpi	Shanghai Jin Jiang	100%	1 277	12,8x
May-14	Cosmopolitan Las Vegas	Blackstone	100%	1 730	17,9x
Mar-11	Lucien Barrière	Fimalac	34%	914	6,6x
Mar-07	Scandic Hotel Group	EQT Partners	100%	833	10,0x
Mar-07	Occidental Hoteles	Pontegadea	77%	796	n.a.
Oct-06	Menzies Hotel Group	R20/AIG	100%	266	14,6x
Jun-06	De Vere	AHG Venice	100%	1 454	13,5x
Dec-05	Hilton International	Hilton Worldwide	100%	4 805	11,5x
Jul-05	Société du Louvre	Starwood	100%	2 209	11,0x
Jul-05	Occidental Hoteles	Carlyle	100%	900	10,5x
Jan-05	Menzies	Carlyle	100%	170	10,1x
Moyenne					12,6x

L'application d'une fourchette (12,0x – 13,0x) des multiples VE / EBITDA des transactions sélectionnées à l'EBITDA 2015A de SFCMC extériorise une valeur d'entreprise de l'activité « Hôtels » comprise entre 395 millions d'euros et 428 millions d'euros.

Pour le groupe SFCMC consolidé, l'application d'une fourchette (12,0x – 13,0x) des multiples VE / EBITDA des transactions sélectionnées à l'EBITDA 2015A de SFCMC extériorise une valeur d'entreprise pour le groupe consolidé SFCMC comprise entre 421 millions d'euros et 456 millions d'euros.

Synthèse de la méthode des transactions récentes comparables

En valorisant les activités du groupe séparément, la somme des valeurs d'entreprise des activités Casinos et Hôtels permet d'extérioriser une valeur d'entreprise de SFCMC comprise entre 412 millions d'euros et 447 millions d'euros, soit une valeur par action Fimalac comprise entre 15 euros et 16 euros après déduction du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

En valorisant le groupe SFCMC de façon globale (sans somme des parties), cette évaluation permet d'extérioriser une valeur d'entreprise comprise entre 421 millions d'euros et 456 millions d'euros, soit une valeur par action Fimalac comprise entre 16 euros et 17 euros après déduction du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

Compte tenu de l'absence de contrôle exercé par Fimalac sur le groupe SFCMC, la valorisation par la méthode globale paraît plus pertinente (au regard des capacités qui seraient offertes à l'acheteur de la participation détenue par Fimalac).

Synthèse des éléments d'évaluation de la valeur des fonds propres de SFCMC

<i>Synthèse</i>	Valeur des fonds propres en M€	
	<i>Borne basse</i>	<i>Borne haute</i>
Méthode du cours de bourse		224
Transactions comparables - Somme des parties	413	448
Transactions comparables - Approche globale	422	457
Comparables boursiers - Somme des parties	343	378
Comparables boursiers - Approche globale	334	369
Moyenne	347	375
Fourchette retenue	224	380
Fourchette retenue pour une détention de 10,0%	22	38

Synthèse des éléments d'évaluation de la participation de 10% de Fimalac au capital de SFCMC (valeur des fonds propres par action Fimalac)

Synthèse	Valeur par action Fimalac (€ / action)	
	Borne basse	Borne haute
<i>Fimalac détient 10,0% dans le groupe SFCMC</i>		
Méthode du cours de bourse		0,8
Transactions comparables - Somme des parties	1,5	1,7
Transactions comparables - Approche globale	1,6	1,7
Comparables boursiers - Somme des parties	1,3	1,4
Comparables boursiers - Approche globale	1,3	1,4
Moyenne	1,3	1,4
Fourchette retenue	0,8	1,4

3.2.2.4 Actif Net Réévalué - Evaluation de la participation de Fimalac de 84,3% au capital de Webedia

Une analyse multicritères a été menée dans le cadre de l'évaluation des actions Webedia :

- Méthode des comparables de transaction ;
- Méthode des comparables boursiers ;
- Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF).

Sources

Les travaux d'évaluation sont notamment fondés sur les comptes annuels au 31 décembre 2015 de Webedia et les éléments financiers tirés des prévisions du Budget pour la période 2016-2017 établies par le management.

Les éléments financiers 2018-2020 ont été calculés sur la base des prévisions financières réalisées par les Etablissements Présentateurs.

Hypothèses

Pour les besoins des travaux d'évaluation, la trésorerie nette consolidée de Webedia estimée au 31 décembre 2015, soit 11,1 millions d'euros, est :

- augmentée des compléments de prix à verser et rachats de minoritaires à hauteur de 149,3 millions d'euros ;
- augmentée des provisions à caractère de dettes pour 1,4 millions d'euros ;
- augmentée des intérêts minoritaires pour 0,8 million d'euros ;
- diminuée du cash provenant de l'exercice des BSPCE et des BSA pour (17,0 millions d'euros) ;
- diminuée des reports fiscaux déficitaires actualisés pour (11,2 millions d'euros).

Après prise en compte de la dette financière nette et de l'ensemble de ces retraitements, le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres de Webedia s'effectue en retranchant un montant total de 112,2 millions d'euros au 31 décembre 2015.

Le nombre d'actions Webedia retenu dans le cadre des travaux d'évaluation est de 1 321 330 (prenant en compte l'exercice de l'intégralité des instruments dilutifs donnant accès au capital, après l'augmentation de capital du 12 février 2016).

Méthode des comparables boursiers

Cette méthode consiste à évaluer Webedia par analogie, à partir de multiples de sociétés comparables cotées, tels qu'ils ressortent d'une part de leurs cours de bourse, et d'autre part des agrégats comptables estimés par un consensus d'analystes financiers.

Les sociétés de l'échantillon de comparables présentent des caractéristiques en termes de taille, d'activité, de présence géographique, de croissance, qui ne sont pas identiques à celles de Webedia. Par conséquent, la pertinence de cette méthode de valorisation est relative.

Webedia opère sur les secteurs du Digital et des sites à thème spécialisés sur internet.

Les capitalisations boursières des sociétés comparables correspondent au nombre total d'actions composant le capital multiplié par le cours de bourse moyen pondéré sur 1 mois, du 29 janvier au 29 février 2016. Les taux de change considérés vis-à-vis de l'euro sont des moyennes, du 29 janvier au 29 février 2016.

Dans le cadre de la présente évaluation, les multiples de valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDA et l'EBIT ont été retenus.

Un échantillon européen et américain de sociétés cotées qui opèrent dans le domaine des services à thèmes sur internet (media, voyage et sites à thèmes) a été retenu pour les besoins de la valorisation.

Europe

AuFeminin.com : Société française qui détient et gère des sites internet autour des thématiques de la cuisine et de la santé, à destination des femmes essentiellement, tels que auFeminin.com, marmiton.org ou encore mylittleparis.com. 51% de son chiffre d'affaires 2015 de 93 millions d'euros a été réalisé en France, et 49% à l'International. La société est détenue à 80,8% par Axel Springer.

Axel Springer : Groupe de presse allemand, propriétaire notamment en France de seloger.com et d'auFeminin.com. Son chiffre d'affaires 2015 s'élève à 3,3 milliards d'euros et sa capitalisation boursière à 4,9 milliards d'euros.

Tamedia : Groupe de médias suisse présent dans la presse écrite régionale (49% du chiffre d'affaires 2014), nationale (32%) et dans la presse digitale (24%). Son chiffre d'affaires 2014 s'élève à 975 millions d'euros et sa capitalisation boursière à 1,6 milliard d'euros.

Rightmove : Premier moteur de recherche destiné aux acheteurs ou futurs locataires de maisons et d'appartements au Royaume-Uni. Chiffre d'affaires 2015 de 250 millions d'euros réalisé intégralement au Royaume-Uni et capitalisation boursière de 4,7 milliards d'euros.

Xing : Réseau professionnel en ligne allemand se revendiquant plus de 7 millions de membres dans les pays germanophones. Son chiffre d'affaires 2015 atteint 123 millions d'euros et sa capitalisation boursière 906 millions d'euros.

eDreams Odigeo : Agence de voyage en ligne qui vend des vols, hôtels et séjours. Son chiffre d'affaires s'élève en 2014 à 466 millions d'euros, répartis entre la France (41%), le Royaume-Uni et les pays Nordiques (28%), l'Espagne et l'Italie (19%), l'Allemagne et l'Autriche (12%). Sa capitalisation boursière est de 148 millions d'euros.

Etats-Unis

Expedia : Société exploitant plusieurs agences de voyage en ligne. Elle a réalisé en 2014 un chiffre d'affaires de 6,1 milliards d'euros, 53% aux Etats-Unis et 47% dans le reste du monde. Sa capitalisation boursière est de 14 milliards d'euros.

TripAdvisor : Site web américain offrant des avis et des conseils touristiques, des outils de réservation et de comparateurs de prix. Son chiffre d'affaires 2014 s'élève à 1,36 milliard d'euros et sa capitalisation boursière à 8,4 milliards d'euros.

WebMD Health : Site web public webmd.com, qui contient des informations sur la santé et les soins de santé. Il a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de 588 millions d'euros et une capitalisation de 1,7 milliard d'euros.

Yelp : Héberge et commercialise Yelp.com et l'appli mobile Yelp qui publient des avis participatifs sur les commerces locaux. Son chiffre d'affaires en 2015 est de 508 millions d'euros, quasiment entièrement réalisé aux Etats-Unis (90%) et sa capitalisation boursière de 1,3 milliard d'euros.

XO Group : Groupe de médias américain publiant des informations relatives à la famille et aux mariages en ligne et sur format papier. Son chiffre d'affaires, quasiment intégralement réalisé aux Etats-Unis est en 2015 de 129 millions d'euros et sa capitalisation boursière de 349 millions d'euros.

Asie

Yahoo! Japan : Yahoo! Japan est la filiale japonaise de Yahoo! formée conjointement avec SoftBank. Son chiffre d'affaires en 2014/15 est de 3,1 milliards d'euros, réalisé intégralement au Japon, et sa capitalisation boursière s'élève à 19,5 milliards d'euros.

WEBEDIA – COMPARABLES BOURSIERS									
Société	Pays	Capitalisation boursière (m€)	Valeur d'entreprise (m€)	EBITDA			EBIT		
				15A	16E	17E	15A	16E	17E
Europe									
Axel Springer	Allemagne	4 885	6 136	12,1x	10,3x	9,6x	15,6x	13,7x	12,7x
Rightmove	Royaume-Uni	4 709	4 693	26,0x	22,5x	20,6x	26,2x	22,8x	20,8x
Tamedia	Suisse	1 613	1 621	7,8x	7,6x	7,1x	11,2x	10,3x	10,0x
Xing	Allemagne	906	826	22,5x	17,7x	14,1x	n.s.	23,2x	17,7x
Edreams	Luxembourg	148	556	6,3x	5,7x	5,3x	8,6x	8,1x	7,5x
auFeminin	France	205	149	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Moyenne Europe				14,9x	12,7x	11,3x	15,4x	15,6x	13,7x
US									
Expedia	Etats-Unis	14 019	15 841	15,8x	10,8x	8,7x	n.s.	23,1x	15,8x
Tripadvisor	Etats-Unis	8 387	7 936	n.s.	18,5x	15,0x	n.s.	29,5x	22,5x
WebMD	Etats-Unis	1 700	1 846	12,7x	9,1x	8,1x	15,8x	13,1x	11,6x
Yelp	Etats-Unis	1 250	909	14,5x	10,6x	7,3x	n.s.	n.s.	n.s.
XO Group	Etats-Unis	349	263	12,7x	8,8x	8,1x	16,8x	13,3x	11,6x
Moyenne US				13,9x	11,6x	9,4x	16,3x	19,7x	15,4x
Asie									
Yahoo Japan	Japon	19 505	15 002	8,0x	7,9x	7,5x	8,4x	8,7x	8,4x
Moyenne				13,9x	11,8x	10,1x	14,6x	16,6x	13,9x

Source: Capital-IQ au 29-Fév-2016

Note : Capitalisation boursière sur la base du cours moyen pondéré sur 1 mois et de la moyenne mensuelle du taux de change

L'application d'une fourchette des multiples boursiers VE / EBITDA 2016E (11,5x – 12,5x) et VE / EBITDA 2017E (9,5x – 10,5x) des comparables aux EBITDA 2016E et 2017E de Webedia extériorise une valeur d'entreprise comprise entre 541 millions d'euros et 633 millions d'euros, soit 428 millions d'euros à 521 millions d'euros pour la valeur des fonds propres et un prix de 324 euros à 394 euros par action Webedia.

L'application d'une fourchette des multiples boursiers VE / EBIT 2016E (16,0x – 17,0x) et VE / EBIT 2017E (13,5x – 14,5x) des comparables aux EBIT 2016E et 2017E de Webedia extériorise une valeur d'entreprise comprise entre 579 millions d'euros et 709 millions d'euros, soit 467 millions d'euros à 597 millions d'euros pour la valeur des fonds propres et un prix de 353 euros à 452 euros par action Webedia.

Méthode des transactions comparables

L'échantillon de transactions retenues comprend un ensemble de transactions récentes dans le secteur du digital et des médias internet.

WEBEDIA – COMPARABLES DE TRANSACTION

<i>Date d'annonce</i>	<i>Société cible</i>	<i>Acquéreur</i>	<i>% Acquis</i>	<i>Valeur d'entreprise acquise (M€)</i>	<i>VE / EBITDA</i>
Oct-15	CCM Benchmark	Société du Figaro	100%	115	12,8x
Jul-15 - Oct-15	4 Sociétés internet / média	Webedia	100%	147	12,3x
Jun-15	AOL	Verizon Communications	100%	3 494	10,4x
Jun-15	Orbitz Worldwide	Expedia	100%	1 314	11,6x
Oct-14	Trovit Search	NextCo	51%	80	12,9x
Jul-14	Wotif.com	Expedia	100%	612	8,6x
Jun-14	jeuxvideo.com	Webedia	100%	79	13,8x
Aug-13	Allociné	Webedia	100%	67	14,8x
Jun-14	JacTravel	Vitruvian Partners	100%	135	6,7x
Jul-14	Wotif.com	Expedia	88%	612	8,6x
Oct-13	Wirtualna Polska	O2	100%	92	10,0x
Nov-12	Immoweb.be	Axel Springer	100%	127	13,6x
Oct-12	Ancestry.com	Permira	100%	1 003	10,4x
Aug-12	allesklar.com AG	Axel Springer	100%	50	9,3x
Aug-12	Onet.pl	Axel Springer	80%	218	11,5x
May-12	Brasil Online	SEEK	100%	60	15,0x
Apr-12	Totaljobs	Axel Springer	100%	132	11,8x
Mar-11	SeLogger.com	Axel Springer	75%	136	11,5x
Feb-11	Answers.com	Summit Partners	21%	149	19,2x
Sep-10	Internet Brands	Hellman & Friedman	100%	107	13,0x
Moyenne					12,2x

L'application de la fourchette retenue (12,0x – 13,0x) sur les multiples de transactions VE / EBITDA aux EBITDA de Webedia 2015A et 2016E extériorise une valeur d'entreprise de 337 millions d'euros à 611 millions d'euros, soit 225 millions d'euros à 499 millions d'euros de valeur des fonds propres, soit un prix de 170 euros à 378 euros par action Webedia, après déduction du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

Les Banques Présentatrices n'ont pas retenu la fourchette de valorisation induite par la VE / EBITDA 2015A, qui est décorrélée de l'EBITDA projeté 2016E, notamment à la suite des acquisitions réalisées en 2015 et début 2016.

Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF)

Cette méthode intrinsèque consiste à déterminer la valeur d'entreprise par actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs qui ressortent des chiffres communiqués par le management sur la période 2016-2017 issus du budget et des prévisions financières réalisées par les Etablissements Présentateurs jusqu'en 2020.

Cette approche de valorisation est particulièrement adaptée compte tenu de son caractère intrinsèque et de la continuité d'exploitation dans laquelle s'inscrit Webedia. C'est la méthode de valorisation la plus pertinente pour valoriser Webedia.

L'actualisation est effectuée au coût moyen pondéré du capital, qui tient compte de la rémunération attendue par les investisseurs.

Le coût moyen pondéré du capital a été calculé comme suit, au 29 février 2016 :

- un beta désendetté Bloomberg fondé sur la moyenne mensuelle des 5 dernières années de l'échantillon des comparables boursiers retenus⁶ : 1,06

⁶ Axel Springer, eDreams Odigeo, Rightmove, Tamedia, Xing, Expedia, Tripadvisor, WebMD Health, XOGroup, Yelp

- un taux cible d'endettement nul, en ligne avec les comparables, et justifié aussi par le fait que les besoins financiers futurs seront, comme par le passé, financés par le compte-courant de Fimalac
- la moyenne Bloomberg sur 1 an de la prime de risque en France : 9,4%
- la moyenne Bloomberg sur 1 an du taux sans risque en France (OAT 10 ans) : 0,9%

Sur la base des hypothèses présentées ci-dessus, le coût moyen pondéré du capital ressort à **10,9%**.

Après prise en compte d'une valeur terminale déterminée par actualisation à perpétuité d'un flux de trésorerie normatif croissant de 3,0% à long terme et d'une marge normative d'EBITDA à 26,0%, la valeur d'entreprise de Webedia ressort à 604 millions d'euros, soit une valeur des fonds propres de 492 millions d'euros ou 372 euros par action Webedia.

En introduisant une sensibilité de +/- 0,5% sur le coût moyen pondéré du capital et de +/- 0,5% sur la croissance à l'infini, la valeur des fonds propres Webedia s'établit dans une fourchette de **427 millions d'euros à 575 millions d'euros**.

Synthèse des éléments d'évaluation de la valeur des fonds propres de Webedia (100%)

Synthèse	Valeur des fonds propres en M€	
	Borne basse	Borne haute
Transactions comparables	452	499
Comparables boursiers	428	597
Méthode DCF	427	575
Moyenne	436	557
Fourchette retenue	450	550
Fourchette retenue pour 84,3% de détention	379	464

Synthèse	Valeur par action Webedia (€ / action)	
	Borne basse	Borne haute
Augmentation de capital décidée en Nov-15		440
Transactions comparables	342	378
Comparables boursiers	324	452
Méthode DCF	323	435
Moyenne	330	422
Fourchette retenue	341	416

Synthèse	Valeur par action Fimalac (€ / action)	
	Borne basse	Borne haute
<i>Fimalac détient 84,3% de Webedia</i>		
Transactions comparables	14,3	15,8
Comparables boursiers	13,5	18,9
Méthode DCF	13,5	18,2
Moyenne	13,8	17,6
Fourchette retenue	14,2	17,4

Sur la base de l'analyse multicritères menée par les Etablissements Présentateurs, la valeur des fonds propres de Webedia s'établit dans une fourchette de **450 millions d'euros à 550 millions d'euros**, soit 14,2 euros à 17,4 euros par action Fimalac, soit 341 euros à 416 euros par action Webedia.

3.2.2.5 Actif Net Réévalué – Evaluation de Fimalac Entertainment (détenu à 100,0% par Fimalac)

Les méthodes et références suivantes ont été retenues dans le cadre de l'évaluation de Fimalac Entertainment :

- Méthode des comparables boursiers ;
- Méthode des transactions récentes comparables.

Sources

Les travaux d'évaluation reposent sur les états financiers 2015E et 2016E de Fimalac Entertainment transmis par Fimalac.

Méthode des comparables boursiers

Cette méthode consiste à évaluer Fimalac Entertainment par analogie, à partir de multiples de sociétés comparables cotées, tels qu'ils ressortent d'une part de leurs cours de bourse, et d'autre part des agrégats comptables estimés par un consensus d'analystes financiers.

Les capitalisations boursières des sociétés comparables correspondent à la valeur moyenne sur 1 mois (du 29 janvier 2016 au 29 février 2016) des capitalisations boursières de chacun des comparables. Les taux de change considérés vis-à-vis de l'euro sont les valeurs moyennes sur 1 mois (du 29 janvier 2016 au 29 février 2016).

Dans le cadre de la présente évaluation, les multiples de valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDA ont été retenus. Ont en revanche été écartés :

- le multiple de valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires, qui ne prend pas en compte la différence de rentabilité entre les sociétés ;
- le PER qui, selon le niveau de l'endettement de la société évaluée, peut introduire des biais dans l'évaluation de la valeur de marché de ses capitaux propres ;
- le multiple de valeur d'entreprise sur EBIT qui prend en compte l'intensité capitalistique de la société, non réellement pertinente pour ce type d'activités

Les échantillons de sociétés suivants ont été retenus pour valoriser Fimalac Entertainment.

GL Events : Entreprise française de l'événementiel (salons, foires, expositions, etc.). Son chiffre d'affaires est effectué à 53% en France, 47% à l'étranger et s'élève à 942 millions d'euros en 2015. Sa capitalisation est de 338 millions d'euros.

Fiera Milano : Entreprise spécialisée dans l'événementiel en Italie, notamment organisatrice de la foire de Milan. Son chiffre d'affaires 2014 a atteint 246 millions d'euros. Sa capitalisation boursière s'élève à 121 millions d'euros.

MCH Group : Groupe d'entreprises internationales suisses opérant dans le domaine de l'événementiel (foires, salons, infrastructures événementielles et etc.), notamment à Bâle, Zurich et Lausanne. Son chiffre d'affaires 2014 est de 417 millions d'euros. Sa capitalisation boursière s'élève à 334 millions d'euros.

FIMALAC ENTERTAINMENT – COMPARABLES BOURSISERS

Société	Pays	Capitalisation boursière (m€)	Valeur d'entreprise (m€)	EBITDA		
				15A	16E	17E
Sociétés d'évènementiel						
GL Events	France	338	640	5,7x	5,3x	5,4x
MCH Group	Suisse	334	495	n.d.	n.d.	n.d.
Fiera Milano	Italie	121	204	7,0x	7,3x	7,5x
Moyenne				6,4x	6,3x	6,4x

Source: Capital-IQ au 29-Fév-2016

Note : Capitalisation boursière sur la base du cours moyen pondéré sur 1 mois et de la moyenne mensuelle du taux de change

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres est estimé être égal à (0,7 millions d'euros) au 31 décembre 2015 pour Fimalac Entertainment. Il se décompose comme suit :

- Dette financières long terme : 23,9 millions d'euros
- Dette financières court terme : 6,1 millions d'euros
- Trésorerie et équivalents de trésorerie: (30,7) millions d'euros

L'application d'une fourchette (6,0x – 7,0x) des multiples boursiers VE / EBITDA 2015A de l'échantillon à l'EBITDA 2015A de Fimalac Entertainment extériorise une valeur d'entreprise comprise entre 40 millions d'euros et 47 millions d'euros, soit entre 41 millions d'euros et 48 millions d'euros pour la valeur des fonds propres, soit une valeur par action Fimalac comprise entre 1,5 euros et 1,8 euros.

L'application d'une fourchette (6,0x – 7,0x) des multiples boursiers VE / EBITDA 2016E de l'échantillon à l'EBITDA 2016E de Fimalac Entertainment extériorise une valeur d'entreprise comprise entre 53 millions d'euros et 62 millions d'euros, soit entre 54 millions d'euros et 63 millions d'euros pour la valeur des fonds propres, soit une valeur par action Fimalac comprise entre 2,0 euros et 2,4 euros.

Méthode des transactions comparables

Cette méthode consiste à évaluer Fimalac Entertainment par analogie, à partir des multiples de transactions récentes comparables.

Dans le cadre de la présente évaluation, les multiples de valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDA ont été retenus. Ont en revanche été écartés :

- le multiple de valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires, qui ne prend pas en compte la différence de rentabilité entre les sociétés ;
- le PER qui, selon le niveau de l'endettement de la société évaluée, peut introduire des biais dans l'évaluation de la valeur de marché de ses capitaux propres ;
- le multiple de valeur d'entreprise sur EBIT qui prend en compte l'intensité capitalistique de la société, non réellement pertinente pour ce type d'activités

Les transactions comparables suivantes ont été retenues pour valoriser Fimalac Entertainment.

FIMALAC ENTERTAINMENT – COMPARABLES DE TRANSACTION

<i>Date d'annonce</i>	<i>Société cible</i>	<i>Acquéreur</i>	<i>Valeur d'entreprise (M€)</i>	<i>VE / EBITDA</i>
Q4-15	Acquisition 1 par Fimalac	Fimalac	4	4,9x
May-15	Comexposium	Charterhouse Capital Partners	275	n.s.
Apr-15	Cirque du soleil	TPG Capital / CDPQ / Fosun	1 132	n.a.
Q1-14	Acquisition 2 par Fimalac	Fimalac	4	4,6x
Mar-14	Acquisition de 3 billetteries en ligne	CTS Eventim	25	5,0x
Jan-13	Billetreduc.com	Lagardère Active	12	n.a.
Sep-11	See Tickets	Vivendi	109	n.a.
Jul-11	International Business Events	United Business Media Ltd	58	12,9x
Jan-11	Digitick	Vivendi	29	n.s.
Nov-09	Live Nation (Venues) UK Limited	The Ambassador Theatre Group	84	4,9x
May-08	Clarion Events	Veronis Suhler Stevenson	158	n.s.
May-08	Academy Music Group	Gaiety Investments	48	n.s.
Moyenne				6,5x

L'application d'une fourchette (6,0x – 7,0x) des multiples VE / EBITDA des transactions sélectionnées à l'EBITDA 2016E de Fimalac Entertainment extériorise une valeur d'entreprise comprise entre 53 millions d'euros et 62 millions d'euros, soit entre 54 millions d'euros et 63 millions d'euros pour la valeur des fonds propres, soit une valeur par action Fimalac comprise entre 2,0 euros et 2,4 euros.

Synthèse des éléments d'évaluation de la valeur des fonds propres de Fimalac Entertainment

<i>Synthèse</i>	Valeur des fonds propres en M€	
	Borne basse	Borne haute
Transactions comparables	54	63
Comparables boursiers (EBITDA 15A)	41	48
Comparables boursiers (EBITDA 16E)	54	63
Moyenne	50	58
Fourchette retenue	45	60

Synthèse des éléments d'évaluation des actions de Fimalac Entertainment

<i>Synthèse</i>	Valeur par action Fimalac (€ / action)	
	Borne basse	Borne haute
Transactions comparables	2,0	2,4
Comparables boursiers (EBITDA 15A)	1,5	1,8
Comparables boursiers (EBITDA 16E)	2,0	2,4
Moyenne	1,9	2,2
Fourchette retenue	1,7	2,2

3.2.2.6 Actif Net Réévalué – Evaluation de la société immobilière « North Colonnade », Londres

A travers sa sous-filiale North Colonnade Ltd (détenue à 80 %), Fimalac détient un important immeuble de bureaux d'une surface de 33 000 m² environ à Londres dans le quartier financier de Canary Wharf. L'immeuble, de construction récente, répond aux standards environnementaux des plus exigeants et il est noté « BREEAM excellent ».

Les équipes de Fitch basées à Londres se sont installées fin 2010 dans l'immeuble du 30 rue North Colonnade à Canary Wharf, pour y constituer leur siège social en Angleterre. Le Groupe a ensuite conclu, début août 2013, un contrat de location avec le cabinet KPMG, qui a pris en location tous les étages qui restaient disponibles.

Concernant la société « North Colonnade », le rapport de l'expert immobilier Savills (datant du 17 décembre 2015) extériorise une valeur d'entreprise comprise entre 330 millions d'euros et 343 millions d'euros.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres est estimé être égal à 285,1 millions d'euros au 31 décembre 2015. Il se décompose comme suit :

- Dette financière vis-à-vis de Fimalac : 149,9 millions d'euros
- Dette financière vis-à-vis de Hearst : 37,0 millions d'euros
- Dette financière vis-à-vis d'AXA/SocGen : 109,0 millions d'euros
- Dette bancaire court-terme : 1,2 million d'euros
- Trésorerie : (12,0) millions d'euros

Après prise en compte de ce passage, la participation de Fimalac (80%) se situe entre 34,1 millions d'euros et 47,0 millions d'euros, soit une valeur par action Fimalac comprise entre 1,3 euros et 1,8 euros.

3.2.2.7 Actif Net Réévalué – Evaluation de l'actif immobilier situé au 97, rue de Lille, Paris

Au sujet de l'immeuble situé 97 rue de Lille, le rapport de l'expert immobilier CHB Valuation (datant du 16 février 2016) extériorise une valeur de 17,6 millions d'euros. Le rapport de l'expert dégage une valorisation selon plusieurs méthodes :

- Capitalisation du revenu : 18,6 millions d'euros
- Comparaison directe : 17,5 millions d'euros
- Valeur vénale libre : 19,3 millions d'euros
- Valeur vénale occupée : 17,6 millions d'euros

La fourchette retenue se situe donc entre 17,5 millions d'euros et 19,3 millions d'euros, soit 0,7 euros par action Fimalac.

3.2.2.8 Actif Net Réévalué – Evaluation de l'actif immobilier situé au 101, rue de Lille, Paris

Quant à l'actif immobilier situé 101 rue de Lille, la valorisation se base sur le prix d'acquisition payé en novembre 2010, et des travaux effectués, s'élevant à 13,1 millions d'euros, soit 0,5 euros par action Fimalac.

3.3 Synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre

Résumé de la valorisation de Fimalac - Actif Net Réévalué

en m€	% détention	FOURCHETTE BASSE	FOURCHETTE HAUTE	MOYENNE	FIMALAC € / ACTION ⁽¹⁾		
		Valeur des Fonds Propres	Valeur des Fonds Propres	Valeur des Fonds Propres	Basse	Haute	Moyenne
Fitch	20,0%	971	1 246	1 108	36,4€	46,7€	41,6€
Groupe Lucien Barrière	40,0%	240	300	270	9,0€	11,2€	10,1€
SFCMC	10,0%	22	38	30	0,8€	1,4€	1,1€
Entertainment	100,0%	45	60	53	1,7€	2,2€	2,0€
Webedia	84,3%	379	464	421	14,2€	17,4€	15,8€
North Colonnade	80,0%	34	47	41	1,3€	1,8€	1,5€
97 rue de Lille	100,0%	17	19	18	0,7€	0,7€	0,7€
101 rue de Lille	100,0%	13	13	13	0,5€	0,5€	0,5€
Passage de la VE à la VFP	100,0%	1 242	1 331	1 286	46,6€	49,9€	48,2€
TOTAL		2 964	3 517	3 240	111,1€	131,9€	121,5€
Cours de l'action Fimalac	81,0€	<i>au 14-03-2016</i>					
Prime induite					37%	63%	50%

(1) Sur la base d'un capital social de 26 920 000 actions retraité de 252 236 actions détenues en autocontrôle, soit un total de 26 667 764 actions

Pour les besoins des travaux d'évaluation, les Etablissements Présentateurs ont analysé la décote moyenne sur l'actif net réévalué de plusieurs holdings financières cotées, telles qu'extériorisée par les analystes de recherche.

Il ressort que la décote observée sur les holdings financières qui ont :

- un flottant supérieur à 45% (Eurazeo, Groupe Bruxelles Lambert, Wendel Group,...) se situe en moyenne entre 15% et 25%
- un flottant inférieur à 35% (Compagnie Lebon, Foncière, Financière et de Participations (FFP), Groupe Bolloré,...) et un actionnariat familial de référence, à l'instar de Fimalac, holding financière contrôlée à 87,0% par Marc Ladreit de Lacharrière avec un flottant (hors autocontrôle) d'environ 12,0%, se situe en moyenne entre 25% et 40%

Dans le cas de la présente évaluation, les Etablissements Présentateurs ont retenu une fourchette de décote de holding ente 15% et 20%, avec une valeur centrale à 17,5%.

Niveaux de prime extériorisés par le Prix de l'Offre selon différents cours de référence de l'action Fimalac

Au 14-03-2016

	Action Fimalac (en Euros)	Prime induite, sur la base d'un prix d'offre de 101,0€
Dernier cours de bourse au 14-03-2016	81,00	24,7%
Cours moyen pondéré sur 1 mois	80,15	26,0%
Cours moyen pondéré sur 3 mois	78,52	28,6%
Cours moyen pondéré sur 6 mois	79,83	26,5%
Cours moyen pondéré sur 12 mois	81,38	24,1%
Cours le plus haut 12 mois (11-05-2015)	92,60	9,1%
Cours le plus bas 12 mois (13-03-2015)	73,94	36,6%

Valeur par action induite par l'Actif Net Réévalué de Fimalac

Fourchette de valorisation	Décote de holding appliquée	Valeur par action induite (€)	Prime/(Décote) induite par le prix de l'offre de 101,0 €/action
Fourchette Basse	20,0%	97	3,9%
Fourchette Haute	15,0%	103	(2,2%)
Fourchette Moyenne	17,5%	100	0,8%

4. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le cabinet Finexsi, représenté par M. Olivier Peronnet, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration lors de sa séance du 12 février 2016, en application des articles 261-1 I et suivants du règlement général de l'AMF, afin de se prononcer sur le caractère équitable du prix offert et des conditions de l'Offre.

Le rapport de l'expert indépendant, établi le 14 mars 2016, est reproduit ci-après.



F I N E X S I

EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Fimalac

ATTESTATION D'EQUITE

Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par la
société FIMALAC visant ses propres actions

14 mars 2016



Sommaire

1. Présentation de l'opération	4
1.1. Contexte de l'opération.....	4
1.2. Mission du cabinet FINEXSI	7
1.3. Diligences effectuées	8
2. Présentation du groupe FIMALAC.....	9
2.1. Présentation de la Société et du groupe FIMALAC	9
2.1.1. Historique du groupe	9
2.1.2. Présentation des activités du groupe FIMALAC.....	10
2.2. Présentation financière des activités	11
2.2.1. Données financières du groupe FIMALAC	12
2.2.2. Perspectives	13
3. Méthodes d'évaluation des actions de la société FIMALAC	13
3.1. Méthodes d'évaluation écartées	13
3.1.1. L'actif net comptable consolidé	13
3.1.2. Actualisation des flux de trésorerie futurs	13
3.1.3. Méthode des comparables boursiers et de transactions	14
3.1.4. Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société.....	14
3.1.5. La valeur de rendement.....	14
3.1.6. Objectifs de cours des analystes.....	14
3.2. Méthodes d'évaluation retenues	15
3.2.1. La référence au cours de bourse de FIMALAC	15
3.2.2. L'actif net réévalué	16
4. Valorisation de la société FIMALAC par référence au cours de bourse	17
5. Valorisation de la société FIMALAC par la méthode de l'actif net réévalué ..	18
5.1. FITCH GROUP	18
5.1.1. Présentation de la société FITCH GROUP	18
5.1.2. Evaluation des fonds propres de la société FITCH GROUP	21
5.2. Groupe Lucien Barrière	23
5.2.1. Présentation de la société GROUPE LUCIEN BARRIERE	23
5.2.2. Evaluation des fonds propres de la société GROUPE LUCIEN BARRIERE.....	27
5.2.3. Synthèse des évaluations de la participation de 40% dans GROUPE LUCIEN BARRIERE.....	38



5.3.	Société Fermière du Casino Municipal de Cannes (« SFCMC »).....	39
5.3.1.	Présentation de SFCMC.....	39
5.3.2.	Evaluation des actions SFCMC.....	42
5.3.3.	Synthèse des évaluations de la participation de 10% dans SFCMC.....	51
5.4.	WEBEDIA.....	52
5.4.1.	Présentation du groupe WEBEDIA.....	52
5.4.2.	Evaluation des fonds propres de la société WEBEDIA.....	56
5.4.3.	Synthèse de la valorisation de la société WEBEDIA.....	68
5.5.	Pôle Entertainment.....	69
5.5.1.	Présentation du pôle Entertainment.....	69
5.5.2.	Evaluation des fonds propres du pôle Entertainment.....	70
5.5.3.	Synthèse de la valorisation du pôle Entertainment.....	76
5.6.	Actifs Immobiliers.....	77
5.6.1.	Présentation des actifs Immobiliers.....	77
5.6.2.	Evaluation des actifs Immobiliers.....	78
5.6.3.	Synthèse de la valorisation des actifs immobiliers.....	81
5.7.	Participations non réévaluées.....	82
5.8.	Fimalac.....	82
5.8.1.	Données de référence de la société FIMALAC.....	82
5.8.2.	Décotes de holding.....	84
5.8.3.	Actif net comptable réévalué.....	85
5.8.4.	Synthèse de la valorisation de la société FIMALAC.....	86
6.	Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les établissements présentateurs.....	87
6.1.	Choix des critères d'évaluation.....	87
6.2.	Mise en œuvre des différents critères.....	87
6.2.1.	Données financières.....	87
6.2.2.	Analyse du cours de bourse.....	87
6.2.3.	Actif net réévalué.....	88
7.	Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix offert.....	92
7.1.	Synthèse de nos travaux d'évaluation.....	92
7.2.	Attestation sur le caractère équitable du prix de l'Offre.....	92
	Annexe unique.....	94



1. Présentation de l'opération

1.1. Contexte de l'opération

Il ressort du projet de note d'information établi par FIMALAC (ci-après « FIMALAC » ou « la Société »), qui seul fait foi et auquel il convient de se reporter, les informations suivantes :

« Le conseil d'administration de F. Marc de Lacharrière (Fimalac), société anonyme au capital de 118.448.000,00 euros, dont le siège social est situé 97, rue de Lille, 75007 Paris, et immatriculée auprès du registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 542 044 136 (« Fimalac » ou la « Société »), a décidé, en vertu de l'autorisation d'opérer sur ses propres actions qui lui a été conférée par la sixième résolution de l'assemblée générale mixte des actionnaires du 10 juin 2015, en application de l'article L.225-209 du Code de commerce, de proposer aux actionnaires de Fimalac de leur racheter leurs actions, dans la limite de 6,32% du capital, soit un nombre maximum de 1 700 000 actions, dans le cadre du programme de rachat d'actions de la Société approuvé par ladite assemblée générale des actionnaires, sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée (l'« Offre »). Cette Offre est réalisée conformément aux dispositions du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 6° et suivants du règlement général de l'AMF.

Le prix de l'Offre est de 101 euros par action de la Société. Ce prix tient compte de la décision du conseil d'administration de soumettre au vote de l'assemblée générale mixte des actionnaires du 15 juin 2016, la distribution d'un dividende de 2,10 euros par action.

L'Offre porte sur un nombre maximum de 1 700 000 actions, représentant au 29 février 2016, 6,32% du capital social et 6,28% des droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total de 26 920 000 actions et 27 081 249 droits de vote théoriques calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, étant précisé qu'à cette date la Société détenait directement 252 236 de ses actions (y compris 42 165 actions détenues dans le cadre d'un contrat de liquidité), soit 0,94% du capital social. L'intention de la Société est d'annuler les actions rachetées dans le cadre de l'Offre.

Les actions Fimalac sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris (« Euronext Paris ») sous le code ISIN FR0000037947.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera ouverte pour une durée de vingt (20) jours de négociation. Elle est présentée par Société Générale, BNP Paribas, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank et Crédit Industriel et Commercial (les « Etablissements Présentateurs »). Seule Société Générale garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société dans le cadre de l'Offre.»



Motifs de l'Offre

« L'Offre constitue, étant donné la faible liquidité durable qui affecte aujourd'hui le titre, une opportunité pour l'ensemble des actionnaires, à l'exception de ceux ayant manifesté leur intention de ne pas apporter leurs titres à l'Offre, de réaliser tout ou partie de leur investissement, en fonction de leur propre stratégie vis-à-vis de la Société et du niveau des cours de bourse actuels.

Il est précisé que la Société n'a reçu aucun engagement d'actionnaires de participer à l'Offre. En outre, la Société et son actionnaire majoritaire sont attachés à la cotation des actions Fimalac et n'ont donc pas l'intention, dans les 12 mois à venir, de demander la radiation des actions d'Euronext Paris ou de procéder à un retrait obligatoire des actions. En conséquence, les actionnaires qui ne souhaiteraient pas participer à l'Offre pourront continuer d'accompagner la Société dans la poursuite de son développement.

Pour la Société, l'Offre constitue également un bon placement de sa trésorerie, peu volatil au regard des évolutions récentes constatées sur les marchés boursiers.

L'Offre répond ainsi à la volonté de la société Fimalac d'offrir une liquidité exceptionnelle aux actionnaires minoritaires et de leur distribuer une partie des importantes plus-values réalisées au cours de l'exercice 2015.

L'Offre entièrement libellée en numéraire, confère aux actionnaires de Fimalac l'opportunité d'obtenir une liquidité partielle immédiate de leurs actions à un prix attractif. Dans le cadre de l'Offre, la Société propose aux actionnaires une prime de 24,7% par rapport au cours de clôture de l'action de Fimalac le 14 mars 2016, le dernier jour de négociation précédant l'annonce de l'opération, et des primes respectivement de 26,0% et 28,6% sur les moyennes pondérées par les volumes des cours de bourse sur une période d'un mois et de trois mois avant cette date.

L'intention de la Société est d'annuler les actions rachetées dans le cadre de l'Offre, conformément aux objectifs du programme de rachat d'actions autorisé par l'assemblée générale mixte des actionnaires du 10 juin 2015. La Société ayant annulé, le 5 avril 2015, 1 910 000 actions représentant 6,63% du capital, la Société annulera un nombre maximum d'actions représentant 3,37% du capital immédiatement à l'issue de l'Offre. Le solde des actions acquises dans le cadre de l'Offre sera annulé à partir d'avril 2017, conformément aux règles régissant l'annulation d'actions propres. »

Sur les conséquences de l'Offre

Nous comprenons que l'Offre n'aura pas de conséquence notable sur le contrôle de la Société, sur sa gouvernance et sur sa gestion opérationnelle.

« Fimalac entend poursuivre son activité dans la continuité de la stratégie actuellement suivie. L'Offre n'a aucun impact sur sa politique industrielle, commerciale et financière. Fimalac demeurera un holding diversifié, opérant dans les secteurs des services financiers, l'hôtellerie de luxe et les loisirs, le digital, l'entertainment et l'immobilier. »



« L'Offre ne modifiera pas la politique de distribution de dividendes de Fimalac et le conseil d'administration de la Société a décidé, lors de sa réunion du 14 mars 2016, de soumettre au vote de l'assemblée générale mixte des actionnaires du 15 juin 2016 la distribution d'un dividende de 2,10 euros par action. Le prix de l'Offre tient compte de cette proposition de dividende. »

« S'agissant d'une offre de rachat par Fimalac de ses propres actions, l'Offre n'aura pas pour conséquence la mise en œuvre d'une procédure de retrait des actions de Fimalac de la cotation sur Euronext Paris. La Société et son actionnaire majoritaire sont attachés à la cotation des actions Fimalac et n'ont donc pas l'intention de demander la radiation des actions d'Euronext Paris ou de procéder à un retrait obligatoire des actions Fimalac.»

Aucun accord connexe n'est stipulé dans le projet de note d'information établi par FIMALAC.

Mécanisme de réduction dans le cadre de l'Offre

« Si le nombre d'actions présentées en réponse à l'Offre est supérieur au nombre maximum de 1 700 000 actions que la Société s'engage à acquérir de manière irrévocable, les règles de réduction propres à l'offre publique d'achat simplifiée prévues à l'article 233-5 du règlement général de l'AMF seront applicables et il sera procédé, pour chaque actionnaire répondant à l'Offre, à une réduction de sa demande proportionnellement au nombre d'actions présentées à l'Offre sous réserve des arrondis.

Les actions qui ne seront pas acceptées dans le cadre de l'Offre en raison de ce mécanisme de réduction proportionnelle seront restituées à leurs détenteurs sous réserve des arrondis. »

Intention de Groupe MARC DE LACHARRIERE et des personnes agissant de concert avec lui

« Groupe Marc de Lacharrière, société anonyme au capital de 30 932 736 euros, dont le siège social est situé 11 bis, rue Casimir Périer, 75007 Paris, immatriculée auprès du Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 331 604 983, détient 86,11% du capital et 85,60% des droits de vote théoriques de la Société au 29 février 2016, et est son principal actionnaire.

Groupe Marc de Lacharrière, entièrement détenu par Monsieur Marc Ladreit de Lacharrière et sa famille, a indiqué son intention de ne pas apporter à l'Offre les 23 181 092 actions qu'il détient dans le capital de Fimalac représentant 86,11% du capital et 85,60% des droits de vote théoriques de la Société au 29 février 2016.

Fondation Culture & Diversité, MM. Marc Ladreit de Lacharrière, Jérémie Ladreit de Lacharrière et Mmes Eléonore Ladreit de Lacharrière, Bérangère Ladreit de Lacharrière et Clarisse Ladreit de Lacharrière, agissant de concert avec Groupe Marc de Lacharrière, ont également indiqué leur intention de ne pas apporter à l'Offre les actions qu'ils détiennent dans le capital de Fimalac, représentant ensemble 0,91% du capital et des droits de vote théoriques de la Société au 29 février 2016.»



Intention des membres du conseil d'administration

« Les membres du conseil d'administration de Fimalac ont chacun indiqué qu'ils n'avaient pas l'intention d'apporter leurs actions Fimalac à l'Offre. »

1.2. Mission du cabinet FINEXSI

Le cabinet FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER (ci-après « FINEXSI ») a été désigné par le Conseil d'Administration de la Société FIMALAC le 12 février 2016 en qualité d'expert indépendant pour apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, sur les fondements de l'article 261-1 3° du règlement général de l'AMF.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par FIMALAC, et par les banques SOCIETE GENERALE CIB, BNP PARIBAS, CREDIT AGRICOLE CIB et CIC, en qualité d'établissements présentateurs de l'Offre (ci-après « les établissements présentateurs »). Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués.

Le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés,

- sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit règlement général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission.

Le cabinet FINEXSI atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

Sans que cela soit de nature à remettre en cause notre indépendance, nous portons à votre connaissance le fait que le cabinet FINEXSI est intervenu en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'augmentation de capital de la société WEBEDIA intervenue au mois de février 2016. L'actif évalué à cette occasion représente environ 14% de la valeur estimée de FIMALAC, et les honoraires perçus ont représenté moins de 1% du chiffre d'affaires de FINEXSI.



1.3. Diligences effectuées

Le détail de nos diligences figure en Annexe.

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Appréhender le contexte dans lequel se situe l'opération envisagée, ainsi que les modalités de l'Offre ;
- Analyser l'activité du groupe FIMALAC, son évolution et ses perspectives de développement avec le management opérationnel ;
- Examiner les dernières notes émises par les analystes qui suivent la valeur FIMALAC, ainsi que le consensus de marché en résultant ;
- Analyser les éléments de valorisation préparés par les établissements présentateurs de l'Offre ;
- Mettre en œuvre une approche multicritères de la valeur de la Société FIMALAC ;
- Préparer une attestation d'équité exposant les travaux de l'expert indépendant, l'évaluation de l'action FIMALAC et son opinion sur le caractère équitable du prix offert.

Dans le cadre de notre mission nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) publiées par la Société au titre des derniers exercices clos.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (transactionnelles et boursières), nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et les transactions comparables à partir de nos bases de données financières.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux des établissements présentateurs de l'Offre tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix offert et résumés dans le projet de note d'information. Nous avons dans ce cadre tenu plusieurs réunions de travail avec les représentants des établissements présentateurs.

Une revue qualité a été effectuée par Monsieur Lucas ROBIN, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.



2. Présentation du groupe FIMALAC

2.1. Présentation de la Société et du groupe FIMALAC

FIMALAC SA (ci-après « FIMALAC » ou la « Société ») est une société anonyme de droit français, dont le siège social est situé 97 rue de Lille, à Paris.

FIMALAC est la société mère du groupe éponyme (ci-après «le groupe FIMALAC » ou la « le Groupe »). Elle n'a pas d'activité économique propre mais détient des participations dans plusieurs sociétés qui opèrent dans des secteurs d'activité variés.

Au 29 février 2016, son capital s'élevait à 118.448.000,00€, et était composé de 26.920.000 actions, toutes de même catégorie et entièrement libérées.

L'action FIMALAC est cotée sur Euronext Paris (Compartiment A).

Fimalac - Répartition du capital

Au 29/02/2016	Nombre d'actions	% du capital
Groupe Marc de Lacharrière	23 181 092	86.11 %
M. Marc Ladreit de Lacharrière et sa famille	92 250	0.34 %
Sous-total 1	23 273 342	86.45 %
Auto-contôle	252 236	0.94 %
Fondation Culture & Diversité	153 250	0.57 %
Sous-total 2	405 486	1.51 %
Public	3 241 172	12.04 %
Total	26 920 000	100.00 %

Source: Fimalac

La Société a par ailleurs attribué 41.600 actions gratuites qui seront définitivement acquises par leurs bénéficiaires le 26 mars 2016. Elles ne pourront être cédées qu'après une période de conservation de 3 ans, expirant le 26 mars 2019. Ces actions gratuites ne pourront donc pas être apportées à l'Offre dès lors que leur période de conservation n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre.

2.1.1. Historique du groupe

FIMALAC est une société holding créée en 1991 par Monsieur Marc LADREIT DE LACHARRIERE (voir historique détaillé ci-après), laquelle a connu un très fort développement.

A partir de 2007, la Société a acquis des biens immobiliers à Londres puis à Paris.



Par la suite, le groupe a diversifié ses activités par l'intermédiaire de sa filiale FIMALAC DEVELOPPEMENT¹ :

- En 2010, le groupe s'est diversifié dans le secteur de l'Entertainment avec les acquisitions de VEGA (exploitation de salles de spectacles et d'infrastructures sportives) et GILBERT COULLIER PRODUCTIONS (productions de spectacles). Le groupe continu à prendre des participations dans diverses sociétés du secteur ;
- En 2011, le groupe a acquis des participations dans les sociétés casinotières et d'hôtellerie de luxe et de loisirs, GROUPE LUCIEN BARRIERE et SOCIETE FERMIERE DU CASINO MUNICIPAL DE CANNES.

En 2013, le groupe FIMALAC a racheté la majorité des parts du groupe WEBEDIA, société créée en 2007 et spécialisée dans la gestion de sites internet, afin de constituer et développer le pôle « Digital » du groupe. De nombreuses acquisitions ont ensuite été réalisées dans ce secteur depuis 2013.

2.1.2. Présentation des activités du groupe FIMALAC

FIMALAC détient aujourd'hui directement et indirectement par l'intermédiaire de la société FIMALAC DEVELOPPEMENT, des participations diversifiées dans les sociétés opérationnelles ou secteurs d'activité suivants :

FITCH GROUP :

Il s'agit d'un groupe de services financiers composé de FITCH RATINGS (agence de notation), FITCH SOLUTIONS (recherche, abonnements), FITCH LEARNING (enseignement, formation) et BUSINESS MONITOR INTERNATIONAL (information financière).

Le groupe est détenu à 20% par FIMALAC depuis la cession de 30% des parts à la société HEARST le 12 mars 2015, pour un montant de 1.989,5M\$ (soit une contre-valeur de 1.875M€ au jour de la cession).

GROUPE LUCIEN BARRIERE (ci-après « GLB ») et SOCIETE FERMIERE DU CASINO MUNICIPAL DE CANNES (ci-après « SFCMC ») :

GLB est l'un des principaux acteurs de l'hôtellerie de luxe et des casinos en Europe.

SFCMC est une société exploitant deux casinos et deux hôtels prestigieux à Cannes.

WEBEDIA :

WEBEDIA est un éditeur thématique du web spécialisé dans le divertissement qui occupe une place de leader en France et en Europe. Le groupe exploite plus de cinquante sites internet, dont une vingtaine en France, et est classé au 7^{ème} rang² en France en termes d'audience.

¹ FIMALAC DEVELOPPEMENT est une société de droit Luxembourgeois, au capital de 322.600.000€, détenue à 100% par FIMALAC SA.

² Selon classement Nielsen de juillet 2015 retraité du rapprochement entre CCM benchmark et le Figaro intervenu en octobre 2015.



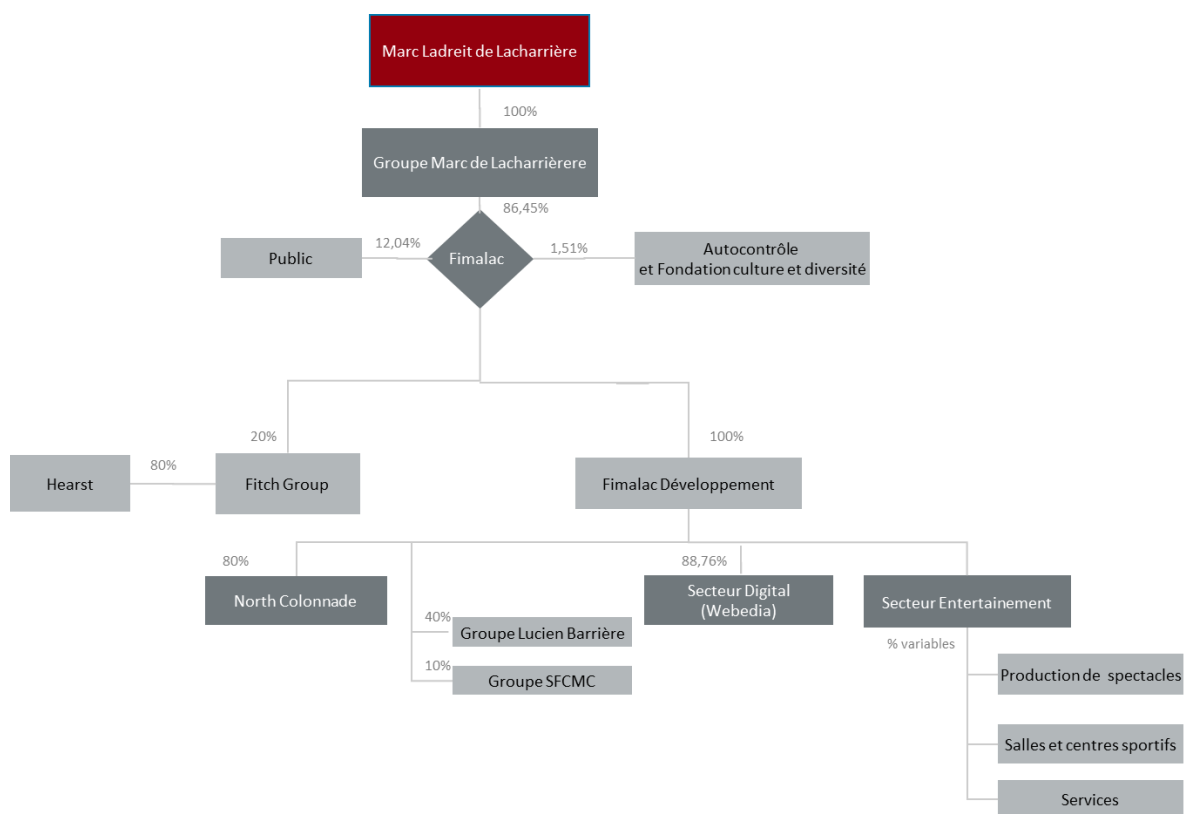
ENTERTAINMENT :

Depuis 2010, le groupe se développe dans le secteur de l'Entertainment avec l'acquisition de participations dans des sociétés de production de spectacles (GILBERT COULLIER PRODUCTIONS), d'exploitation de salles de spectacles et d'infrastructures sportives (VEGA) ou encore de billetterie (KYRO).

IMMOBILIER :

A travers sa filiale NORTH COLONNADE LTD, le Groupe détient un important immeuble de bureaux à Londres. En France, le groupe détient 2 actifs immobiliers situés dans le 7^{ème} arrondissement de Paris, dont le siège social de la Société.

Au 29 février 2016, l'organigramme simplifié du Groupe se présente comme suit :



Les sociétés FITCH GROUP, GROUPE LUCIEN BARRIERE et SFCMC sont mises en équivalence dans les comptes consolidés de FIMALAC. Présentation financière des activités



2.2. Présentation financière des activités

2.2.1. Données financières du groupe FIMALAC

Les comptes consolidés résumés 2014 et 2015 de FIMALAC se présentent comme suit :

ACTIF

En M€	31/12/2015	31/12/2014
Actifs non courants	1 455	1 170
Dont écarts d'acquisitions	524	279
Actifs courants	1 674	163
Dont trésorerie et équivalents de trésorerie	1 482	31
Actifs destinés à être cédés		199
Total de l'Actif	3 129	1 532

PASSIF

En M€	31/12/2015	31/12/2014
Capitaux propres	2 202	832
Passifs non courants	493	318
Dont dettes financière à long terme	431	295
Passifs courants	433	382
Dont dettes financière à court terme	54	28
Total du Passif	3 129	1 532

COMPTE DE RESULTAT

En M€	31/12/2015	31/12/2014
Chiffre d'affaires	225	115
Résultat opérationnel	(121)	(11)
QP du résultat net de Fitch MEE	40	82
Résultat de cession (Fitch)	1 653	(0)
Autres	11	17
Résultat net part du groupe	1 583	87



2.2.2. Perspectives

Comme expliqué ci-avant (cf. §2.1.2), FIMALAC détient désormais une participation minoritaire à hauteur de 20% dans FITCH GROUP.

FIMALAC pourrait se désengager de FITCH GROUP à moyen terme, puisque HEARST a accordé une option de vente à FIMALAC, portant sur le solde des titres détenus par cette dernière (20%) et exerçable à compter de mars 2017, sachant que FIMALAC a déjà cédé 80% de FITCH GROUP à HEARST entre 2006 et 2015 (cf. ci-après).

Un des axes de développement du Groupe est désormais le secteur Digital, au travers de la société WEBEDIA, acquise en 2013. Le Groupe entend poursuivre sa stratégie de développement, en réalisant de nouvelles acquisitions qui viendraient renforcer ses 5 thématiques que sont le cinéma, les jeux vidéo, la mode/beauté/people, la cuisine/gastronomie et le tourisme. L'ambition de FIMALAC est de devenir un leader du web sur ces thématiques, aussi bien en France qu'à l'étranger.

3. Méthodes d'évaluation des actions de la société FIMALAC

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritères des actions de la Société.

3.1. Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

3.1.1. L'actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs, en particulier ceux créés par l'entreprise.

Pour information, l'actif net comptable consolidé (part du groupe) au 31 décembre 2015 s'établit à 2.208,9M€, soit une valeur par action de 82,8 €³.

3.1.2. Actualisation des flux de trésorerie futurs

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Cette méthode n'est pas pertinente dans le cadre de l'évaluation d'une société holding. Elle sera en revanche mise en œuvre dans le cadre de l'évaluation de certaines des participations détenues par le Groupe.

³ Nombre total d'actions de 26.667.764 au 29 février 2016, hors autocontrôle.



3.1.3. Méthode des comparables boursiers et de transactions

La méthode des comparables (boursiers et de transactions) consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité ou extériorisés lors d'opérations de rachats.

FIMALAC étant une holding diversifiée détenant des participations dans plusieurs secteurs d'activité différents, l'approche de valorisation globale par les comparables boursiers ou de transactions ne semble pas pertinente.

3.1.4. Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

Cette méthode consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital.

Concernant FIMALAC, en l'absence de transactions récentes hors marché ou d'augmentations de capital récentes, cette méthode ne sera pas retenue.

3.1.5. La valeur de rendement

Cette méthode, qui consiste à actualiser des dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la direction et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement.

Cette méthode ne sera pas retenue car FIMALAC n'a pas annoncé de prévisions en matière de distribution.

3.1.6. Objectifs de cours des analystes

Cette méthode consiste à déterminer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers.

Le titre de la Société fait l'objet d'un suivi très limité de la part des analystes compte tenu de son flottant restreint. Seul EXANE BNP PARIBAS a publié un objectif de cours en 2015, sans avoir publié d'étude détaillée en support. Dans ces conditions, il ne nous semble pas pertinent de retenir ce critère dans notre évaluation.

A titre d'information, le dernier objectif de cours avant l'annonce s'établissait à 87,00€, le 2 juillet 2015. Sur cette base, le prix offert de 101,00€ (coupon attaché) fait ressortir une prime de 16,09%.

3.2. Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes, à titre principal :

- L'analyse du cours de bourse de FIMALAC ;
- La méthode de l'actif net réévalué.

3.2.1. La référence au cours de bourse de FIMALAC

Les actions FIMALAC sont actuellement cotées sur le compartiment A du marché Euronext Paris (Code ISIN FR0000037947).

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié sous réserve d'un niveau de flottant et de liquidité suffisants.

Avant opération, sur la base des informations telles qu'elles ressortent du tableau présenté au paragraphe 2.1, le flottant ressortait à 12,04%.

Sur la base du dernier cours au 14 mars 2016, les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

Fimalac - Analyse du cours de bourse

	Cours (€)	Volume moyen échangé (K unités)	Volume échangé cumulé (K unités)	Capital moyen échangé (K€)	Capital moyen cumulé (K€)	% du capital ⁽¹⁾		% du flottant ⁽²⁾	
						Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (14/3/2016)	81.00	0.7	0.7	59.9	59.9	0.00 %	0.00 %	0.02 %	0.02 %
CMPV 1 mois	80.15	1.1	23.4	89.2	1 873.2	0.00 %	0.09 %	0.03 %	0.73 %
CMPV 3 mois	78.41	1.2	74.0	92.1	5 802.4	0.00 %	0.28 %	0.04 %	2.30 %
CMPV 6 mois	79.70	1.1	137.2	85.5	10 938.0	0.00 %	0.51 %	0.03 %	4.26 %
CMPV 12 mois	81.13	1.4	363.8	114.8	29 514.2	0.01 %	1.36 %	0.04 %	11.28 %
CMPV 24 mois	68.06	1.9	982.6	130.9	66 875.1	0.01 %	3.68 %	0.06 %	30.41 %

(1) : Calculé sur la base du nombre d'actions en circulation fourni par Fimalac au 29/02/2016

(2) : Calculé sur la base du flottant fourni par Fimalac au 29/02/2016

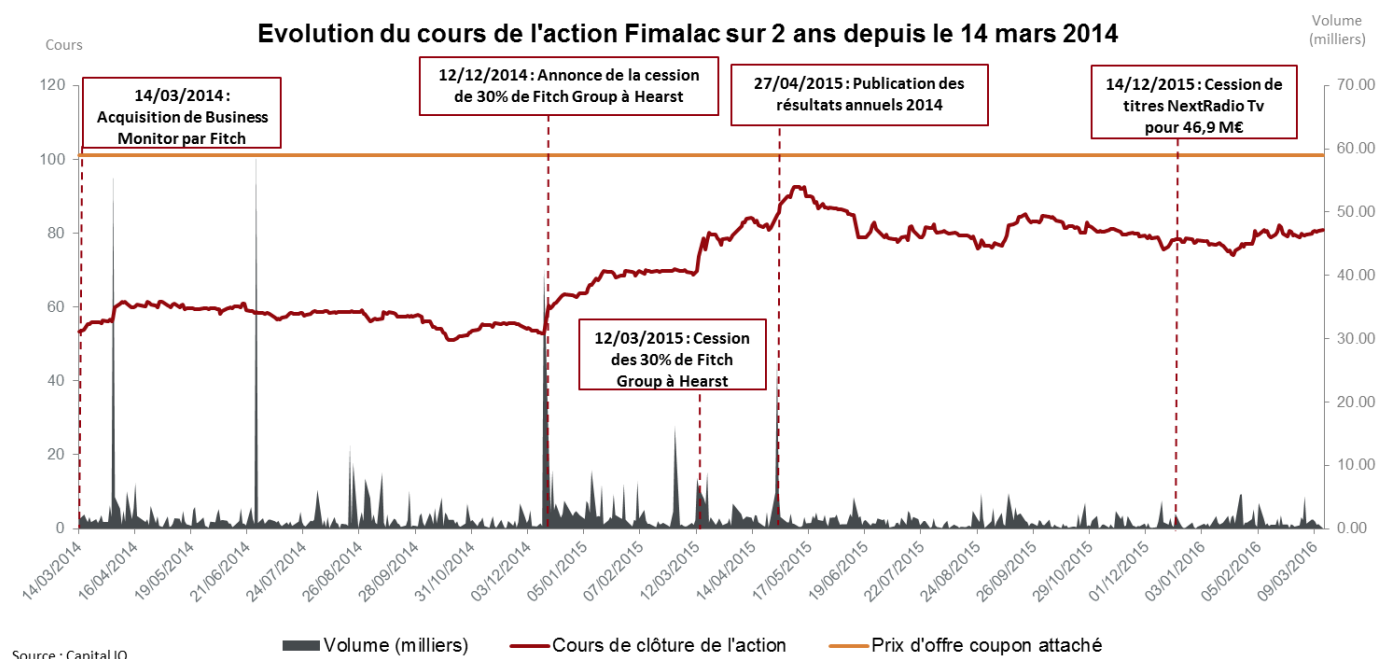
Source : Capital IQ et analyse Finexsi.

Sur les 12 derniers mois (antérieurs au 14 mars 2016), le volume d'actions FIMALAC échangé est de 363,8 milliers d'actions (soit environ 1,4 milliers d'actions / jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 11,28%.

Si l'on étend ces observations sur 24 mois, le volume d'actions échangées passe à 982,6 milliers, soit 1,9 milliers d'actions / jour de cotation, et la rotation du capital flottant s'établit à 30,41%.



Le cours de bourse de l'action FIMALAC a évolué comme suit entre le 14 mars 2014 et le 14 mars 2016 :



Le titre FIMALAC présente un flottant relativement faible (12,04%) mais nous considérons que la liquidité du titre est suffisante avec une rotation du flottant de 30,41% sur 24 mois, pour retenir le cours de bourse comme une référence pertinente.

3.2.2. L'actif net réévalué

S'agissant d'une société holding, détenant des participations diversifiées, l'approche d'évaluation qui nous semble la plus pertinente est celle de l'actif net comptable réévalué, qui consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché, indépendamment de leur inclusion dans un processus d'exploitation, ce qui est le cas de la société FIMALAC.

En conséquence, nous avons procédé à la réévaluation des principaux actifs du groupe FIMALAC sur la base d'une approche multicritères. Les valeurs ainsi obtenues ont ensuite été additionnées pour déterminer la valeur des fonds propres de la Société, après prise en compte de sa position de trésorerie nette au 31 décembre 2015.

Enfin, compte tenu du profil de holding diversifié, il convient de s'interroger sur le niveau de décote sur l'actif net réévalué à retenir en fonction de l'observation sur des sociétés cotées au profil comparable, la société FIMALAC ne publiant pas son actif net réévalué.



4. Valorisation de la société FIMALAC par référence au cours de bourse

Nous présentons ci-dessous les cours de bourse moyens pondérés par les volumes au 14 mars 2016, soit avant l'annonce de l'Offre.

Fimalac - Analyse du cours de bourse

	Cours	Prime induite par le prix d'offre de 101 €
Cours spot au 14 mars 2016	81.00 €	24.7%
CMPV 1 mois	80.15 €	26.0%
CMPV 3 mois	78.41 €	28.8%
CMPV 6 mois	79.70 €	26.7%
CMPV 12 mois	81.13 €	24.5%
CMPV 24 mois	68.06 €	48.4%
Cours le plus haut sur 12 mois ⁽¹⁾	92.60 €	9.1%
Cours le plus bas sur 12 mois ⁽²⁾	73.94 €	36.6%
Cours le plus haut sur 24 mois ⁽³⁾	92.60 €	9.1%
Cours le plus bas sur 24 mois ⁽⁴⁾	51.05 €	97.8%

Source : Capital IQ, analyse Finexsi.

*CMPV : cours moyen pondéré par les volumes.

⁽¹⁾ Le 11 mai 2015.

⁽²⁾ Le 13 mars 2015.

⁽³⁾ Le 11 mai 2015.

⁽⁴⁾ Le 20 octobre 2014.

Le cours de bourse de FIMALAC n'a jamais atteint le prix de l'Offre sur les deux dernières années.

Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 24,7% par rapport au cours spot du 14 mars 2016 et des primes de 26,0% à 28,8% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 mois à 3 mois.



5. Valorisation de la société FIMALAC par la méthode de l'actif net réévalué

L'actif net réévalué de FIMALAC correspond à la somme des participations détenues par le Groupe dans les différents secteurs d'activité. Nos travaux ont plus particulièrement porté sur les participations suivantes :

- FITCH GROUP (§ 5.1) ;
- GROUPE LUCIEN BARRIERE (§ 5.2) ;
- SOCIETE FERMIERE DU CASINO MUNICIPAL DE CANNES (§ 5.3) ;
- WEBEDIA (§ 5.4) ;
- Pôle Entertainment (§ 5.5) ;
- Actifs immobiliers (§ 5.6) ;
- Participations non réévaluées (§ 5.7).

La valeur de l'actif net réévalué de FIMALAC est ensuite déterminée après prise en compte de la trésorerie nette (§ 5.8.1.2) et de la décote de holding (§ 5.8.2).

5.1. FITCH GROUP

5.1.1. Présentation de la société FITCH GROUP

5.1.1.1. Historique de la société⁴

L'activité de notation au sein du groupe est née en 1992 suite à la création par FIMALAC d'un département de notation financière, suivie du rachat de la société IBCA (Angleterre) à la fin de la même année.

Après 5 années de développement sur le continent européen et la création de plusieurs filiales, FIMALAC réalise l'acquisition de FITCH aux ETATS-UNIS en 1997 et fusionne ses activités avec IBCA (création de la société FITCH-IBCA).

La société poursuit sa politique de croissance externe sur le continent américain au début des années 2000 par l'acquisition des sociétés DUFF & PHELPS (ETATS-UNIS) et BANK WATCH (CANADA). Elle devient alors la 3^{ème} agence mondiale de notation et prend la dénomination de FITCH RATINGS.

En 2008, la société crée une nouvelle filiale, FITCH SOLUTIONS, dont l'activité est centrée autour de la commercialisation de données et d'outils analytiques.

⁴ Source : Document de référence FIMALAC



En 2013 et 2014, le groupe poursuit sa diversification en créant une nouvelle filiale, FITCH LEARNING, spécialisée dans la formation et l'enseignement professionnel dans le domaine de la finance et en réalisant l'acquisition de BUSINESS MONITOR INTERNATIONAL, société présente sur les activités d'analyse de risques pays et les études sectorielles.

L'activité de FITCH GROUP s'articule donc aujourd'hui autour de 4 activités principales que sont :

- La notation ;
- La commercialisation de données et d'outils analytiques ;
- La formation dans le domaine de la finance ;
- L'analyse des risques pays et les études sectorielles.

FITCH GROUP est présent dans toutes les régions du monde (bureaux dans environ 50 pays) et poursuit son expansion.

Ses principaux concurrents à l'échelle mondiale sur le marché de la notation sont les agences MOODY'S et STANDARD & POOR'S.

Actionnariat

FIMALAC est à l'origine de la création de FITCH GROUP dont elle détenait 100% du capital jusqu'en 2005.

En 2006, des contacts ont été initiés avec la société HEARST⁵, qui souhaitait diversifier ses activités et est entrée au capital de FITCH GROUP en prenant une participation à hauteur de 20%.

De nouvelles cessions sont ensuite intervenues en 2009 (20%), en 2012 (10%), puis en mars 2015 avec la cession d'un bloc de 30%, transférant à HEARST le contrôle de FITCH GROUP.

A la date du présent rapport, FIMALAC ne détient plus que 20% de FITCH GROUP mais conserve des droits forts dans la gouvernance puisque Monsieur Marc LADREIT DE LACHARRIERE demeurera Président du Conseil d'Administration de FITCH GROUP jusqu'en 2020 et Président de son comité stratégique.

Concomitamment à la dernière cession de mars 2015, correspondant à un bloc de 30%, les parties ont conclu un avenant (avenant n°3) à leur pacte d'actionnaires de 2006.

Cet avenant accorde notamment à FIMALAC une option de vente à durée indéterminée, lui permettant de céder le solde de sa participation (20%) à tout moment, en une ou deux occasions séparées, à compter de mars 2017.

HEARST dispose pour sa part d'une option d'achat exerçable uniquement à compter du deuxième anniversaire du décès de Monsieur Marc LADREIT DE LACHARRIERE.

⁵ HEARST est un groupe de presse américain qui possède de nombreux journaux, magazines, stations de radio et chaînes de télévision.



Enfin, cet avenant définit la formule de calcul du prix de cession applicable lors de l'exercice de l'option d'achat ou de vente sur le solde de la participation détenue par FIMALAC⁶.

5.1.1.2. Données financières

Les comptes consolidés résumés de FITCH GROUP au titre des 2 derniers exercices clos se présentent comme suit :

ACTIF

En M\$	31/12/2015	31/12/2014
Immobilisations incorporelles	123	145
Immobilisations corporelles	61	64
Participations dans les entreprises associées	34	30
Autres	1 011	1 065
Actifs non courants	1 229	1 304
Créances d'exploitation	215	193
Actifs financiers CT	65	52
Trésorerie et équivalents de trésorerie	385	260
Autres	30	41
Actifs courants	696	546
Total de l'Actif	1 924	1 850

PASSIF

En M\$	31/12/2015	31/12/2014
Capitaux propres	768	733
Dettes financières	393	320
Fournisseurs et autres créditeurs	194	148
Autres	103	154
Passifs non courants	690	622
Passifs courants à -1 an	48	48
Dettes financières et comptes rattachés	145	174
Comptes de régularisation	261	261
Autres	13	12
Passifs courants	466	496
Total Passif	1 924	1 850

⁶ Il s'agit de la même formule de calcul que celle appliquée lors de la cession du bloc de 30% en mars 2015.



COMPTE DE RESULTAT

<i>En M\$</i>	31/12/2015	31/12/2014
Chiffre d'affaires	1 167	1 123
Charges d'exploitation	(583)	(578)
Autres Charges	(117)	(125)
Résultat d'exploitation	467	421
Résultat courant avant impôts	446	404

5.1.2. Evaluation des fonds propres de la société FITCH GROUP

5.1.2.1. Méthode d'évaluation retenue

Comme expliqué ci-avant, FIMALAC et HEARST disposent respectivement d'options de vente et d'achat concernant le solde de la participation de FIMALAC dans FITCH GROUP, ainsi que d'un droit de préemption en cas de cession des titres par l'une des parties. Ces dernières ont également défini dans leur pacte d'actionnaires et ses avenants, les modalités de calcul applicables à la cession de cette participation.

En conséquence, nous avons retenu la formule de calcul définie par les parties comme méthode d'évaluation des titres FITCH GROUP, dans la mesure où (i) les modalités de cession de cette participation à HEARST sont d'ores et déjà définies dans le pacte d'actionnaires et ses avenants, et où (ii) chaque actionnaire dispose d'un droit de première offre en cas de cession des titres par l'autre partie, rendant ainsi la cession à un tiers du solde minoritaire de la participation peu probable.

Nous rappelons par ailleurs que la cession du bloc de 30% intervenue le 12 mars 2015, pour un montant de 1.989,5M\$ (soit une contre-valeur de 1.875 M€ au jour de la cession), a été réalisée sur la base de cette même formule, et constitue donc à ce titre une référence de valorisation.

5.1.2.2. Mise en œuvre de la valorisation de la société FITCH GROUP

5.1.2.2.1. Taux de conversion

Les établissements présentateurs de l'Offre ont retenu, pour la valorisation des différents actifs libellés en devises, une approche basée sur un taux de conversion « forward », correspondant à la moyenne des prévisions du FMI, de Bloomberg et de BMI sur la période 2016 - 2020.

Les estimations retenues se présentent comme suit :

Prévisions de taux de change € / \$

	2016	2017	2018	2019	2020
FMI	1.12	1.13	1.14	1.15	1.17
Bloomberg	1.08	1.11	1.15	1.15	1.18
BMI	1.10	1.15	1.20	1.20	1.20
Moyenne	1.10	1.13	1.16	1.17	1.18





Nous considérons que cette approche est adaptée au contexte de la présente opération et à la nature du patrimoine de la Société, et en particulier pour l'évaluation de FITCH GROUP dans la mesure où la conversion de cet actif en € ne devrait intervenir qu'à moyen terme.

5.1.2.2.2. Application du pacte d'actionnaires

La méthode de valorisation définie entre les parties dans l'avenant n°3 du 15 mars 2015 au pacte d'actionnaires est fondée sur le multiple d'EBITDA de la société MOODY'S (comparable coté de FITCH GROUP), calculé sur la base de son cours de bourse lors du mois calendaire précédant la cession et après paiement des bonus. Il est appliqué à l'EBITDA de FITCH GROUP.

La position de trésorerie ou de dette nette de FITCH GROUP, ajustée des « *long term incentive plan* », permet ensuite le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

Nous avons par ailleurs intégré la fiscalité qui serait applicable à la cession de cette participation du point de vue de FIMALAC. Compte tenu d'un prix de revient fiscal des titres FITCH GROUP supérieur à leur valeur comptable dans les comptes sociaux de FIMALAC, des déficits reportables dont bénéficie FIMALAC et du taux d'imposition applicable sur les plus-values de cession (12% de la plus-value imposable au taux normal), l'impôt sur les sociétés dont serait redevable FIMALAC a été estimé à environ 20M€.

Nous avons appliqué la formule de calcul aux EBITDA 2015 et 2016e de FITCH GROUP, le calcul sur la base de l'EBITDA 2016e correspondant à celui qui serait appliqué en cas de cession des titres détenus par FIMALAC dès l'activation de son option de vente en mars 2017 (à l'exception du multiple boursier qui devrait être ajusté aux conditions de marché à la date de la cession).

Les calculs ont été arrêtés à la date du 29 février 2016.

La valorisation de la participation de FIMALAC (20%) dans FITCH GROUP se présente comme suit :

Fitch Group - Valeur des fonds propres (20%)

En M€

Fourchette basse	1 074.7
Fourchette haute	1 148.5

Le calcul basé sur l'EBITDA 2015 a été converti au taux de change moyen estimé pour l'année 2016 (1,10€/€) et celui basé sur l'EBITDA 2016 au taux de change moyen estimé pour l'année 2017 (1,13€/€), ce qui est conforme aux accords entre les parties (le calcul du prix de cession en 2017 serait basé sur l'EBITDA 2016 et converti au taux de change à la date de l'opération en 2017).

L'application des taux de change 2018, 2019 ou 2020, conduirait à des valeurs inférieures à celles présentées ci-dessus. Si l'on retenait un taux de change moyen sur la période du 29 février 2016 jusqu'à la date du présent rapport, les valeurs obtenues seraient comparables à celles retenues.



Nous retiendrons donc une fourchette de valeurs comprises entre 1.074,7M€ et 1.148,5M€.

A titre d'information, le multiple Valeur d'Entreprise / EBITDA 2015 consolidé de FITCH GROUP induit par ces niveaux de valorisation est compris entre 11,2x et 11,7x.

Par ailleurs, nous n'avons pas appliqué de décote de minorité à la fourchette de valeurs retenue. La prise en compte du caractère minoritaire de certaines participations de FIMALAC sera appréhendée au travers de la décote de holding que nous présenterons ci-après (cf. § 5.8.2).

5.2. Groupe Lucien Barrière

5.2.1. Présentation de la société GROUPE LUCIEN BARRIERE

5.2.1.1. Historique de la société⁷

GROUPE LUCIEN BARRIERE est une société par actions simplifiée au capital de 1.215.144,68€, à Conseil d'Administration, de droit français. Son siège social est situé au 35 boulevard des Capucines à Paris. La société est immatriculée au registre du commerce sous le numéro 320 050 859 R.C.S. Paris.

L'exercice social commence le 1^{er} novembre de chaque année et se termine le 31 octobre de l'année suivante.

GROUPE LUCIEN BARRIERE est la société mère du groupe éponyme, leader français sur le marché des casinos, et est également une référence dans l'hôtellerie de luxe, avec une grande majorité d'établissements classés « 5 étoiles ».

Depuis le 4 mars 2011, suite à la décision du groupe Accor de céder sa participation dans GROUPE LUCIEN BARRIERE à la société FIMALAC DEVELOPPEMENT (filiale luxembourgeoise à 100% de FIMALAC), celle-ci détient 40% des titres de la société. Suite à cette prise de participation, les parties ont signé un pacte d'actionnaire en date du 4 mars 2011. Celui-ci vise principalement à organiser la gouvernance de la société et la coopération entre les parties.

GROUPE LUCIEN BARRIERE développe depuis près d'un siècle des offres dans le domaine des loisirs haut de gamme, fondées sur le souci de l'excellence opérationnelle, de la qualité de service et de l'art de vivre à la française.

Le groupe compte, au 31 octobre 2015, 35 casinos (31 en France, 3 en Suisse et 1 en Egypte), 15 hôtels, 131 restaurants et bars (tous principalement situés en France), dont le célèbre FOUQUET'S à Paris, et propose plus de 2.700 spectacles et animations par an.

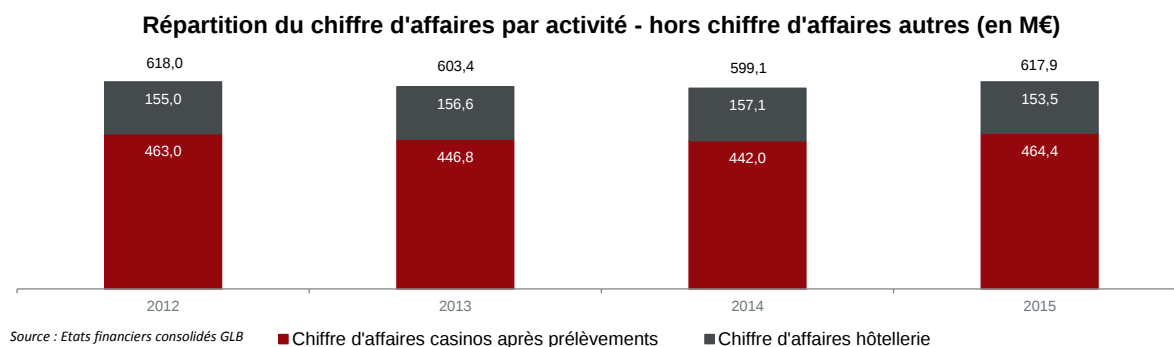
L'activité du groupe se répartit donc entre l'activité Casino, d'une part, et l'activité Hôtellerie, d'autre part (qui inclut également les bars et restaurants).

⁷ La présentation de l'historique résulte pour l'essentiel des informations communiquées par la société dans ses états financiers consolidés ainsi que sur son site internet.

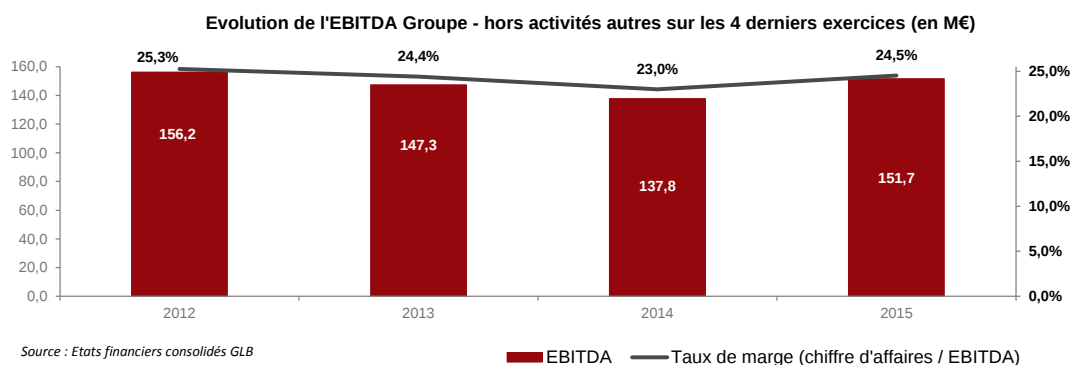
5.2.1.2. Données financières

Le groupe s'articule autour de 2 métiers : Casino et Hôtellerie

La répartition du chiffre d'affaires (hors chiffre d'affaires « autres »⁸) par activité au cours des 4 derniers exercices est la suivante :



L'évolution de l'EBITDA⁹ (hors activité « autres ») sur la même période se présente comme suit :

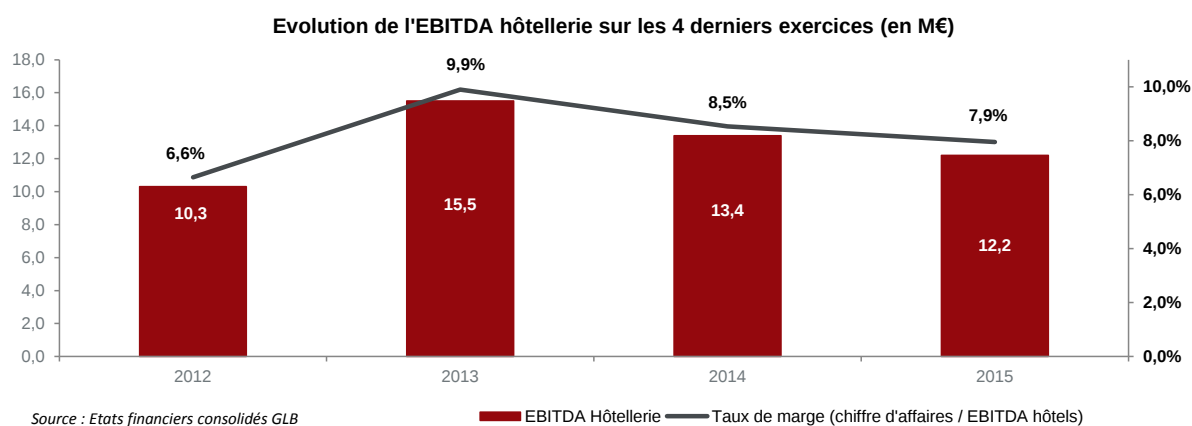
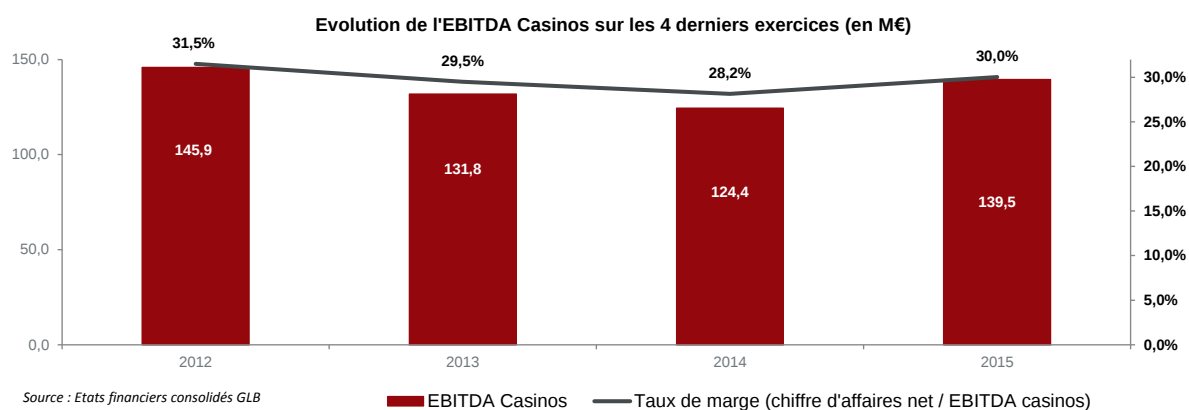


⁸ Nous ne présentons pas les données relatives au chiffre d'affaires et à l'EBITDA « autres » car non significatives.

⁹ Nous avons considéré que l'EBITDA est équivalent à l'EBE présenté dans les comptes de GLB.



La répartition de l'EBITDA par activité est la suivante :





5.2.1.3. Matrice SWOT

Forces

- Leader en terme de Produits Bruts des jeux en France
- Bénéficie d'un maillage Français important (31 casinos)
- Existence de synergies importantes, les différents établissements disposant d'une centrale d'achat commune
- Diversification des revenus grâce à l'hôtellerie « resorts à la française » et à la diversité des activités proposées
- La France est une destination touristique de premier plan

Faiblesses

- Concentration du marché des casinotiers en France, limitant de fait les opportunités de croissance externe
- Capex élevés
- Retour sur investissement long dans l'hôtellerie (10 ans en moyenne) et saisonnalité de l'activité
- Développement limité à l'international : portefeuille concentré principalement sur la France

Opportunités

- Suppression des prélèvements fixes au profit de l'Etat et mise en place de prélèvement progressifs
- Autorisation d'exploiter de nouveaux jeux
- Modernisation du parc de machines en investissant dans de nouvelles machines
- Marque et image française qui pourraient porter le développement à l'international dans l'hôtellerie

Menaces

- Contexte macro-économique peu favorable du fait des pressions sur le pouvoir d'achat
- Recul de l'activité des casinotiers avec une baisse de la fréquentation
- Impact des attentats sur la fréquentation touristique en France
- Possible ré-ouverture de cercles de jeu à Paris venant concurrencer le casino d'Enghien les Bains
- Effritement des parts de marchés face à la concurrence de la FDJ et des sites de paris en ligne
- Forte réglementation de la part de l'Etat sur les jeux d'argent

Source : Xerfi et analyse Finexsi



5.2.2. Evaluation des fonds propres de la société GROUPE LUCIEN BARRIERE

5.2.2.1. Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

5.2.2.1.1. L'actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

Pour information, l'actif net comptable consolidé (part du groupe) au 31 octobre 2015 s'établit à 835,8M€. Sur cette base, la quote-part de fonds propres revenant à FIMALAC s'élèverait à 334,3M€ (pour 40% du capital).

5.2.2.1.2. Actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché indépendamment de leur inclusion dans un processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de la société GROUPE LUCIEN BARRIERE.

5.2.2.1.3. Transactions récentes intervenues sur le capital de la société

Cette méthode consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital.

Concernant GROUPE LUCIEN BARRIERE, nous n'avons pas connaissance de transactions récentes hors marché¹⁰ ou d'augmentations de capital récentes, depuis le projet d'introduction en bourse abandonné début 2011.

Pour mémoire, la dernière opération significative sur le capital de la société GROUPE LUCIEN BARRIERE est intervenue en mars 2011. Il s'agissait de l'entrée de FIMALAC au capital de la société (prise de participation de 40%) pour un montant de 186M€. Cette opération apparaît trop ancienne pour constituer une référence pertinente.

¹⁰ L'opération de restructuration interne réalisée en 2013 par la famille DESSEIGNE-BARRIERE n'est pas considérée comme une opération sur le capital de la société dans la mesure où il s'agit simplement d'une réorganisation des participations familiales.



5.2.2.1.4. La valeur de rendement

Cette méthode, qui consiste à actualiser des dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la direction et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement.

Cette méthode, n'est pas retenue car elle ferait ressortir une valeur de GROUPE LUCIEN BARRIERE inférieure à celles extériorisées par les autres méthodes retenues, compte tenu de la politique de dividende prévue dans le pacte d'actionnaires.

5.2.2.2. Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes, à titre principal :

- La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables.

A titre d'information, nous présenterons également :

- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des transactions comparables.

5.2.2.2.1. Actualisation des flux de trésorerie futurs

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la société et nous paraît adaptée à la situation du GROUPE LUCIEN BARRIERE.

Les flux de trésorerie prévisionnels ont été établis sur la base du plan d'affaires établi et communiqué par FIMALAC. Ce plan d'affaires porte sur la période 2016 - 2018 et a été extrapolé par nos soins sur la période 2019 - 2021.

Les principales hypothèses du plan d'affaires sont présentées au paragraphe 5.2.2.4 présentant la mise en œuvre du critère du DCF.

Les flux de trésorerie ont été actualisés au coût moyen pondéré du capital (CMPC), déterminé en fonction des caractéristiques de la société.

La valeur terminale est calculée à la fin de l'horizon explicite du plan d'affaires sur la base d'un flux de trésorerie normatif actualisé à l'infini, en tenant compte d'un taux de croissance estimé à long terme de ce dernier flux.



5.2.2.2.2. Comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Nous avons retenu l'EBITDA qui est l'agrégat le plus pertinent, tel que communément admis par les évaluateurs et les analystes pour le secteur d'activité de la société.

L'EBITDA est calculé avant les dotations aux amortissements et provisions et permet de limiter l'impact des distorsions résultant de politiques d'amortissements différentes entre les sociétés de l'échantillon. Nous avons appliqué aux EBITDA 2016e et 2017e issus du plan d'affaires de GROUPE LUCIEN BARRIERE, les multiples observés sur les mêmes périodes.

5.2.2.2.3. Transactions comparables (à titre informatif)

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachats total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée.

Nous avons recueilli des informations publiques exploitables sur des transactions intervenues depuis 2011, afin d'être en mesure d'établir un échantillon suffisamment large. La mise en œuvre de cette approche est cependant limitée par la difficulté à disposer d'une information complète sur les cibles et les conditions des transactions.

Dans ce contexte, l'évaluation de la société par l'analyse des transactions comparables est fournie uniquement à titre informatif.

5.2.2.3. Donnée des référence de la société GROUPE LUCIEN BARRIERE

5.2.2.3.1. Nombre de titres de référence retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 31 octobre 2015, soit 30.378.617 actions.

Ces actions sont détenues à 60% par SOCIETE DE PARTICIPATION DEAUVILLAISE, les 40% restants étant détenus par FIMALAC DEVELOPPEMENT.

Actionnariat de GLB au 31 octobre 2015	nombre d'actions	% du capital	% de droit de vote
Société de participation Deauvillaise ¹	18 227 825	60.0%	60.0%
Fimalac	12 150 792	40.0%	40.0%
Total	30 378 617	100.00%	100.00%

Source : Etats financier consolidés de GLB au 31/10/2015

⁽¹⁾ Depuis le 11 juin 2013, Société de participation Deauvillaise regroupe la totalité des participations de la famille Desseigne-Barrière dans Groupe Lucien Barrière



5.2.2.3.2. Dette financière nette

La dette financière nette ajustée permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminée au 31 octobre 2015, sur la base des états financiers consolidés à cette même date.

La dette financière nette ajustée se présente comme suit :

Groupe Lucien Barrière - Dette financière nette ajustée

<i>En M€</i>	<i>31/10/2015</i>
<i>Dettes Financières</i>	<i>(347.9)</i>
Trésorerie	43.7
<i>Trésorerie et Equivalents de Trésorerie</i>	<i>43.7</i>
<i>Dette Financière Nette</i>	<i>(304.2)</i>
Engagements retraites et médailles du travail nets des IDA comptabilisés	(20.1)
Provisions à caractère de dettes après impôts	(3.5)
Autres	(3.8)
Actifs nets cédés	33.1
Autres débiteurs non courants	15.3
Déficits fiscaux reportables	5.1
<i>Dette Financière Nette Ajustée</i>	<i>(278.1)</i>

Source : comptes consolidés GLB au 31/10/2015

Outre les dettes financières, les disponibilités et les engagements de retraite qui n'appellent pas de commentaire particulier, nous avons retenu les principaux éléments suivants dans le calcul de l'endettement net :

- Les actifs cédés (33M€), représentant le cash lié à la cession, fin 2015, de petits casinos considérés comme non stratégiques par le groupe (cette trésorerie n'est pas incluse dans les comptes consolidés de la société clos au 31 octobre 2015);
- Les autres débiteurs non courants (15M€), correspondent principalement à des créances sur l'Etat relatives à des subventions à long terme à recevoir sur 4 casinos ;
- Les déficits fiscaux reportables (5M€), actualisés en fonction de leur horizon de consommation estimé sur la base du plan d'affaires de la société.



5.2.2.4. Mise en œuvre de la valorisation de la société GROUPE LUCIEN BARRIERE

5.2.2.4.1. Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

5.2.2.4.1.1. Actualisation des flux futurs de trésorerie

Plan d'affaires de GROUPE LUCIEN BARRIERE

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires du 1^{er} novembre 2015 au 31 octobre 2018 établi au second semestre 2015 par FIMALAC. Ce plan d'affaires a ensuite été extrapolé par nos soins sur les trois exercices suivants, en tenant compte du taux de croissance du chiffre d'affaires et du taux de marge d'EBITDA de la période du 1^{er} novembre 2015 au 31 octobre 2018.

Les principales hypothèses structurantes de ce plan d'affaires sont les suivantes :

- un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires net (après prélèvements) de 1,1% sur la période ;
- un taux de marge d'EBITDA compris entre 23,9% et 25,1% sur la période ;
- des investissements annuels moyens à hauteur de 64M€ ;
- un BFR d'exploitation négatif correspondant à 23% du chiffre d'affaires.

On peut également noter que ce plan d'affaires :

- tient compte de la cession, fin 2015, de petits casinos considérés comme non stratégiques (nous avons retraité le niveau d'EBITDA en conséquence) ;
- est établi sur le périmètre actuel de la société, sans appréhender de croissance externe.

Flux normatif

Le flux normatif a été construit sur la base d'une croissance du chiffre d'affaires net de 1,5% et d'une marge d'EBITDA de 25,1%, soit au même niveau que la marge de la dernière année de l'horizon explicite.

Taux d'actualisation

Comme indiqué au § 5.2.2.2.1, nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital pour actualiser les flux de trésorerie futurs. Ce coût a été estimé à 7,87% sur la base :

- d'un taux sans risque de 0,86% correspondant au taux moyen OAT TEC 10 (moyenne 1 an calculée au 29 février 2016 - Source : Banque de France) ;
- d'une prime de risque de 6,38% (moyenne 1 an à décembre 2015 des primes de risques Associés en Finance) ;



- d'un bêta désendetté des comparables de 1,08 (Source : Capital IQ) ;
- d'une prime de risque spécifique de 1%, afin de tenir compte de l'environnement concurrentiel et du calendrier de renouvellement de certaines concessions (notamment celui d'Enghien les Bains dont l'échéance est le 31 octobre 2017).

Les flux financiers ont été actualisés à compter du 1^{er} novembre 2015.

Calculs de valorisation

GLB - DCF (M€)

Somme des CF actualisés	264.1
Valeur terminale actualisée	719.2
CMPC	7.87%
Valeur d'entreprise	983.4
Dette financière nette ajustée	(278.1)
Valeur des fonds propres (100%)	705.3
Quote-part de détention Fimalac (40%)	282.1

Sur ces bases, la valeur de la quote-part des fonds propres revenant à FIMALAC ressort à **282,1M€**.

La sensibilité de cette valeur à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,5 point et +0,5 point), est présentée ci-après :

GLB - Test de sensibilité

		CMPC		
		7.37%	7.87%	8.37%
Taux de croissance à l'infini	1.0%	285.3	256.0	230.7
	1.5%	316.2	282.1	253.0
	2.0%	352.8	312.7	278.9

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette réduite entre 253,0M€ et 316,2M€ pour 40% des fonds propres de GROUPE LUCIEN BARRIERE selon la méthode du DCF.



5.2.2.4.1.2. Comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Nous avons identifié 4 sociétés sur l'activité Casino et 7 sur l'activité Hôtelière dont la taille, l'activité et le marché ont été jugés suffisamment comparables à celles du GROUPE LUCIEN BARRIERE. Ces sociétés sont les suivantes :

Activité Casino

Nous avons retenu les comparables suivants :

- GROUPE PARTOUCHE, qui exploite aujourd'hui 45 casinos en France, en Suisse, en Belgique et en Tunisie, et qui propose aussi une large gamme d'activités avec des hôtels, des restaurants, des centres thermaux, des golfs, des SPA et des plages.
- RANK GROUP est un casinotier Anglais, présent dans 3 pays différents (Angleterre, Belgique et Espagne) sous 3 marques différentes (MECCA, GROSVENOR CASINOS, ENRACHA). Le groupe présente une offre multicanaux à travers ses diverses salles de jeu ainsi que ses applications mobiles de jeu en ligne.
- CODERE est une société espagnole opérant dans 5 secteurs d'activités tous liés au jeu : machines à sous, salles de jeux (casinos, salles de bingo..), paris sportifs, hippodromes, jeu en ligne. Le groupe est présent à l'international notamment en Espagne, Argentine, Panama, Brésil...
- SOCIETE ANONYME DES BAINS DE MER ET DU CERCLE DES ETRANGERS A MONACO intervient, au travers de son resort, dans des domaines différents liés à la fois au tourisme, loisirs et business, aux jeux de casino, à la gastronomie, au bien-être, à la culture et aux sports. Le resort propose 4 casinos, 4 hôtels classés parmi les plus luxueux du monde, ainsi que les thermes de Monte Carlo.

Les comparables suivants ont été écartés de notre échantillon :

- Nous avons choisi d'écarter les casinos situés à Las Vegas et/ou Macau (tels que MGM, WYNN RESORTS, LAS VEGAS SAND etc..) en raison de différences trop importantes en termes de business model et de législation locale.
- Nous écartons également CROWN, société australienne, qui n'évolue pas dans le même environnement réglementaire que GROUPE LUCIEN BARRIERE.
- Enfin, nous avons écarté les sites de jeux en ligne tels que BWIN ou encore UNIBET, ceux-ci étant concurrents mais n'ayant pas d'activité de casino physique.



Multiples extériorisés par l'échantillon retenu

Multiples observés sur des sociétés cotées comparables - Activité Casino

En K Devises	Devise	Capitalisation boursière	EV	Multiple d'EBITDA	
				2016e	2017e
Groupe Partouche SA	EUR	255 980	384 280	4.5x	4.1x
The Rank Group Plc	GBP	1 083 908	1 135 808	8.9x	8.5x
Codere, S.A.	EUR	47 379	1 468 131	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>
SA des Bains de Mer à Monaco	EUR	798 661	590 654	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>
Moyenne				6.7x	6.3x
Médiane				<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>

Source: Capital IQ

Capitalisation boursière au 29/02/2016 sur la base du cours moyen pondéré 3 mois

L'application des multiples moyens 2016e et 2017e aux prévisions d'EBITDA de la même année issues du plan d'affaires de la société pour l'activité Casino, extériorise des valeurs d'entreprise comprises entre **868,6M€** et **878,9M€**.

Activité Hôtellerie

Nous n'avons retenu dans notre échantillon que des hôtels ou des chaînes d'hôtels prestigieuses (4 et 5 étoiles), à savoir :

- STARWOOD HOTELS, qui est un groupe hôtelier et de loisirs **leader dans le monde**, basé aux Etats-Unis et coté sur NYSE EURONEXT. Le groupe possède environ 1.300 propriétés **dans plus de 100 pays** et emploie près de 188.000 personnes. Le groupe possède des hôtels et résidences de renom tels que ST REGIS, THE LUXURY COLLECTION, WESTIN, LE MERIDIEN, LE SHERATON...
- MARRIOTT INTERNATIONAL, qui est une société hôtelière de premier plan qui possède, gère ou franchise plus de 4.100 établissements sous **19 marques différentes à travers le monde**. La société est basée à Bethesda, dans le Maryland, aux États-Unis et est coté au NASDAQ.
- MILLENIUM, qui est un groupe hôtelier basé à Londres qui opère au Royaume-Uni et à **l'international**. Fin 2015, la société gèrait environ 105 hôtels dans 20 pays différents.
- SHANGRI-LA, qui est une société Hongkongaise leader de l'hôtellerie de luxe en Asie Pacifique, et **l'un des principaux acteurs de l'hôtellerie de luxe dans le monde**. Le groupe détient ou manage près de 90 hôtels et resorts à travers l'Asie Pacifique, l'Amérique du Nord, l'Europe et le Moyen-Orient, représentant plus de 38.000 chambres.
- MORGANS HOTELS GROUP, qui est un groupe hôtelier basé à New-York et coté au NASDAQ. Il possède pleinement ou partiellement un **portefeuille de 13 hôtels de luxe** représentant près de 3.700 chambres.

- BELMOND, qui est un groupe hôtelier ainsi qu'un tour operator de luxe coté sur NYSE Euronext et basé à Londres. Les activités du groupe se répartissent entre l'hôtellerie de luxe (85% du chiffre d'affaires du groupe en 2015) et les croisières, en train ou en bateau. Le groupe compte 35 hôtels, 7 trains de luxe, et 3 bateaux de croisière sur fleuve dans 23 pays.
- MANDARIN ORIENTAL, qui est un groupe hôtelier international de luxe basé aux îles Bermudes. Le groupe compte 46 hôtels représentant près de 11.000 chambres dans 24 pays, dont 21 hôtels en Asie.

Nous avons exclu les comparables suivants de notre échantillon :

- Le groupe ACCOR qui regroupe des hôtels de toutes catégories et pas uniquement de luxe, pour l'instant.
- Le groupe MELIA HOTEL INTERNATIONAL, plus connu sous le nom de SOL MELIA depuis 2011, qui regroupe plus de 350 hôtels et clubs de vacances à travers 35 pays. Le groupe est aussi engagé dans des casinos, golfs, services de pressing et dans des activités immobilières. Nous ne retiendrons pas ce groupe du fait de la diversité de ses activités rendant difficile l'évaluation de leur activité hôtelière pure.

Multiples extériorisés par l'échantillon retenu

Nous obtenons les multiples suivants sur la base des agrégats estimés issus des consensus d'analystes pour 2016e et 2017e :

Multiples observés sur des sociétés cotées comparables - Activité Hôtellerie

<i>En K Devises</i>	<i>Devise</i>	<i>Capitalisation boursière</i>	<i>EV</i>	<i>Multiple d'EBITDA</i>	
				<i>2016e</i>	<i>2017e</i>
Starwood Hotels	USD	11 034 902	12 348 902	11.1x	10.4x
Marriott International	USD	16 414 666	20 425 666	10.8x	10.0x
Millennium	GBP	1 381 483	2 422 483	11.2x	10.2x
Shangri-La	HKD	25 627 528	30 171 300	6.9x	6.6x
Morgans Hotel Group	USD	71 340	639 275	12.8x	12.6x
Belmond	USD	898 930	1 351 048	11.0x	10.2x
Mandarin Oriental	USD	1 804 462	1 944 262	14.0x	13.6x
<i>Moyenne</i>				11.1x	10.5x
<i>Médiane</i>				11.1x	10.2x

Source: Capital IQ

Capitalisation boursière au 29/02/2016 sur la base du cours moyen pondéré 3 mois

On doit relever que l'échantillon concerne des géographies non européennes et des sociétés très internationales quant aux portefeuilles d'hôtels.

L'application des multiples moyens 2016e et 2017e aux prévisions d'EBITDA de la même année issues du plan d'affaires de la société pour l'activité Hôtellerie, extériorise des valeurs d'entreprise comprises entre **126,3M€** et **127,7M€**.



En synthèse, la valeur des fonds propres du GROUPE LUCIEN BARRIERE et de la participation de FIMALAC se présentent comme suit :

GLB - valeur des fonds propres

En M€	Fourchette basse	Fourchette haute
VE activité Casino (multiple moyen)	868.6	878.9
VE activité Hôtellerie (multiple moyen)	126.3	127.7
Total valeur d'entreprise	994.9	1 006.6
Dette financière nette	(278.1)	(278.1)
Valeur des fonds propres (100%)	716.8	728.5
Quote-part de détention Fimalac (40%)	286.7	291.4

Sur la base des multiples moyens d'EBITDA 2016e et 2017e, la valeur des fonds propres revenant à FIMALAC est comprise entre 286,7M€ et 291,4M€.

5.2.2.4.2. Méthodes d'évaluation retenues à titre d'information

5.2.2.4.2.1. Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachats total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. Pour les mêmes raisons que précédemment, nous avons considéré les multiples d'EBITDA.

Nous avons recueilli des informations publiques exploitables sur des transactions intervenues depuis 2011, afin d'être en mesure d'établir un échantillon suffisamment large.

Nous avons identifié peu de transactions comparables pour lesquelles les informations publiques nécessaires à la détermination des multiples étaient disponibles. En conséquence, nous avons retenu dans notre échantillon les acquisitions suivantes :

Activité Casino

Multiples observés sur des transactions comparables - Activité Casino

Date	Acquéreur	Cible	VE/EBITDA
nov.-13	Napoleon Games	Partouche - Knokke le Zout	17.0 x
oct.-12	Bell Casino	Maritime Gaming division of Cherry AB	10.2 x
oct.-12	Merkur Casino UK	Marwyn Gaming	9.1 x
nov.-11	Marwyn Gaming (MGL)	Baleday Ltd and Restcare Ltd (Agora)	5.2 x
mai-11	Guoco Group Ltd, Hong Kong	Rank Group	6.3 x
mars-11	Fimalac	Groupe Lucien Barrière	6.2 x
Moyenne			9.0x
Médiane			7.7x

Source: Epsilon



L'application du multiple moyen à l'EBITDA 2015 retraité¹¹ de GLB extériorise une valeur d'entreprise de **1.145,6M€**.

Activité Hôtellerie

Multiples observés sur des transactions comparables - Activité Hôtellerie

Date	Acquéreur	Cible	VE/EBITDA
déc.-15	Accor	Fairmont Raffles Hotels Inc	20.8 x
nov.-15	Marriott International	Starwood Hotels	13.3 x
nov.-14	Shanghai Jin Jiang	Louvre Hotels Group	12.8 x
mars-11	Marriott International	Hotel AC Diplomatic SL	17.7 x
Moyenne			16.2x
Médiane			15.5x

Source: Epsilon

L'application du multiple moyen à l'EBITDA 2015 retraité de GLB extériorise une valeur d'entreprise de **187,0M€**.

La référence à ces multiples doit être considérée avec prudence :

- Il s'agit de prises de contrôle à 100% sur des portefeuilles très importants constituant des biens d'exception, tandis que FIMALAC ne détient que 40% du capital de GLB ;
- Nous comprenons que FIMALAC, actionnaire minoritaire, accompagne l'actionnaire de contrôle qui n'a, à notre connaissance, pas l'intention de céder le contrôle du groupe.

La valeur des fonds propres de GLB et de la participation de FIMALAC sur la base de ce critère se présentent comme suit :

GLB - valeur des fonds propres

En M€	Valeur centrale
VE activité Casino (multiple moyen)	1 145.6
VE activité Hôtellerie (multiple moyen)	187.0
Total valeur d'entreprise	1 332.7
Dette financière nette	(278.1)
Valeur des fonds propres (100%)	1 054.6
Quote-part de détention Fimalac (40%)	421.8

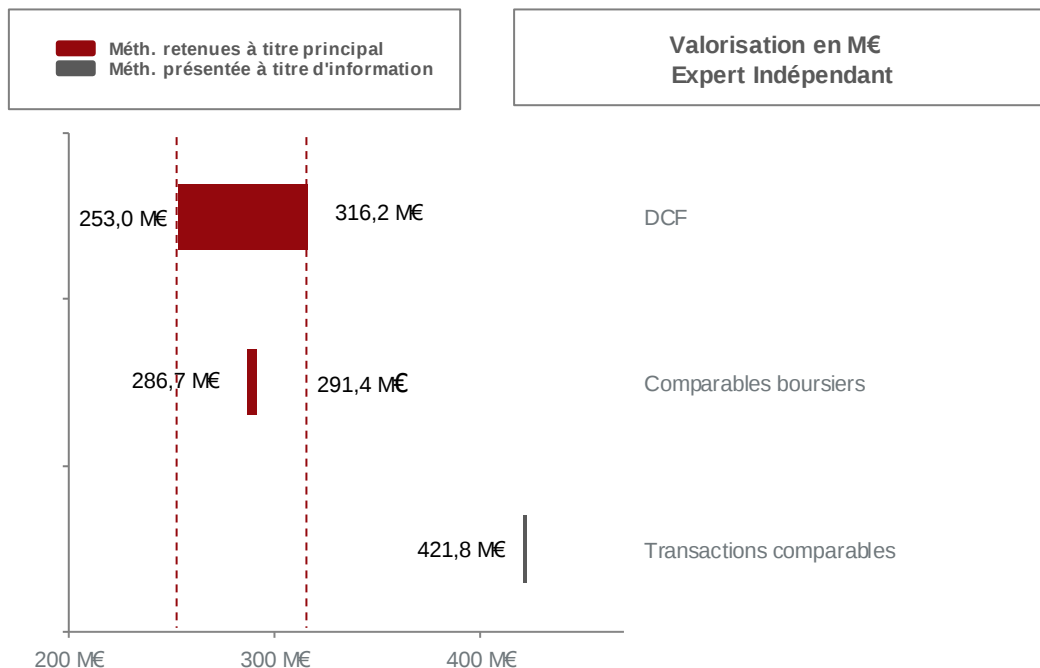
Ces valorisations apparaissent théoriques compte tenu du profil de l'échantillon et de la configuration actionnariale actuelle du GROUPE LUCIEN BARRIERE.

Par conséquent, nous ne retiendrons pas cette méthode pour la valorisation du GROUPE LUCIEN BARRIERE et présentons les résultats obtenus à titre d'information.

¹¹ L'EBITDA « autres » de GLB, tel qu'il ressort des comptes consolidés au 31/10/2015, a été réparti au prorata sur les EBITDA Casino et Hôtellerie afin de tenir compte de la totalité de l'EBITDA du groupe dans nos calculs. Nous avons par ailleurs retraité l'EBITDA 2015 de l'activité Casino des cessions de casinos intervenues fin 2015 puisque nous retenons le produit de ces cessions dans la dette financière nette ajustée de GLB.



5.2.3. Synthèse des évaluations de la participation de 40% dans GROUPE LUCIEN BARRIERE



Nous retiendrons une fourchette de valeurs comprises entre **253,0M€** et **316,2M€**, correspondant aux bornes des valeurs du DCF, et incluant la valeur extériorisée par les comparables boursiers. Les transactions comparables, présentées uniquement à titre informatif, ne sont pas intégrées dans notre fourchette de valeurs.

Par ailleurs, nous n'avons pas appliqué de décote de minorité à la fourchette de valeurs retenue. La prise en compte du caractère minoritaire de certaines participations de FINALAC sera appréhendée au travers de la décote de holding que nous présenterons ci-après (cf. § 5.8.2).



5.3. Société Fermière du Casino Municipal de Cannes (« SFCMC »)

5.3.1. Présentation de SFCMC

5.3.1.1. Historique de la société

La SOCIETE FERMIERE DU CASINO MUNICIPAL DE CANNES (SFCMC) est une société anonyme cotée sur le premier marché d'Euronext Paris, au capital de 2.102.184€, composé de 175.182 actions d'une valeur nominal de 12,0€.

Cette société exploite deux casinos (le BARRIERE CANNES CROISSETTE et le BARRIERE LES PRINCES) et deux hôtels prestigieux à Cannes (dont le MAJESTIC BARRIERE) et offre une gamme complète de jeux, de loisirs et de divertissements

Le 29 juin 2011, FIMALAC, en association avec la famille Desseigne-Barrière, a pris une participation de 10% du capital social de la société SFCMC pour un montant de 35M€.

5.3.1.2. Données financières

Les états financiers consolidés des 2 derniers exercices clos, tels que présentés dans le document de référence 2015, sont reproduits ci-dessous.

ACTIF

En K€	31/10/2015	31/10/2014
Immobilisation incorporelles	2 129	2 404
Immobilisations corporelles	314 318	312 909
Actifs financiers non courants	1 031	655
Autres débiteurs non courants	817	1 243
Actifs non courants	318 295	317 211
Stocks	791	828
Clients et comptes rattachés	6 871	6 971
Créances d'impôts société	-	558
Autres débiteurs courants	6 612	6 778
Trésorerie et équivalents de trésorerie	11 397	2 916
Actifs courants	25 671	18 051
Total de l'Actif	343 966	335 262



PASSIF

<i>En K€</i>	<i>31/10/2015</i>	<i>31/10/2014</i>
Capitaux propres	211 128	196 058
Dettes financières LT	1 100	1 100
Impôts différé passif	85 999	86 436
Autres passifs non courants	306	22
Provisions non courantes	4187	4385
Passifs non courants	91 592	91 943
Fournisseurs, comptes rattachés, autres tiers	35 184	32 313
Dettes d'impôt société	615	-
Provisions courants	3 383	2 089
Dettes financières CT	2 064	12 859
Passifs courants	41 246	47 261
Total du Passif	343 966	335 262

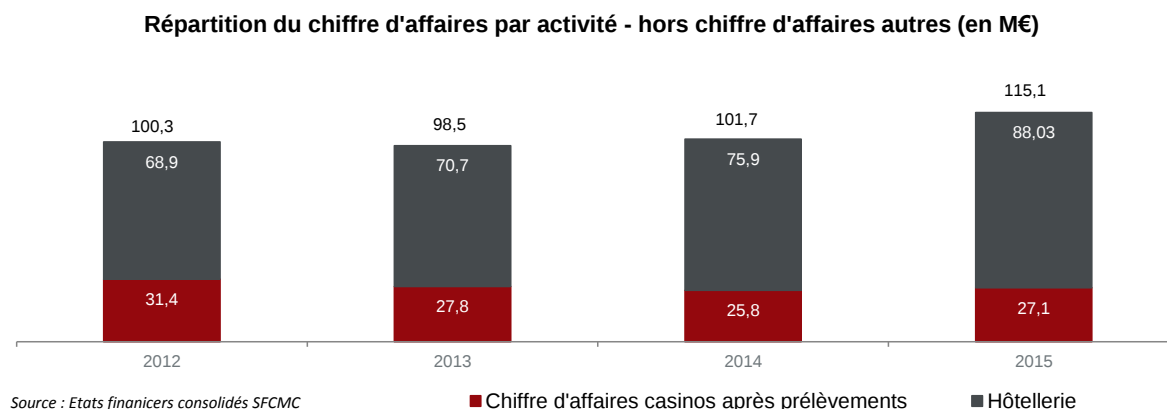
Compte de Résultat

<i>En K€</i>	<i>31/10/2015</i>	<i>31/10/2014</i>
Chiffre d'affaires net de prélèvements	118 143	104 733
Coûts nourriture et boisson	(5 757)	(5 070)
Frais de personnel	(44 914)	(43 310)
Loyers	(3 594)	(3 344)
Autres charges d'exploitation	(28 796)	(26 955)
EBITDA / EBE	35 082	26 054
Amortissements et provisions	(8 627)	(7 546)
Résultat opérationnel courant	26 455	18 508
Résultat opérationnel	25 016	17 993
Résultat financier	(182)	(374)
Impôts	(8 888)	(6 350)
Résultat net de l'ensemble consolidé	15 946	11 269

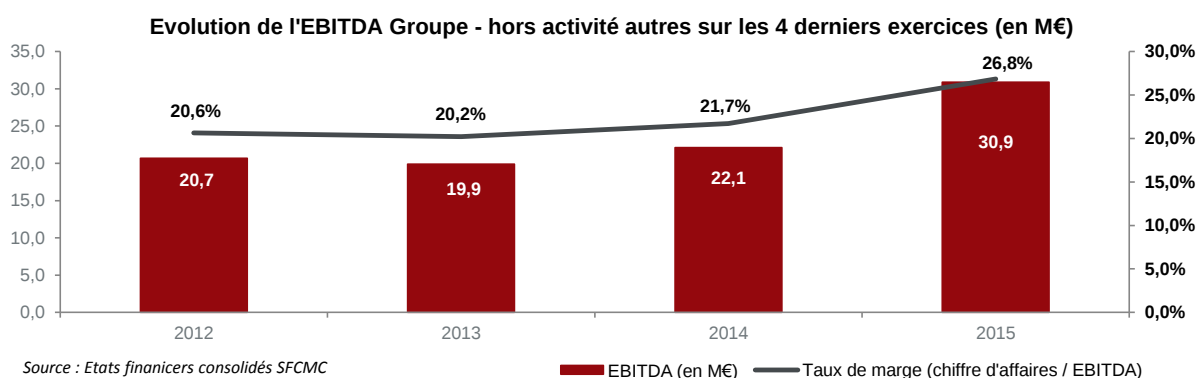


Tout comme GROUPE LUCIEN BARRIERE, la société s'articule autour de 2 métiers : Casino et Hôtellerie.

La répartition du chiffre d'affaires par activité (hors chiffre d'affaires « autres »¹²) sur la période 2012 - 2015 est la suivante :



L'évolution de l'EBITDA¹³ (hors activité « autres ») sur la même période se présente comme suit :

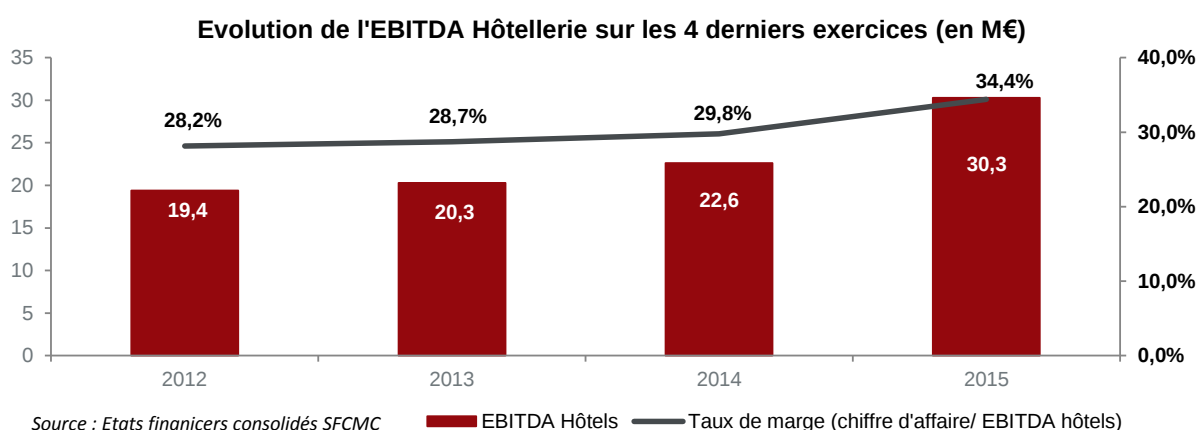
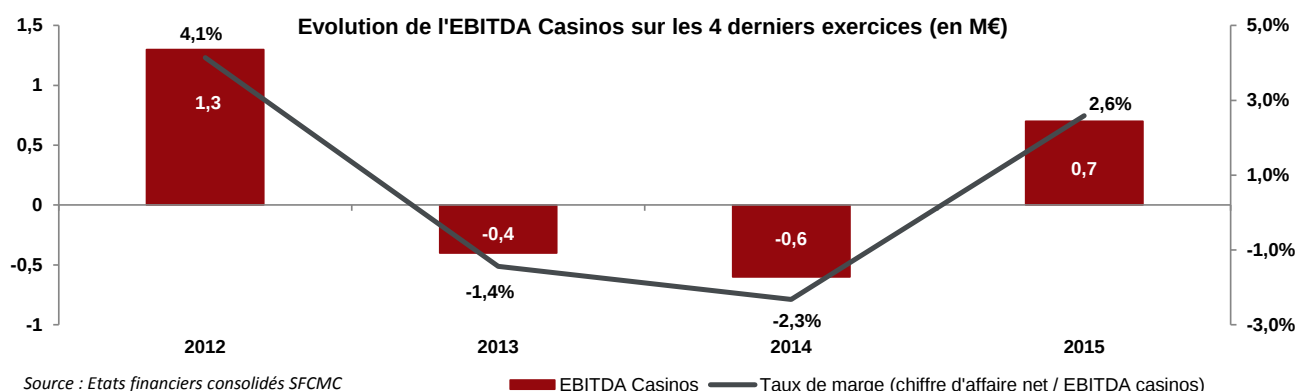


¹² Nous ne présentons pas les données relatives au chiffre d'affaires et à l'EBITDA « autres » car non significatives.

¹³ Nous avons considéré que l'EBITDA est équivalent à l'EBE présenté dans les comptes de SFCMC.



La répartition de l'EBITDA par activité est la suivante :



5.3.2. Evaluation des actions SFCMC

5.3.2.1. Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

5.3.2.1.1. L'actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

Pour information, l'actif net comptable consolidé (part du groupe) au 31 octobre 2015 s'établit à 205,9M€. Sur cette base, la quote-part de fonds propres revenant à Fimalac s'élèverait à 20,6M€ (pour 10% du capital).



5.3.2.1.2. Actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché indépendamment de leur inclusion dans un processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de la SFCMC. De plus, il n'existe pas à notre connaissance de projet notable de cession d'actifs.

5.3.2.1.3. Transactions récentes intervenues sur le capital de la société

Cette méthode consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital.

Concernant la SFCMC, nous n'avons pas connaissance de transactions récentes hors marché¹⁴ ou d'augmentations de capital récentes.

Pour mémoire, la dernière opération significative sur le capital de la société SFCMC est intervenue en juin 2011. Il s'agissait de l'entrée de FIMALAC au capital de la société (prise de participation de 10%) pour un montant de 35M€. Cette opération apparaît trop ancienne pour constituer une référence pertinente.

5.3.2.1.4. Actualisation des flux de trésorerie futurs

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la société et nous paraît adaptée à la situation du SFCMC.

Cependant, il ne nous a pas été communiqué de plan d'affaires de la société nous permettant de mettre en œuvre cette méthode d'évaluation. Dans ces conditions, nous n'avons pas retenu ce critère d'évaluation.

5.3.2.1.5. Objectifs de cours de bourse des analystes

Le titre de la société ne fait l'objet d'aucun suivi de la part des analystes compte tenu de son flottant très restreint (cf. § 5.3.2.3.1). Dans ces conditions, ce critère n'a pas été retenu dans notre évaluation.

5.3.2.1.6. L'analyse du cours de bourse de la société

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la société librement négocié sous réserve d'un niveau de flottant et de liquidité suffisants.

¹⁴ Les opérations de restructuration interne réalisées par la famille DESSEIGNE-BARRIERE en 2013 et 2014 ne sont pas considérées comme des opérations sur le capital de SFCMC dans la mesure où il s'agit simplement d'une réorganisation des participations familiales.



L'action SFCMC est cotée sur le Premier Marché d'Euronext Paris SA (Code ISIN FR0000062101).

Sur la base du détail de l'actionnariat tel qu'il est présenté au paragraphe 5.3.2.3.1, le capital flottant ressort à 6,33%.

L'analyse de la rotation du capital sur la base du cours au 10 février 2016 se présente comme suit sur une période de 24 mois :

Société Fermière du Casino Municipal de Cannes - Analyse du cours de bourse

	Cours (€)	Volume moyen échangé (K unités)	Volume échangé cumulé (K unités)	Capital moyen échangé (K€)	Capital moyen cumulé (K€)	% du capital		% du flottant	
						Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (10/02/2016) ⁽¹⁾	1 255.00	-	-	-	-	-	-	-	-
CMPV 1 mois	1 250.00	0.009	0.060	11	75	0.00 %	0.03 %	0.08 %	0.54 %
CMPV 60 jours	1 243.34	0.004	0.070	5	87	0.00 %	0.04 %	0.04 %	0.63 %
CMPV 6 mois	1 206.09	0.005	0.150	6	181	0.00 %	0.09 %	0.04 %	1.35 %
CMPV 12 mois	1 265.19	0.009	0.500	12	633	0.01 %	0.29 %	0.08 %	4.51 %
CMPV 24 mois	1 242.80	0.003	0.870	4	1 081	0.00 %	0.50 %	0.03 %	7.85 %

(1) Le 10/02/2016 correspond au dernier jour de cotation de l'action SFCMC au cours du mois de février 2016

Source : Capital IQ, et analyse Finexsi.

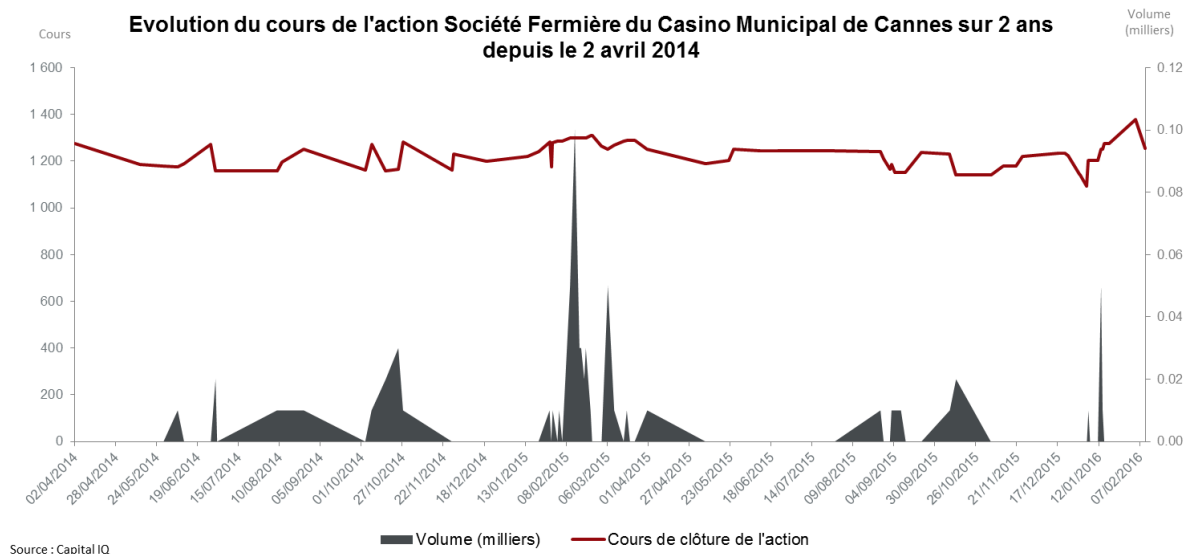
En raison de la faiblesse des volumes échangés, le titre SFCMC ne cote pas tous les jours (le dernier jour de cotation du mois de février 2016 est le 10).

Sur les douze derniers mois (antérieurs au 10 février 2016), le volume d'actions SFCMC échangé est de 500 actions, soit un ratio journalier moyen quasi nul. Sur la même période, la rotation du capital est de 0,29%.

Si l'on étend ces observations sur 24 mois, le volume d'actions échangées est de 870 actions et la rotation du capital de 0,5%



Le cours de bourse de l'action SFCMC a évolué comme suit au cours des 2 dernières années :



Compte tenu de la très faible liquidité du titre, notamment en raison du poids de l'actionnariat de référence qui détient 93,7% du capital de la société, nous considérons que le critère du cours de bourse n'est pas représentatif de la valeur de SFCMC.

5.3.2.1.7. La valeur de rendement

Cette méthode, qui consiste à actualiser des dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la direction et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement.

Cette méthode, ne sera pas retenue car la société n'a pas annoncé de prévisions en matière de distribution.

5.3.2.2. Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend la référence et méthode d'évaluation suivante, à titre principal :

- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables.

A titre informatif, nous présenterons également :

- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des transactions comparables.



5.3.2.2.1. Comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

De façon analogue au GROUPE LUCIEN BARRIERE, nous avons retenu l'EBITDA qui est l'agrégat le plus pertinent, tel que communément admis par les évaluateurs et les analystes pour le secteur d'activité de la société.

L'EBITDA est calculé avant les dotations aux amortissements et provisions et permet de limiter l'impact des distorsions résultant de politiques d'amortissements différentes entre les sociétés de l'échantillon. Nous avons appliqué à l'EBITDA 2015 de SFCMC, les multiples observés sur les mêmes périodes.

5.3.2.2.2. Transactions comparables (à titre informatif)

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachats total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée.

Nous avons recueilli des informations publiques exploitables sur des transactions intervenues depuis 2011 afin d'être en mesure d'établir un échantillon suffisamment large. La mise en œuvre de cette approche est cependant limitée par la difficulté à disposer d'une information complète sur les cibles et les conditions des transactions.

Dans ce contexte, l'évaluation de la société par l'analyse des transactions comparables est fournie uniquement à titre informatif.

5.3.2.3. Données de référence de la société SFCMC

5.3.2.3.1. Nombre de titres de référence retenu

Actionnariat de SFCMC au 31 octobre 2015	nombre d'actions	% du capital	% de droit de vote
Famille Desseigne-Barriere	105 684	60.3%	59.2%
Casinvest	40 894	23.3%	26.0%
Fimalac	17 519	10.0%	11.1%
Public	11 085	6.3%	3.7%
Total	175 182	100.0%	100.0%

Source : Document de référence SFCMC au 31/10/2015

Nos calculs sont basés sur la quote-part de détention de FIMALAC, à savoir 10,0% du capital de la société SFCMC.

5.3.2.3.2. Dette financière nette

La dette financière nette ajustée permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminée au 31 octobre 2015, sur la base des états financiers consolidés de la société à cette même date.



La dette financière nette ajustée se présente comme suit :

SFCMC - Dette financière nette ajustée

En M€	31/10/2015
Emprunts auprès des établissements de crédit	(3,2)
Dettes Financières	(3,2)
Trésorerie	11,4
Trésorerie et Equivalents de Trésorerie	11,4
Dette Financière Nette	8,2
Intérêts minoritaires	(5,2)
Engagements retraites nets des IDA comptabilisés	(2,8)
Provisions à caractère de dettes après impôts	(2,2)
Participations non consolidées	0,2
Dette Financière Nette Ajustée	(1,8)

Source : comptes consolidés SFCMC au 31/10/2015

5.3.2.4. Mise en œuvre de la valorisation de la société SFCMC

5.3.2.4.1. Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

5.3.2.4.1.1. Comparables boursiers

Les activités de SFCMC étant globalement comparables à celles de GROUPE LUCIEN BARRIERE, nous retiendrons les mêmes échantillons de comparables boursiers (cf. § 5.2.2.4.1.2), aussi bien sur l'activité Casino que sur l'activité Hôtellerie.

Ne disposant pas de données prévisionnelles, nous appliquerons le multiple moyen à l'EBITDA 2015 retraité¹⁵ de SFCMC.

¹⁵ L'EBITDA « autres » de SFCMC, tel qu'il ressort des comptes consolidés au 31/10/2015, a été réparti au prorata sur les EBITDA Casino et Hôtellerie afin de tenir compte de la totalité de l'EBITDA de la société dans nos calculs.



Activité Casino

Multiples observés sur des sociétés cotées comparables - Activité Casino

<i>En K Devises</i>	<i>Devise</i>	<i>Capitalisation boursière</i>	<i>EV</i>	<i>Multiple d'EBITDA 2015</i>
Groupe Partouche SA	EUR	255 980	384 280	5.1x
The Rank Group Plc	GBP	1 083 908	1 135 808	9.0x
Codere, S.A.	EUR	47 379	1 468 131	<i>n.d.</i>
SA des Bains de Mer à Monaco	EUR	798 661	590 654	<i>n.d.</i>
Moyenne				7.1x
Médiane				7.1x

Source: Capital IQ

Capitalisation boursière au 29/02/2016 sur la base du cours moyen pondéré 3 mois

L'application du multiple moyen à l'EBITDA 2015 retraité de SFCMC extérionise une valeur d'entreprise de **5,6M€**.

Activité Hôtellerie

Multiples observés sur des sociétés cotées comparables - Activité Hôtellerie

<i>En K Devises</i>	<i>Devise</i>	<i>Capitalisation boursière</i>	<i>EV</i>	<i>Multiple d'EBITDA 2015</i>
Starwood Hotels	USD	11 034 902	12 348 902	10.3x
Marriott International	USD	16 414 666	20 425 666	11.9x
Millennium	GBP	1 381 483	2 422 483	12.7x
Shangri-La	HKD	25 627 528	30 171 300	7.3x
Morgans Hotel Group	USD	71 340	639 275	13.7x
Belmond	USD	898 930	1 351 048	11.3x
Mandarin Oriental	USD	1 804 462	1 944 262	14.0x
Moyenne				11.6x
Médiane				11.9x

Source: Capital IQ

Capitalisation boursière au 29/02/2016 sur la base du cours moyen pondéré 3 mois

L'application du multiple moyen à l'EBITDA 2015 retraité de SFCMC extérionise une valeur d'entreprise de **398,0M€**.



En synthèse, la valeur des fonds propres de SFCMC et de la participation de FIMALAC se présentent comme suit :

SFCMC - valeur des fonds propres

En M€	Valeur centrale
VE activité Casino (multiple moyen)	5.6
VE activité Hôtellerie (multiple moyen)	398.0
Total valeur d'entreprise	403.6
Dette financière nette	(1.8)
Valeur des fonds propres (100%)	401.8
Quote-part de détention Fimalac (10%)	40.2

Sur la base du multiple moyen 2015, la valeur des fonds propres revenant à FIMALAC ressort à 40,2M€.

5.3.2.4.2. Méthodes d'évaluation retenues à titre d'information

5.3.2.4.1.2. Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachats total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. Pour les mêmes raisons que précédemment, nous avons considéré les multiples d'EBITDA.

De la même manière que pour les comparables boursiers, nous conserverons le même échantillon de transactions comparables que pour GROUPE LUCIEN BARRIERE (cf. § 5.2.2.4.2.1).

Ne disposant pas de données prévisionnelles, nous appliquons le multiple moyen à l'EBITDA 2015 retraité de SFCMC.



Sur ces bases, la valeur des fonds propres de SFCMC et de la participation de FIMALAC se présentent comme suit :

SFCMC - valeur des fonds propres

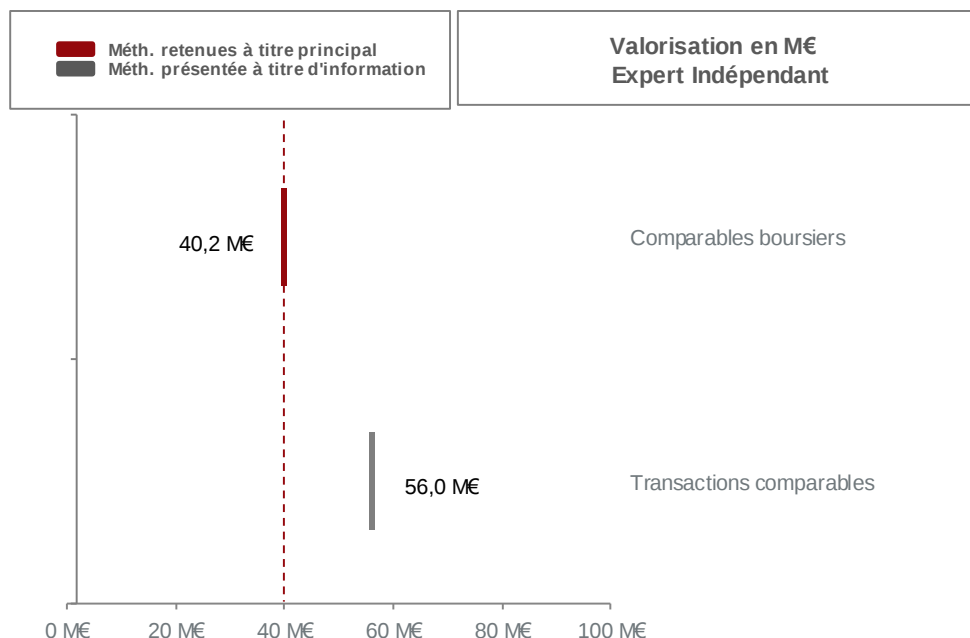
	Valeur centrale
VE activité Casino (multiple moyen)	7.1
VE activité Hôtellerie (multiple moyen)	554.7
Total valeur d'entreprise	561.8
Dette financière nette	(1.8)
Valeur des fonds propres (100%)	560.0
<i>Quote-part de détention Fimalac (10%)</i>	<i>56.0</i>

Nous rappelons le peu d'informations dont nous disposons, notamment sur l'activité Hôtelière.

Pour les mêmes raisons que celles évoquées précédemment concernant GLB, et à fortiori dans une configuration de détention minoritaire de 10,0% du capital, cette référence aux transactions ne peut pas être valablement retenue.



5.3.3. Synthèse des évaluations de la participation de 10% dans SFCMC



Nous retiendrons **40,2M€** en valeur centrale, correspondant à la valeur extériorisée par les comparables boursiers. Les transactions comparables, présentées uniquement à titre informatif, ne sont pas intégrées dans notre fourchette de valeurs.

Nous n'avons pas appliqué de décote de minorité à la fourchette de valeurs retenue. La prise en compte du caractère minoritaire de certaines participations de FIMALAC sera appréhendée au travers de la décote de holding que nous présenterons ci-après (cf. § 5.8.2).



5.4. WEBEDIA

5.4.1. Présentation du groupe WEBEDIA

5.4.1.1. Présentation de la société

WEBEDIA est une société anonyme à Directoire et Conseil de surveillance dont le siège social est situé au 2, rue Paul Vaillant Couturier à Levallois-Perret (92300), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 501 106 520.

La société est un éditeur thématique du web spécialisé dans le divertissement qui occupe une place de leader en France et en Europe. Elle exploite plus de cinquante sites internet, dont une vingtaine en France, et est classé au 7^{ème} rang¹⁶ en France en termes d'audience.

Les thématiques couvertes par WEBEDIA sont aujourd'hui au nombre de 5 :

- le cinéma (ALLOCINE¹⁷ et COTE CINE en France, MOVIEPILOT et FLIMMER en Allemagne et aux Etats-Unis...) : WEBEDIA occupe une position de leader en France avec le site *allociné* qui se décline également à l'international (Allemagne, Brésil et Espagne). La position à l'international est renforcée avec les sites *moviepilot* (Allemagne et Etats-Unis) et *WWM* (site de média spécialisé dans la data cinéma aux Etats-Unis). WEBEDIA est également présent dans l'activité de services aux exploitants de cinémas indépendants avec *Coté Ciné Group* ;
- les jeux vidéo (JEUXVIDEO.COM, MILLENIUM, JEU.INFO, IDGE, SCIMOB et 3DJUEGOS...) : WEBEDIA est leader en France avec les sites de jeux vidéo en ligne *jeuxvideo.com* et *Jeu.info* (jeux sur mobiles), et également en Allemagne avec IDGE ;
- la cuisine et la gastronomie (750 gr, L'ACADEMIE DU GOUT...) : WEBEDIA est un des leaders en France avec les sites *750 gr* et *l'Académie du goût*. La société s'est également développée au Brésil avec le site *tudogustoso* ;
- la mode / beauté (PUREPEOPLE¹⁸, PURESTYLE, TERRAFEMINA...) : WEBEDIA se situe à la 3^{ème} place en France avec ses sites d'information sur les célébrités (*purepeople*), sur la mode (*puretrend*) et sur l'univers féminin (*terrafemina*) ;
- le tourisme (EASYVOYAGE, LE BON GUIDE, TOOCAMP...) : WEBEDIA a lancé en 2015 la thématique tourisme avec l'acquisition du site d'information sur le tourisme *easyvoyage* et la création du site *Le Bon Guide* (promotion de destinations en France).

¹⁶ Selon classement Nielsen de juillet 2015 retraité du rapprochement entre CCM benchmark et le Figaro intervenu en octobre 2015.

¹⁷ La société FINANCIERE ALLOCINE, holding du groupe ALLOCINE, a été acquise par WEBEDIA en août 2013 puis absorbée en 2014.

¹⁸ La société PUREPEOPLE a été absorbée par WEBEDIA en 2014.



WEBEDIA a notamment acquis au second semestre 2015 la société MIXICOM et noué un partenariat stratégique avec la société TRADELAB pour développer de nouveaux outils de monétisation des audiences. TRADELAB est une société technologique qui fait du trading d'espaces publicitaires (publicité programmatique). MIXICOM est le 1^{er} réseau entertainment youtube en France sur les thématiques de l'humour, du cinéma et du jeu vidéo (chaînes web Cyprien avec 7,7 millions d'abonnés, Norman avec 6,3 millions d'abonnés et Squeezie avec 4,5 millions d'abonnés).

WEBEDIA repose aujourd'hui sur trois modèles économiques :

- **La publicité** : via la vidéo et le mobile, mais également la publicité programmatique et la création de contenus pour des marques (brand publishing sur des sites n'appartenant pas aux marques) ;
- **Le e-commerce** via l'affiliation (création de flux) et la vente de produits (notamment la billetterie) ;
- **Les services** aux grandes marques via la création de contenus dédiés, de prestations de conseil et de gestion des données.

La stratégie de développement de WEBEDIA est d'acquérir les leaders sur chaque segment et de mettre en œuvre des synergies de coûts puis de revenus, en augmentant l'audience grâce au merchandising du contenu et en proposant une publicité à forte valeur ajoutée, donc mieux vendue. La difficulté pour WEBEDIA est d'intégrer rapidement les sociétés acquises dans le groupe, manager les équipes et réaliser les synergies au niveau et selon le calendrier attendus.

Le modèle repose également sur la transposition à l'international de l'activité développée en France qui est mature. Le groupe est aujourd'hui présent en Allemagne, au Brésil, en Espagne, aux Etats-Unis, mais pas en Asie.

A la différence du pôle Services, le pôle Publishing est une activité de coûts fixes à effet de levier sur le volume. L'objectif est de produire des contenus à meilleur coût pour attirer l'audience et générer des recettes publicitaires.

Le secteur de l'internet¹⁹

Le secteur de l'internet compte aujourd'hui environ 2,9 milliards d'utilisateurs dans le monde, représentant un taux de pénétration d'environ 40%, avec de fortes disparités entre les pays développés et en développement.

Le secteur est en forte croissance au niveau mondial et devrait continuer à croître rapidement au cours des prochaines années. Cette croissance s'explique principalement par l'augmentation du nombre d'utilisateurs connectés à internet dans le monde ainsi que par les nouveaux objets connectés (téléphones mobiles notamment).

En lien avec la croissance du secteur et du nombre d'utilisateurs, les dépenses publicitaires des annonceurs sur internet, qui représentaient environ 106 Mds € en 2014, vont également continuer à croître, en valeur absolue (12% par an sur la période 2014 - 2018) comme en proportion des dépenses publicitaires globales (de 28,1% en 2015 à 32,8% en 2018).

¹⁹ Source : Xerfi



Il faut cependant relever que le niveau de législation est de plus en plus contraignant en raison notamment de la sensibilité croissante des utilisateurs à la protection de leurs données personnelles, et un niveau de sécurité renforcé pour les sites face à la menace croissante des cybers attaques.

Le secteur du digital est en mutation permanente, ce qui nécessite pour les acteurs comme WEBEDIA une capacité à faire évoluer leur business model très rapidement. Les principales « révolutions » récentes depuis 2014 sont les suivantes :

- un changement de terminal : passage vers le téléphone mobile ;
- apparition et développement de la programmation : l'achat de publicité s'effectue sur des places de marché virtuelles, sous forme d'enchères ;
- changement de support : la part de la vidéo devient prépondérante par rapport à l'écrit et à la photo.



5.4.1.2. Matrice SWOT

Forces

- Portefeuille de sites internet leaders dans leur domaine. Le groupe se classe au 7^{ème} rang des audiences en France
- Augmentation continue du nombre d'utilisateurs d'internet sur les sites du groupe
- Moyens financiers pour investir grâce à un actionnaire puissant
- Capacité à évoluer très rapidement

Faiblesses

- Forte dépendance aux revenus publicitaires, par nature exposés aux fluctuations économiques
- Pas de présence sur les marchés asiatiques en forte croissance
- Société en construction qui doit intégrer un nombre important d'acquisitions et générer les synergies attendues

Opportunités

- Croissance du secteur de l'économie numérique (digitalisation des médias et des services)
- Croissance des dépenses publicitaires sur internet dans un marché globalement orienté à la baisse
- Développement des sites à l'international
- Nouveaux modes de connexion à internet (téléphonie mobile) et évolutions technologiques permettant de nouveaux modes d'utilisation / consommation
- Nombreuses synergies à mettre en œuvre
- Nombreuses opportunités de nouvelles acquisitions

Menaces

- Changements rapides des modèles économiques
- Marché publicitaire très compétitif
- Développement des applications bloquantes de publicité / bannières, réduisant les revenus des sites
- Sécurité des sites face à la menace croissante d'attaques de cyber pirates
- Législation plus contraignante (Protection des données personnelles)

Source : Xerfi et analyse Finexsi



5.4.2. Evaluation des fonds propres de la société WEBEDIA

5.4.2.1. Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

5.4.2.1.1. L'actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

Pour information, l'actif net comptable consolidé au 31 décembre 2015 s'établit à 174,7M€, soit une valeur de 279,4€²⁰ par action WEBEDIA. Cette valeur n'intègre pas l'augmentation de capital intervenue le 10 février 2016.

5.4.2.1.2. Actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et dont le processus d'exploitation est d'acquérir et de céder ces actifs, ce qui n'est pas le cas de WEBEDIA.

5.4.2.1.3. Cours de bourse

WEBEDIA n'étant pas cotée en bourse, cette méthode d'évaluation ne trouve pas à s'appliquer.

5.4.2.1.4. La méthode du rendement

Cette méthode qui consiste à actualiser des dividendes futurs ne sera pas retenue car la société WEBEDIA n'a pas distribué de dividende au cours des derniers exercices.

5.4.2.1.5. Application de la formule de valorisation prévue par le pacte d'actionnaires

Un pacte d'actionnaires a été signé le 26 juillet 2013 entre FIMALAC et les Actionnaires Minoritaires, dans lequel FIMALAC a notamment consenti une promesse irrévocable d'achat à chaque Dirigeant, chaque Actionnaire Financier et chaque Actionnaire Minoritaire TF Co.

Dans la mesure où (i) l'application de cette formule ferait ressortir des valeurs inférieures à celles présentées ci-après et où (ii) la société est évaluée à sa valeur de marché dans le cadre de la présente opération, nous n'avons pas retenu ce critère.

²⁰ 174.695K€ / 625.149 actions (sur une base diluée au 31/12/2015)



5.4.2.2. Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes :

- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des transactions comparables ;
- La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ;
- La transaction récente intervenue sur le capital de la société.

En pratique, le groupe WEBEDIA a utilisé les méthodes des multiples lors de ses nombreuses acquisitions depuis fin 2013.

5.4.2.2.1. Comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Nous avons retenu l'EBITDA qui est l'agrégat le plus pertinent, tel que communément admis par les évaluateurs et les analystes pour le secteur d'activité de la société.

L'EBITDA est calculé avant les dotations aux amortissements et provisions et permet de limiter l'impact des distorsions résultant de politiques d'amortissements différentes entre les sociétés de l'échantillon. Nous avons appliqué aux EBITDA 2016e et 2017e de WEBEDIA issus du plan d'affaires du management, les multiples observés sur les mêmes périodes.

5.4.2.2.2. Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachats total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. Pour les mêmes raisons que précédemment, nous avons considéré les multiples d'EBITDA.

Nous avons recueilli des informations publiques exploitables sur des transactions intervenues depuis 2013.

5.4.2.2.3. Actualisation des flux de trésorerie futurs

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.



Cette méthode, qui permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la société.

Les flux de trésorerie prévisionnels ont été établis sur la base du plan d'affaires transmis par la société. Ce plan d'affaires a été élaboré par le management sur la période 2016-2017 selon une approche top-down et extrapolé par nos soins sur la période 2018 - 2020.

Les principales hypothèses du plan d'affaires sont présentées au paragraphe 5.4.2.4.1.3 présentant la mise en œuvre du critère du DCF.

Les flux de trésorerie ont été actualisés au coût du capital, sans effet de levier lié à la structure financière de la société. En effet, la société n'a que très peu recours à l'endettement bancaire (la dette bancaire figurant dans la situation de dette nette présentée ci-après provient pour l'essentiel des sociétés acquises par WEBEDIA) et finance ses acquisitions par le compte courant FIMALAC (290,3M€ intégrés au capital de WEBEDIA par compensation de créance lors de l'augmentation de capital du 10 février 2016 - cf. infra), qui s'analyse comme des quasi fonds propres.

La valeur terminale est calculée à la fin de l'horizon explicite du plan d'affaires sur la base d'un multiple de sortie correspondant au multiple extériorisé par les comparables boursiers pour l'année 2017 (dernière année de prévisions).

5.4.2.2.4. Transaction récente intervenue sur le capital de la société

Cette méthode consiste à évaluer la société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital.

Nous retiendrons le prix de l'augmentation de capital intervenue en février 2016, sur la base d'une évaluation effectuée en novembre 2015.

5.4.2.3. Données de référence de la société WEBEDIA

5.4.2.3.1. Nombre de titres de référence retenu

Le nombre d'actions diluées que nous avons retenu pour nos calculs est de 1.321.330.

5.4.2.3.2. Dette financière nette ajustée

La dette financière nette ajustée permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminée au 31 décembre 2015, sur la base des éléments communiqués par la société. Cette situation a cependant été retraitée pour tenir compte de l'augmentation de capital intervenue le 10 février 2016 et de l'incorporation du compte courant FIMALAC (290,3M€) au capital de la société qui en a résulté. Par conséquent, nous ne retenons pas le compte-courant avec FIMALAC mais basons nos calculs sur le nombre d'actions après augmentation de capital, soit 1.321.330.



La dette financière nette ajustée au 31 décembre 2015 se présente comme suit :

Webedia - Dette financière nette ajustée

En M€	31/12/2015 ⁽¹⁾
Emprunts bancaires	(5.6)
Dettes Financières	(5.6)
Disponibilités	16.7
Trésorerie et Equivalents de Trésorerie	16.7
Dette Financière Nette	11.1
Compléments de prix à verser et rachats de minoritaires	(149.3)
Provisions à caractère de dettes après impôts	(1.1)
Engagements retraite nets des IDA comptabilisés	(0.4)
Cash provenant de l'exercice des BSA et BSPCE	17.0
Actualisation des déficits fiscaux reportables	11.2
Dette Financière Nette Ajustée	(111.5)

Source : éléments communiqués par la société et comptes consolidés prévisionnels au 31 décembre 2015

⁽¹⁾ Nous ne retenons pas le compte-courant avec Fimalac dans la mesure où nos calculs sont basés sur le nombre d'actions après augmentation de capital de février 2016 liée à son incorporation

Outre les dettes financières, les valeurs mobilières de placement et les disponibilités, qui n'appellent pas de commentaire particulier, nous avons inclus dans l'endettement financier net les principaux éléments suivants :

- Les compléments de prix et les engagements de rachat des minoritaires, estimés par la société sur la base de la documentation contractuelle et des prévisions d'activité des sociétés acquises par WEBEDIA, pour un montant total de 149,3M€ ;
- La trésorerie générée par l'exercice des BSA et BSPCE, déterminée en fonction des prix d'exercice des différents plans, tous dans la monnaie, pour 17M€ ;
- Les déficits fiscaux reportables activés au 31 décembre 2015 et actualisés en fonction de leur horizon de consommation estimé sur la base du plan d'affaires de la société. Ces déficits n'ont par conséquent pas été intégrés dans le calcul de la charge d'impôt du DCF et ont été repris en totalité dans le calcul de la dette financière nette ajustée pour leur montant actualisé, soit 11,2M€.

Après retraitements, la dette financière nette ajustée de WEBEDIA s'élève à 111,5M€.



5.4.2.4. Mise en œuvre de la valorisation de la société WEBEDIA

5.4.2.4.1. Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

5.4.2.4.1.1 Comparables boursiers

Echantillon retenu

Compte tenu des spécificités de l'activité de WEBEDIA (cf. § 5.4.1.1), il n'existe pas de société qui lui soit pleinement comparable. Nous avons cependant identifié les sociétés cotées suivantes :

- AUFEMINIM.COM est une société française qui détient des sites internet destinés en priorité à un public féminin comme AUFEMININ.COM, MARMITON.ORG ou SANTE-AZ.FR. Basée à Paris, la société opère dans divers pays du monde et est détenue par le groupe AXEL SPRINGER. Cette société apparaît comme étant la plus comparable à WEBEDIA.
- SRP GROUPE est une société française spécialisée dans la vente privée d'articles sur Internet (articles de mode, de produits de beauté, d'équipements électroménagers, de produits de décoration, de voyages...) principalement au travers de sa filiale SHOWROOMPRIVE.COM.
- YAHOO JAPAN est un moteur de recherches sur internet qui a également développé des activités dans le e-commerce. Le business model de la société est basé sur la vente d'espaces publicitaires et de liens sponsorisés, de services aux entreprises et de services de paiement en ligne.
- AXEL SPRINGER est une société de média allemande diversifiée qui opère des chaînes de télévisions, de radio, des magazines, des journaux mais également de nombreux sites internet en Allemagne ou en France comme LACENTRALE, SELOGER.COM ou AUFEMININ.COM.
- EVERYDAY HEALTH est une société américaine basée sur la fourniture de contenus dans le domaine de la santé et du bien-être. Le contenu est diffusé via des sites internet ou des applications mobiles à destination des patients et des professionnels.
- XO GROUP opère plusieurs sites internet dont le contenu est axé autour du mariage, de la natalité et de l'éducation des enfants. Le business model du groupe est basé sur la publicité en ligne et le marketing direct.
- TECHTARGET est une société spécialisée dans la fourniture de contenu et la publicité de marques à destination des utilisateurs et des fabricants de produits ou de services d'information technologie (IT). La société opère également une plateforme intégrée composée d'environ 150 sites internet orientés sur les médias, la sécurité, le stockage de données, la stratégie IT, les business applications...
- CRITEO est une société française de marketing à la performance. Elle est cotée sur le NASDAQ. Son activité consiste à optimiser les campagnes publicitaires des annonceurs en identifiant les consommateurs les plus susceptibles d'acheter et en leur proposant des publicités adaptées.
- XING est le premier réseau de networking professionnel en Europe germanophone. Le groupe opère plusieurs sites en Allemagne, en Autriche, en Suisse et à l'international.



- EDREAMS ODIGEO est un site de réservation de voyages en ligne qui propose aux voyageurs de réserver leurs vols, leurs hôtels ou de louer leurs voitures. Le groupe commercialise ses services sous les marques EDREAMS, GO VOYAGES, OPODO, TRAVELLINK et LILIGO.
- TAMEDIA est un groupe media suisse qui possède plusieurs publications régionales et nationales de journaux et de magazines ainsi que plusieurs plateformes digitales comprenant notamment la recherche d'emplois, la recherche de logements, du e-commerce, de la billetterie et des journaux gratuits.

Perspectives de croissance et taux de marges de l'échantillon retenu

Concernant les taux de croissance du chiffre d'affaires des sociétés de l'échantillon, ils sont inférieurs à ceux de WEBEDIA prévus pour la période 2016 - 2017, lesquels ressortent à respectivement 26% et 19%.

Concernant les taux de marge d'EBITDA des comparables retenus, ils se présentent comme suit :

Webedia - Perspectives de rentabilité des sociétés cotées comparables

	Marge d'EBITDA		
	2015	2016e	2017e
Webedia	19.0%	20.9%	22.4%
auFeminin.com	20.7%	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>
SRP Groupe S.A.	5.4%	6.1%	7.0%
Yahoo Japan Corporation	50.0%	39.4%	30.2%
Axel Springer SE	17.2%	17.1%	18.1%
Everyday Health, Inc.	19.7%	17.4%	20.4%
XO Group Inc.	20.8%	22.1%	24.7%
TechTarget, Inc.	21.9%	24.2%	27.9%
Criteo SA	27.0%	28.1%	30.3%
XING AG	29.8%	32.1%	34.3%
eDreams ODIGEO, S.A.	20.8%	20.8%	20.7%
Tamedia AG	21.4%	22.2%	23.6%
Moyenne (hors Webedia)	23.1%	22.9%	23.7%
Médiane (hors Webedia)	20.8%	22.2%	24.1%

Source : Capital IQ

Les différences de rentabilité observées et attendues résultent notamment des différences de taille et de business model entre les sociétés de l'échantillon. Nous observons cependant que les taux de marge de WEBEDIA attendus en 2016 et 2017 (respectivement 20,9% et 22,4%) sont en ligne avec la moyenne de l'échantillon retenu pour ces mêmes années.



Multiples extériorisés par l'échantillon retenu et valorisation induite pour WEBEDIA

Webedia - Multiples observés sur des sociétés cotées comparables

En K Devises	Devise	Capitalisation boursière	EV	Multiples d'EBITDA	
				2016e	2017e
auFeminin.com	EUR	212 790	158 948	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>
SRP Groupe S.A.	EUR	637 792	605 004	18.2x	13.2x
Yahoo Japan Corporation	JPY	2 639 213 396	2 186 635 396	8.5x	9.1x
Axel Springer SE	EUR	4 682 618	6 130 518	10.6x	9.7x
Everyday Health, Inc.	USD	169 007	249 966	5.6x	4.2x
XO Group Inc.	USD	384 284	295 775	8.6x	6.9x
TechTarget, Inc.	USD	245 761	220 332	7.5x	5.9x
Criteo SA	USD	2 129 882	1 791 471	9.1x	6.8x
XING AG	EUR	925 029	844 722	18.1x	14.6x
eDreams ODIGEO, S.A.	EUR	179 903	579 368	6.2x	5.8x
Tamedia AG	CHF	1 790 266	1 963 966	8.4x	7.8x
Moyenne				10.1x	8.4x
Médiane				8.6x	7.4x

Source : Capital IQ

Capitalisation boursière au 29/02/2016 sur la base du cours moyen pondéré 3 mois

On relève une tendance baissière significative des valorisations des sociétés du secteur digital depuis plusieurs mois.

L'application des multiples moyens 2016e et 2017e aux prévisions d'EBITDA de la même année issues du plan d'affaires se présentent comme suit :

En M€	EBITDA 2016e	EBITDA 2017e
Agrégats Webedia	47.2	60.3
Multiple moyen	10.1x	8.4x
Valeur d'entreprise Webedia	474.9	507.2
Dette financière nette ajustée	(111.5)	(111.5)
Valeur des fonds propres (100%)	363.4	395.7
Quote-part de détention Fimalac sur une base diluée (84,28%)	306.3	333.5

Nous avons privilégié les multiples observés sur les périodes 2016e et 2017e qui intègrent la pleine valeur des acquisitions récentes de la société.

Sur la base des multiples médians 2016e et 2017e, la valeur de la quote-part de fonds propres revenant à FIMALAC est comprise entre 306,3M€ et 333,5M€.



5.4.2.4.1.2. Transactions comparables

Nous avons analysé les transactions opérées depuis 2013 sur des sociétés appartenant au secteur dans lequel évolue WEBEDIA, et constituant des transactions majoritaires (quote-part acquise supérieure à 50% du capital).

Nous avons identifié peu de transactions comparables pour lesquelles les informations publiques nécessaires à la détermination des multiples étaient disponibles. En conséquence, nous avons retenu dans notre échantillon les principales acquisitions réalisées par WEBEDIA depuis 2013. Nous avons recalculé les multiples de ces acquisitions en tenant compte des clauses de complément de prix et des engagements de rachat consentis aux actionnaires minoritaires.

Comme indiqué au paragraphe 5.4.2.2.2, nous avons retenu des multiples basés sur l'EBITDA.

Nous avons retenu l'échantillon constitué des transactions suivantes :

- L'acquisition de CCM BENCHMARK par la SOCIETE DU FIGARO annoncée en octobre 2015. CCM BENCHMARK est une société française, présente dans 40 pays, et opérant de nombreux sites internet tels que le journal du net, le journal des femmes, l'internaute ou copains d'avant.
- Les acquisitions significatives réalisées par WEBEDIA depuis 2013. Il convient de relever que ces acquisitions correspondent à une politique de développement volontariste qui implique que les prix intègrent une prime significative pour l'acquisition d'une position de leader sur le marché, pour le caractère unique de l'actif, ou pour l'accès à un nouveau positionnement de la société. Il convient également de préciser que le retraitement des compléments de prix a pour effet d'augmenter les multiples de transaction. Les multiples observés sur ces transactions significatives de WEBEDIA représentent donc des multiples maximums. Par ailleurs, pour des raisons de confidentialité, nous n'avons pas mentionné le nom des cibles acquises.
- L'acquisition de TROVIT SEARCH SL par NEXT Co annoncée en octobre 2014. TROVIT SEARCH est un moteur de recherche pour petites annonces dans de nombreux domaines tels que la recherche d'emplois, d'appartements, de voitures, de locations de vacances... La société est présente dans 39 pays et attire environ 47 millions d'utilisateurs par mois.
- L'acquisition de WIRTUALNA POLSKA par GRUPA O2 SP.ZOO annoncée en octobre 2013. WIRTUALNA POLSKA opère plusieurs sites internet dans les domaines de l'information, de la communication et de la publicité. La société a une position de leader sur son marché en Pologne.



Le détail des multiples par transaction est le suivant :

Webedia - Multiples observés sur des transactions comparables

Date d'annonce	Acquéreur	Cible	VE/EBITDA	
oct-15	Société du Figaro	CCM Benchmark	12.6 x	
oct-15	Webedia	n.c.	11.0 x	
sept-15	Webedia	n.c.	27.7 x	(1)
juil-15	Webedia	n.c.	10.0 x	
juil-15	Webedia	n.c.	11.2 x	
oct-14	NEXT Co	Trovit Search SL	12.9 x	
juin-14	Webedia	n.c.	13.7 x	
oct-13	Grupa O2 Sp.zoo	Wirtualna Polska	10.0 x	
août-13	Webedia	n.c.	14.8 x	
Moyenne			13.8 x	
Médiane			12.6 x	

Source: Epsilon Research et analyses Finexsi

(1) Le retraitement des compléments de prix a pour effet d'augmenter les multiples car cela suppose que les prévisions de résultats seront toutes réalisées. De plus, les valorisations obtenues sont rapportées à l'EBITDA 2015 qui est inférieur aux EBITDA futurs. Le multiple induit ainsi retraité est particulièrement élevé et ne peut être à lui seul représentatif.

Compte tenu des nombreuses acquisitions réalisées en 2015 et du temps nécessaire à leur intégration (notamment concernant la mise en œuvre des synergies), nous avons estimé que l'EBITDA 2016e était plus représentatif d'un niveau d'activité normatif. Par ailleurs, nous n'avons pas appliqué le multiple de transactions à l'EBITDA 2017e dans la mesure où les transactions de l'échantillon sont intervenues entre 2013 et 2015.

En M€	EBITDA 2016e
Agrégats Webedia	47.2
Multiple median	12.6x
Valeur d'entreprise Webedia	594.3
Dette financière nette ajustée	(111.5)
Valeur des fonds propres (100%)	482.8
Quote-part de détention Fimalac sur une base diluée (84,28%)	406.9

Sur la base du multiple médian des transactions de l'échantillon appliqué à l'EBITDA 2016e, la valeur de la quote-part des fonds propres revenant à FIMALAC ressort à 406,9M€.



5.4.2.4.1.3. L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Plan d'affaires de WEBEDIA

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires 2016 - 2017 communiqué par la société²¹. Celui-ci a été construit par le management selon une approche top-down et intègre l'ensemble du périmètre WEBEDIA.

Les principales hypothèses structurantes de ce plan d'affaires sont les suivantes :

- Les flux des sociétés pour lesquelles un engagement de rachat des minoritaires existe ont été retenus à 100%. En contrepartie, comme nous l'avons vu plus haut, la dette financière tient compte du montant estimé de ces rachats ;
- Il n'est pas pris en compte de croissance externe au-delà de 2015, ni de cession d'actif. Il n'y a pas eu depuis l'établissement du plan d'affaires d'acquisition significative ou de projet d'acquisition structurant qui remettrait en cause les hypothèses globales ;
- Le taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires sur la période se décompose comme suit entre les différentes sources de revenus :
 - chiffre d'affaires publishing : 26,1% par an en moyenne
 - chiffre d'affaires service : 22,4% par an en moyenne
 - chiffre d'affaires international : 11,8% par an en moyenne
- Le taux de marge d'EBITDA est compris entre 20,9% et 22,4% sur la période.

En conséquence, le plan d'affaires communiqué par la société nous apparaît volontariste. Il convient donc d'apprécier avec prudence les prévisions du groupe WEBEDIA, étant en outre rappelé le caractère évolutif du modèle économique de la société.

Extrapolation du plan d'affaires

Nous avons procédé à l'extrapolation de ce plan d'affaires sur la période 2018 - 2020, en tenant compte des taux de croissance et des taux de marge fixés par le management pour chacune des activités au cours de la période 2016 - 2017.

Nous avons fait converger les taux de marge des activités du périmètre 2014 et de celles acquises en 2015. Le taux de marge d'EBITDA global a été retenu à 25% en 2020.

²¹ Ce plan correspond à celui présenté au Comité exécutif de WEBEDIA du 23 novembre 2015, ajusté par le management de l'impact « attentats de novembre 2015 ».



Les cash-flows générés par la société ont été modélisés en retenant les hypothèses suivantes :

- un taux d'impôt sur les sociétés de 34,43%. La consommation des déficits reportables a été simulée sur la base des résultats opérationnels (EBIT), puis actualisée et intégrée à la dette financière nette ajustée. Les déficits reportables ne sont par conséquent pas intégrés dans les flux ;
- des capex annuels de 4M€ correspondant principalement à des investissements technologiques ;
- un BFR d'exploitation correspondant à 20% du chiffre d'affaires, selon les informations transmises par la société.

Flux normatif

Le flux normatif a été construit sur la base d'une croissance du chiffre d'affaires de 3% et d'une marge d'EBITDA de 25%, soit au même niveau que la marge de la dernière année de l'horizon explicite.

Multiple de sortie

La valeur terminale a été déterminée sur la base d'un multiple de sortie de 8,4x l'EBITDA du flux normatif. Ce multiple correspond au multiple moyen extériorisé par les comparables boursiers pour l'année 2017 (dernière année de prévisions).

Taux d'actualisation

Comme indiqué au § 5.4.2.2.3, nous avons retenu le coût du capital pour actualiser les flux de trésorerie futurs. Ce coût a été estimé à 10,79% sur la base :

- d'un taux sans risque de 0,86% correspondant au taux moyen OAT TEC 10 (moyenne 1 an calculée au 29 février 2016 - Source : Banque de France) ;
- d'une prime de risque de 6,38% (moyenne 1 an à décembre 2015 des primes de risques Associés en Finance) ;
- d'un bêta désendetté des comparables de 1,09 (Source : Capital IQ) ;
- d'une prime d'illiquidité et de risque spécifique de 3%, tenant notamment compte de l'aléa de réalisation des prévisions dans un secteur en constante évolution.

Les flux financiers ont été actualisés à compter du 1^{er} janvier 2016.



Calculs de valorisation

Webedia - DCF

En M€

Somme des CF actualisés	135.8
Valeur terminale	484.0
Multiple de sortie	EBITDA x 8,4
Coût des fonds propres	10.79%
Valeur d'entreprise	619.8
Dette financière nette ajustée	(111.5)
Valeur des fonds propres (100%)	508.4
Quote-part de détention Fimalac sur une base diluée (84,28%)	428.5

Sur ces bases, la valeur de la quote-part des fonds propres revenant à FIMALAC ressort à **428,5M€**.

La sensibilité de la valeur de la quote-part des fonds propres WEBEDIA revenant à FIMALAC à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point) et du multiple de sortie (de -1 point et +1 point), est présentée ci-après :

Webedia - Test de sensibilité

		Coût des fonds propres		
		10.29%	10.79%	11.29%
Multiple de sortie	7.4	390.4	379.9	369.7
	7.9	415.3	404.2	393.4
	8.4	440.2	428.5	417.0
	8.9	465.1	452.7	440.7
	9.4	490.0	477.0	464.4

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette entre **393,4M€** et **465,1M€** pour **84,28%** des fonds propres de WEBEDIA selon la méthode du DCF.

5.4.2.4.1.4. Transaction récente intervenue sur le capital de la société

Une augmentation de capital, ouverte à l'ensemble des actionnaires de WEBEDIA, est intervenue le 10 février 2016 sur la base d'une évaluation effectuée en novembre 2015.

Cette opération a été réalisée au prix unitaire de 440€ par action, pour un montant total de 300M€.

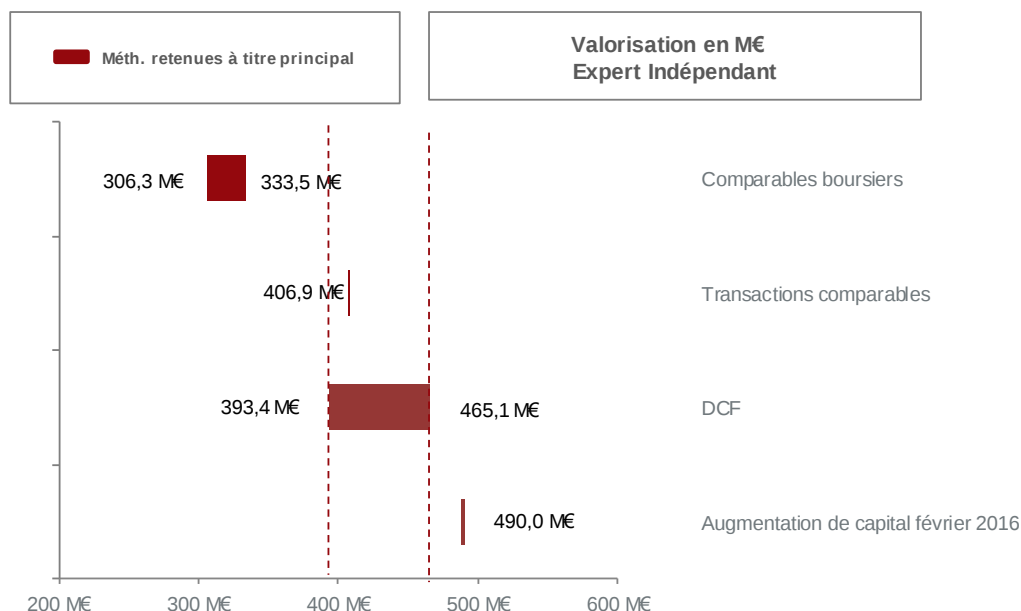
FIMALAC, GROUPE MARC DE LACHARRIERE, Monsieur Marc DE LACHARRIERE, le management de la société ainsi qu'un actionnaire minoritaire (non financier) ont souscrit à cette augmentation de capital.

La souscription de FIMALAC a été intégralement libérée par incorporation de son compte courant d'actionnaire pour un montant de 290,3M€.



Sur la base de cette augmentation de capital, la valeur des fonds propres de la société WEBEDIA s'élève à 581,4M€ (440€ x 1.321.330 actions), soit 490M€ pour la quote-part détenue par FIMALAC (84,28%).

5.4.3. Synthèse de la valorisation de la société WEBEDIA



Nous retiendrons une fourchette de valeurs comprises entre **393,4M€** et **465,1M€**, correspondant aux bornes extériorisées par la méthode du DCF.



5.5. Pôle Entertainment

5.5.1. Présentation du pôle Entertainment

5.5.1.1. Historique

Depuis 2010, le groupe FIMALAC a amorcé une diversification de son activité dans le secteur de l'Entertainment (production de spectacles, exploitation de salles...), via sa filiale FIMALAC DEVELOPPEMENT.

Pour ce faire, le groupe a tout d'abord pris une participation de 40% dans une des sociétés leaders en France, GILBERT COULLIER PRODUCTIONS. Par la suite, FIMALAC DEVELOPPEMENT a également pris des participations dans d'autres sociétés de productions de spectacle : AUGURI PRODUCTIONS, K-WET PRODUCTIONS ou ENCORE PRODUCTIONS ...

Plusieurs partenariats complémentaires ont également été mis en place comme par exemple avec DJAMEL DEBBOUZE ou la reprise du fonds de commerce du THEATRE LE COMEDIA.

Parallèlement, le groupe a pris dès 2010 le contrôle de VEGA, société leader en France dans le domaine de l'exploitation de salles. Au travers de cette société, FIMALAC exploite une trentaine de salles dans de nombreuses villes de province (salles « Zénith », équipements polyvalents) et contrôle les sociétés ELLIPSE et CARILIS (depuis 2014), gestionnaires de centres sportifs.

Aujourd'hui, le groupe compte parmi les acteurs français de tout premier plan, tant dans la production de spectacles que dans l'exploitation de salles.

Sur un plan économique, le secteur de l'Entertainment apparaît comme un marché concurrentiel. La rentabilité des sociétés du secteur dépend fortement du succès commercial des spectacles produits, qui sont par nature limités dans le temps. La visibilité sur l'activité et sur la rentabilité future est donc très faible.

De plus, l'environnement post-attentat est préjudiciable à l'activité du fait de la diminution de la fréquentation des salles de spectacle.

L'objectif de FIMALAC pour développer son pôle Entertainment est de s'appuyer sur le reste du groupe et notamment sur GROUPE LUCIEN BARRIERE, afin de dégager davantage de synergies.



5.5.1.2. Matrice SWOT



Source : Xerfi et analyse Finexsi

5.5.2. Evaluation des fonds propres du pôle Entertainment

5.5.2.1. Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

5.5.2.1.1. Actif net réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et dont le processus d'exploitation est d'acquérir et de céder ces actifs, ce qui n'est pas le cas du pôle Entertainment de FIMALAC.



5.5.2.1.2. Cours de bourse

Aucune société du pôle Entertainment n'étant cotée en bourse, cette méthode d'évaluation ne trouve pas à s'appliquer.

5.5.2.1.3. La valeur de rendement

Cette méthode qui consiste à actualiser des dividendes futurs ne sera pas retenue car l'activité, la rentabilité et donc les distributions de dividendes sont difficilement prévisibles dans le cas du pôle Entertainment de FIMALAC.

5.5.2.1.4. Actualisation des flux de trésorerie futurs

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

En l'absence de données prévisionnelles de moyen-long terme pour le pôle Entertainment de FIMALAC, cette méthode ne trouve pas à s'appliquer.

5.5.2.2. Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes, à titre principal:

- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des transactions comparables.

A titre secondaire, nous présenterons également :

- La valeur nette comptable des titres du pôle Entertainment dans les comptes sociaux de FIMALAC DEVELOPPEMENT au 31 décembre 2015.

5.5.2.2.1. Comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Nous avons retenu l'EBITDA qui est l'agrégat le plus pertinent, tel que communément admis par les évaluateurs et les analystes pour le secteur d'activité de l'Entertainment.



L'EBITDA est calculé avant les dotations aux amortissements et provisions et permet de limiter l'impact des distorsions résultant de politiques d'amortissements différentes entre les sociétés de l'échantillon. Nous avons appliqué ces multiples aux EBITDA 2015 et 2016e du pôle Entertainment issus des données du management.

5.5.2.2.2. Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachats total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. Pour les mêmes raisons que précédemment, nous avons considéré les multiples d'EBITDA.

Nous avons recueilli des informations publiques exploitables sur des transactions intervenues depuis 2011, afin d'être en mesure d'établir un échantillon suffisamment large.

5.5.2.2.3. L'actif net comptable

L'actif net constitue une référence au cas présent dans la mesure où le pôle Entertainment résulte d'acquisitions relativement récentes ayant fait l'objet d'un test d'impairment à la clôture 2015.

5.5.2.3. Données de référence du pôle Entertainment

5.5.2.3.1. Dette financière nette ajustée

La dette financière nette ajustée permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminée au 31 décembre 2015, sur la base des éléments communiqués par la Société.

La dette financière nette ajustée du pôle Entertainment se présente comme suit :

Entertainment - Dette financière nette ajustée	
En M€	31/12/2015
Emprunts bancaires	(1.1)
Billets de trésorerie et concours bancaires	(0.7)
Dettes Financières	(1.8)
Disponibilités	30.7
Trésorerie et Equivalents de Trésorerie	30.7
Dette Financière Nette	28.9
Compléments de prix à verser et engagements de rachats minoritaires	(28.2)
Dette Financière Nette Ajustée	0.7

Source : éléments communiqués par la Société au 31 décembre 2015



Outre les dettes financières et les disponibilités qui n'appellent pas de commentaire particulier, nous avons inclus dans l'endettement financier les compléments de prix et les engagements de rachat des certains minoritaires, estimés par la Société sur la base de la documentation contractuelle et des prévisions d'activité des sociétés acquises, pour un montant total de 28,2M€.

5.5.2.3.2. L'EBITDA

Le pôle Entertainment est composé de nombreuses sociétés détenues majoritairement ou non par FIMALAC. Le management a reconstitué la quote-part de FIMALAC dans l'EBITDA de ces sociétés au 31 décembre 2015 et au 31 décembre 2016 (prévisionnel).

Les sociétés pour lesquelles nous avons intégré des engagements de rachats minoritaires dans le calcul de la dette financière nette ajustée ont été retenues pour 100% de leur EBITDA.

Aucune prévision postérieure à 2016 n'est disponible à la date du présent rapport.

5.5.2.4. Mise en œuvre de la valorisation du pôle Entertainment

5.5.2.4.1. Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

5.5.2.4.1.1. Comparables boursiers

Echantillon retenu

Compte tenu des spécificités et de la diversité des activités du pôle Entertainment, il n'existe pas de société cotée qui lui soit pleinement comparable. Nous avons cependant identifié les sociétés cotées suivantes, comparables à certaines des activités du pôle :

- GL EVENTS est une agence événementielle française présente sur les trois grands marchés de l'événementiel (congrès et convention, événements et manifestations, salons et expositions). Le groupe intervient pour de nombreux clients en France et dans le monde.
- FIERA MILANO est une société italienne organisant des expositions et congrès. Il s'agit du leader italien et l'un des principaux acteurs mondiaux. Le groupe propose également la conception et l'installation de stands préfabriqués et personnalisables.
- MCH GROUP est une société suisse organisant des événements (foires, exposition) en Suisse et dans le monde. Le groupe gère des espaces événementiels à Bale, Zurich et Lausanne.
- DEAG DEUTSCHE ENTERTAINMENT est une société allemande de production de concerts. Elle opère principalement en Allemagne, Suisse et au Royaume-Uni. Le groupe dispose également d'un pôle de production musicale.
- SFX ENTERTAINMENT est une société américaine produisant des concerts et festivals. La société est spécialisée dans les événements liés à la musique électronique.



Multiples extériorisés par l'échantillon retenu et valorisation induite pour le pôle Entertainment

Pôle Entertainment - Multiples observés sur des sociétés cotées comparables

En K Devises	Devise de clôture	Capitalisation boursière	EV	Multiples d'EBITDA	
				2015e	2016e
GL EVENT	EUR	355 494	715 275	6.4x	6.0x
FIERA MILANO	EUR	140 292	223 388	7.7x	8.2x
M.CH	CHF	365 679	542 979	n.a	n.a
DEAG DEUTSCHE ENTERTAINMENT	EUR	58 141	70 808	n.s	5.9x
SFX ENTERTAINMENT	USD	15 529	268 983	4.3x	3.1x
Moyenne				6.1x	5.8x
Médiane				6.4x	5.9x

Source : Capital IQ

Capitalisation boursière au 29/02/2016 sur la base du cours moyen pondéré 3 mois

L'application du multiple moyen aux agrégats du pôle Entertainment se présente comme suit :

Pôle Entertainment - Méthode des multiples boursiers

En M€	2015e	2016e
Quote-part d'EBITDA Fimalac dans le pôle	6.3	8.8
Multiple moyen	6.1x	5.8x
Valeur d'entreprise (Quote-part Fimalac)	38.4	51.1
Trésorerie (dette) financière nette ajustée	0.7	0.7
Valeur des fonds propres (Quote-part Fimalac)	39.1	51.8

Sources : Capital IQ, Management, Analyse Finexsi

Sur la base des multiples moyens 2015 et 2016e, la valeur des fonds propres revenant à FIMALAC est comprise entre 39,1M€ et 51,8M€.

5.5.2.4.1.2. Transactions comparables

Nous avons analysé les transactions intervenues depuis 2011 sur des sociétés appartenant au secteur dans lequel évolue le pôle Entertainment de FIMALAC.

Nous avons identifié de nombreuses transactions comparables. Cependant, il en existe peu pour lesquelles les informations publiques nécessaires à la détermination des multiples étaient disponibles. Nous avons retenu des multiples basés sur l'EBITDA.

Nous avons alors retenu l'échantillon constitué des transactions suivantes :

- L'acquisition de COMEXPOSIUM par CHATERHOUSE CAPITAL PARTNERS annoncée en mai 2015. COMEXPOSIUM est un des leaders mondiaux de l'organisation d'événements avec plus de 170 manifestations dans 23 pays.



- L'acquisition de CARILIS par FIMALAC annoncée en décembre 2014. CARILIS est une société de gestion de centre de sports et loisirs (principalement des espaces nautiques).
- L'acquisition d'ENCORE PRODUCTIONS par FIMALAC annoncée en octobre 2014. ENCORE PRODUCTIONS est une société de production de spectacles française.
- Les acquisitions de 3 billetteries en ligne par CTS EVENTIM annoncées en mars 2014.
- L'acquisition d'INTERNATIONAL BUSINESS EVENTS par UNITED BUSINESS MEDIA LTD annoncée en juillet 2011. INTERNATIONAL BUSINESS EVENTS est une société organisant des conférences BtoB, des séminaires sous la marque EcoBuild.

Le détail des multiples par transaction est le suivant :

Pôle Entertainment - Multiples observés sur des transactions comparables

Date d'annonce	Acquéreur	Cible	EV/EBITDA
mai-15	Charterhouse Capital Partners	Comexposium	12.0 x
déc.-14	Fimalac	Carilis	4.9 x
oct.-14	Fimalac	Encore Productions	4.6 x
mars-14	CTS Eventim	Acquisition de 3 billetteries en ligne	5.0 x
juil.-11	United Business Media Ltd	International Business Events	12.9 x
Moyenne			7.9 x
Mediane			5.0 x

Source: Capital IQ et Epsilon Research et Analyse Finexsi

Compte tenu des nombreuses acquisitions réalisées en 2015 par FIMALAC et du temps nécessaire à leur intégration (notamment concernant la mise en œuvre des synergies), nous avons estimé que l'EBITDA 2016e était plus représentatif d'un niveau d'activité « normatif ».

Pôle Entertainment - Transactions comparables

En M€	EBITDA 2016e
Quote-part d'EBITDA Fimalac dans le pôle	8.8
Multiple moyen	7.9x
Valeur d'entreprise (Quote-part Fimalac)	69.5
Trésorerie (dette) financière nette ajustée	0.7
Valeur des fonds propres (Quote-part Fimalac)	70.2

Sources : Capital IQ, Management, Epsilon Research, Analyse Finexsi

Sur la base du multiple moyen des transactions de l'échantillon appliqué à l'EBITDA 2016e, la valeur des fonds propres revenant à FIMALAC ressort à 70,2M€.



5.5.2.4.2. Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire

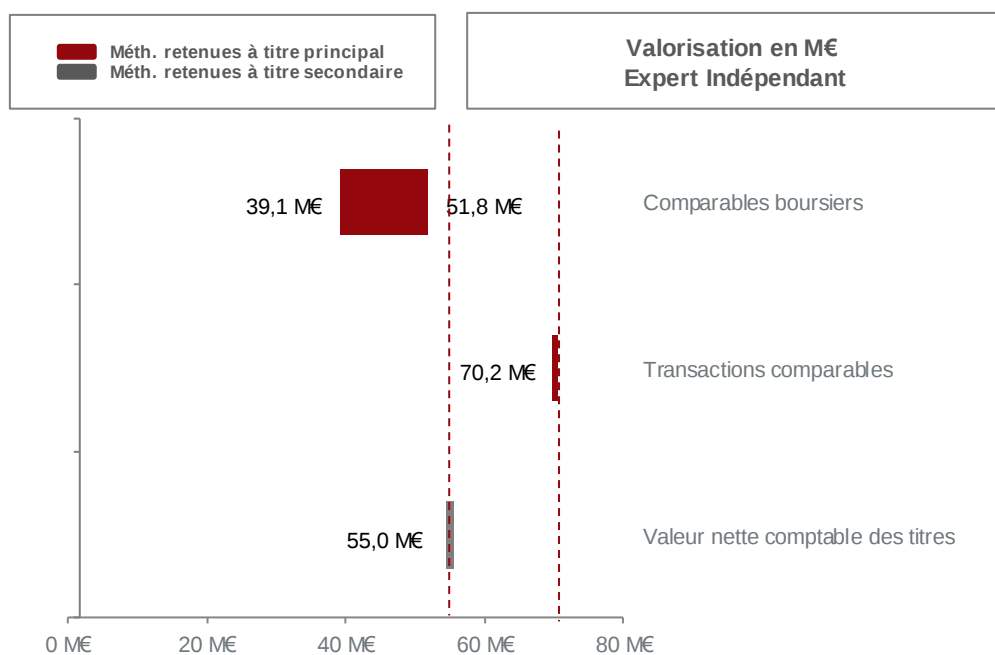
5.5.2.4.2.1. Valeur nette comptable des titres du pôle Entertainment

Les sociétés du pôle Entertainment sont détenues par FIMALAC DEVELOPPEMENT.

Au 31 décembre 2015, le montant des investissements réalisés dans le secteur de l'Entertainment par FIMALAC DEVELOPPEMENT s'élevait à 116M€.

La valeur nette comptable des titres des sociétés du pôle Entertainment dans les comptes de FIMALAC DEVELOPPEMENT s'élève à 55,0M€ au 31 décembre 2015.

5.5.3. Synthèse de la valorisation du pôle Entertainment



Nous retiendrons une fourchette de valeurs comprise entre **55,0M€** et **70,2M€**, correspondant à la valeur nette comptable des titres et à la valeur extériorisée par les transactions comparables.



5.6. Actifs Immobiliers

5.6.1. Présentation des actifs Immobiliers²²

Le groupe FIMALAC détient 3 actifs immobiliers situés à Londres (Canary Wharf) et Paris (97 et 101 rue de Lille).

Londres - Canary Wharf

Le terrain a été acquis en 2007 et l'immeuble construit les années suivantes (achèvement des travaux en 2010), le tout pour un montant de 295 M£ (pour 100% de l'immeuble). Il est détenu à 80% par FIMALAC, par l'intermédiaire de sa sous-filiale NORTH COLONNADE LTD, et à 20% par HEARST.

Il s'agit d'un immeuble de bureaux d'une surface d'environ 33.000 m², situé dans le quartier financier de Canary Wharf.

Il s'agit donc d'un bien récent, situé dans un quartier recherché et de très bonne qualité.

Il est occupé depuis fin 2010 par les équipes de la société FITCH RATINGS, dont il est devenu le siège social. En août 2013, le Groupe a conclu un contrat de bail avec le cabinet KPMG, qui a pris en location environ 55% de la surface totale.

L'immeuble est donc aujourd'hui occupé par 2 locataires de premier plan, avec lesquels le Groupe a conclu des baux à long terme, expirant en 2025 pour FITCH RATINGS et en 2029 pour KPMG (avec une possibilité de rupture anticipée du bail en 2020 et en 2024 pour une partie de la surface occupée).

Paris - 97 rue de Lille

Cet actif est situé dans le 7^{ème} arrondissement de Paris, proche de l'Assemblée Nationale, dans un quartier très demandé.

L'ensemble immobilier est de qualité. Il se compose de 2 bâtiments datant du XVIII^{ème} siècle, représentant une surface utile d'environ 1.377m², principalement à usage de bureaux.

Il est détenu en pleine propriété par la SNC SEFI dont les titres sont eux-mêmes détenus à 100% par FIMALAC.

S'agissant du siège social de FIMALAC, les locaux sont occupés par les services centraux du Groupe. En contrepartie, celui-ci verse un loyer à la SNC SEFI.

Paris - 101 rue de Lille

Il s'agit d'un immeuble de bureaux, acquis en novembre 2010, puis rénové. Il était loué jusqu'à la fin du mois de février 2016 à des sociétés du pôle Entertainment.

²² Source : Document de référence FIMALAC 2014



5.6.2. Evaluation des actifs Immobiliers

Les actifs immobiliers ont été évalués dans une approche de long-terme, reflétant la volonté du Groupe de les détenir durablement. Il n'a pas été fait d'hypothèse concernant une cession à court-terme de ces biens.

Les immeubles situés à Londres et au 97 rue de Lille à Paris ont été valorisés sur la base de rapports d'expertises récents qui nous ont été communiqués par la Société. L'immeuble situé au 101 rue de Lille (Paris) a pour sa part été valorisé au coût historique (acquisition de novembre 2010).

Il ne nous a pas paru pertinent de mettre en œuvre des méthodes d'évaluation alternatives.

5.6.2.1. Mise en œuvre de la valorisation des actifs immobiliers

Londres - Canary Wharf

L'immeuble a fait l'objet d'un rapport d'évaluation par un expert immobilier (SAVILLS) en date du 4 décembre 2015.

L'expert a mis en œuvre 2 méthodes d'évaluation, basées sur les rendements locatifs extériorisés par les transactions comparables (à titre principal) et sur l'actualisation des flux de trésorerie (à titre secondaire).

Son approche tient également compte des périodes de location gratuite accordées aux nouveaux locataires lors de leur entrée dans les locaux (il s'agit d'une pratique courante à Londres, comme à Paris, dont la durée varie en fonction des conditions de marché, de la durée du bail, de la qualité du preneur et des négociations avec ce dernier) et des droits applicables en cas de cession²³.

Il ressort une fourchette de valeur comprise entre **242,4M£** et **251,5M£**.

A titre d'information, la valeur de l'immeuble serait supérieure d'environ 21M£ en l'absence de période de location gratuite.

Dans le cadre de nos travaux d'évaluation, nous avons valorisé les titres de la société détenant l'immeuble (NORTH COLONNADE LTD) afin de tenir compte de la situation d'endettement de cette dernière. Le prêt financier (110M£) consenti par FIMALAC à NORTH COLONNADE LTD pour l'acquisition de l'immeuble a été considéré comme une dette dans notre approche de la valeur des fonds propres de NORTH COLONNADE LTD et comme une créance dans la situation de trésorerie / dette nette de FIMALAC (cf. § 5.8.1.2), de sorte que l'impact sur l'actif net réévalué de FIMALAC est nul.

²³ Il s'agit des coûts de cession, principalement composés des droits de timbres, et compris entre 1,52% et 5,02% selon que l'on cède les titres de la société détenant l'immeuble ou immeuble seul.



La valeur des fonds propres de la société et de la participation de FIMALAC, en devise, se présentent comme suit :

North Colonnade Ltd - Valeur des fonds propres

En M£	Fourchette basse	Fourchette haute
Evaluation selon expertise immobilière du 04/12/2015	242.4	251.5
Dette nette	(208.7)	(208.7)
Valeur des fonds propres (100%)	33.7	42.8
Quote-part de détention Fimalac - 80%	27.0	34.2

Comme expliqué ci-avant (cf. § 5.1.2.2.1), nous avons retenu des taux de conversion forward, correspondant à la moyenne des prévisions du FMI, de Bloomberg et de BMI sur la période 2016 - 2020 :

Prévisions de taux de change € / £

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
FMI	0.70	0.70	0.70	0.69	0.69
Bloomberg	0.73	0.73	0.73	0.73	0.74
BMI	0.76	0.79	0.73	0.73	0.73
Moyenne	0.73	0.74	0.72	0.72	0.72

La contre-valeur de la quote-part de fonds propres FIMALAC (80%) en fonction de ces taux de change € / £ se présente comme suit :

En M€	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Fourchette basse	36.9	36.4	37.5	37.5	37.4
Fourchette haute	46.9	46.2	47.6	47.7	47.4

Par conséquent, nous retiendrons une fourchette de valeurs comprises entre 36,4M€ et 47,7M€.

A titre d'information, si l'on retenait un taux de change moyen sur la période du 29 février 2016 jusqu'à la date du présent rapport, les valeurs obtenues seraient inférieures à celles présentées ci-dessus.



Paris - 97 rue de Lille

L'ensemble immobilier a fait l'objet d'un rapport d'évaluation par un expert immobilier (CHB VALUATION) en date du 16 février 2016.

L'expert a mis en œuvre les méthodes d'évaluation suivantes :

- la capitalisation des loyers théoriques, sur la base d'une valeur locative de marché de ces biens, déterminée par référence à des locations récentes dans le quartier ;
- l'actualisation des cashflows sur la base des loyers effectivement perçus par la SNC SEFI ainsi que sur la base d'un revenu théorique, en tenant compte dans les 2 cas d'une valeur de sortie correspondant à la cession de l'actif au terme de la durée de détention ;
- l'application d'un prix au m² sur la base de transactions comparables.

Il ressort de ces travaux d'expertise une valeur de l'ensemble immobilier comprise entre 17,5M€ et 19,3M€.

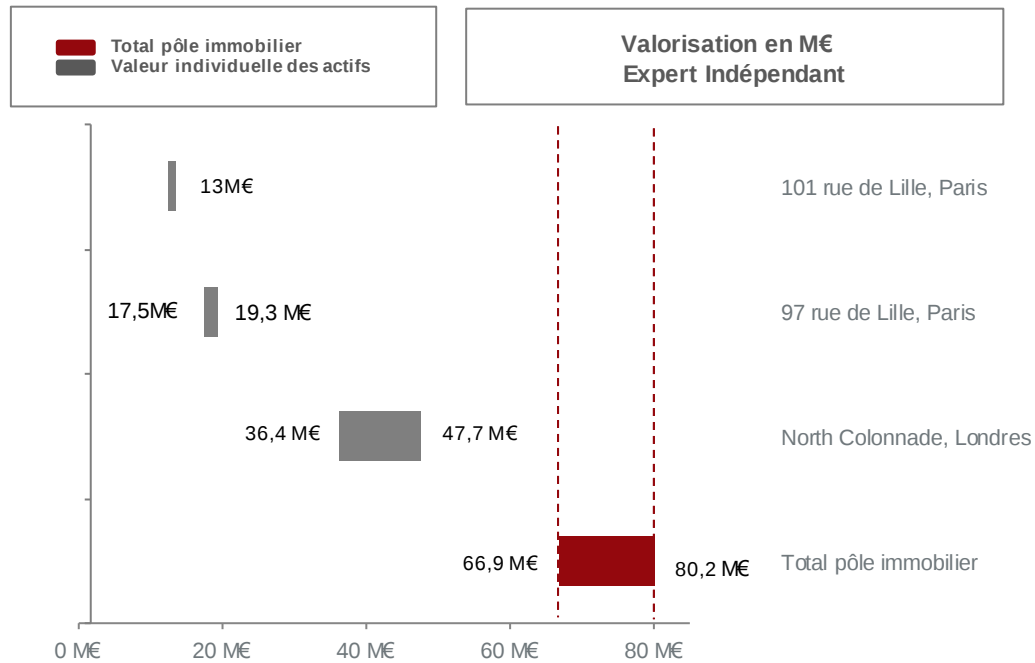
Paris – 101 rue de Lille

L'immeuble a été acquis fin 2010 puis rénové, le tout pour un coût de 13M€. **L'opération étant relativement récente, nous avons retenu l'immeuble pour son coût d'acquisition, soit 13M€.**

Celui-ci a par ailleurs fait l'objet en janvier 2014 d'une opération de lease-back. Depuis cette date, le Groupe bénéficie d'un contrat de crédit-bail au titre duquel il a comptabilisé une dette de 12,4M€ dans ses comptes 2015. Cette dette étant comptabilisée au niveau de la société holding du Groupe, nous l'avons intégrée dans le calcul de la dette financière nette de FIMALAC (cf. § 5.8.1.2).



5.6.3. Synthèse de la valorisation des actifs immobiliers



Nous retiendrons une fourchette de valeurs comprises entre **66,9M€** et **80M€**, correspondant aux valeurs minimum et maximum extériorisées par la somme des valeurs des actifs immobiliers.



5.7. Participations non réévaluées

Le Groupe détient plusieurs sociétés sans activité au 31 décembre 2015. Nous avons donc retenu ces sociétés pour le montant de leur actif net à la fin de l'exercice 2015.

Fimalac - Situation nette des participations non réévaluées

En M€	31/12/2015
Financière Portefoin	61.6
Financière Boulogne Technologie	33.4
GIE FCBS	0.8
Fimalac Information	(0.4)
R2M (comptes 2014)	(0.1)
Total	95.3

L'actif net des sociétés FINANCIERE PORTEFOIN, FINANCIERE BOULOGNE TECHNOLOGIE et R2M se compose pour l'essentiel de créances en comptes-courants avec FIMALAC. Nous avons retenu la contrepartie en dette dans notre calcul de dette nette FIMALAC (cf. § 5.8.1.2) pour un montant de 107,6M€. La valeur nette des participations non réévaluées ressort ainsi à -12,3M€.

5.8. FIMALAC

5.8.1. Données de référence de la société FIMALAC

5.8.1.1. Nombre de titres de référence retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 29 février 2016 (26.920.000 actions), diminué du nombre d'actions auto-détenues à cette même date (252.236 actions)

Nous n'avons pas retenu les actions gratuites dès lors que celles-ci ne sont pas définitivement acquises à la date du présent rapport et qu'elles ne pourront être cédées qu'après une période de conservation de 3 ans, expirant le 26 mars 2019.

Le nombre d'actions ainsi déterminé ressort à 26.667.764.



5.8.1.2. Trésorerie (dette) financière nette ajustée

La trésorerie (dette) financière nette ajustée permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminée au 31 décembre 2015, sur la base des éléments communiqués par la Société.

La trésorerie (dette) financière nette ajustée au 31 décembre 2015 se présente comme suit :

Fimalac - Calcul de la trésorerie (dette) financière nette ajustée

<i>En M€</i>	<i>31/12/2015</i>
Dettes Financières	(305.1)
Disponibilités et placements monétaires en \$	1 369.9
Placements monétaires en €	51.5
Trésorerie et Equivalents de Trésorerie	1 421.4
Trésorerie / (dette) financière nette	1 116.3
Provisions à caractère de dettes après impôts	(33.6)
Compte courant Financière Portefoin	(72.5)
Compte courant Financière Boulogne Technologies	(33.4)
Instruments financiers	(6.7)
Engagements retraites après impôts	(3.8)
Compte courant R2M	(1.7)
Compte courant SFIMP	(0.7)
Prêt financier North Colonnade en £	149.9
Autres actifs financiers / Actifs disponibles à la vente	121.2
Trésorerie / (dette) Financière Nette Ajustée	1 234.8

Source : éléments communiqués par la Société au 31 décembre 2015

Les principaux ajustements sur la trésorerie nette sont les suivants :

- Les provisions à caractère de dettes après impôts (33,6M€) ;
- Les comptes courants avec certaines filiales du Groupe (FINANCIERE PORTEFOIN, FINANCIERE TECHNOLOGIE, R2M, SFIMP), pour un total de 108,4M€. En contrepartie, nous avons retenu ces mêmes comptes courants dans notre calcul de la situation nette de ces filiales (à l'exception de SFIMP) au 31 décembre 2015 (cf. § 5.7). Ainsi, l'impact net sur l'actif net réévalué de FIMALAC est de -12,3M€ ;
- De façon analogue, nous avons retenu le prêt financier consenti à NORTH COLONNADE pour l'acquisition de l'immeuble de Canary Wharf pour 149,9M€. En contrepartie, ce prêt est retenu pour le même montant dans le calcul de la dette nette de North Colonnade, de sorte que l'impact sur l'actif net réévalué de FIMALAC est nul ;
- Les autres actifs financiers (122M€) correspondent principalement à des titres de participations non consolidés (dont Mercialys 56,0M€, Ucar 14,1M€, fonds Private Equity 6,0M€, obligations 16,2M€, autres actions cotés 17,4M€...).



Nous avons mené des analyses de sensibilité sur les disponibilités et le prêt financier libellés en devises afin de tenir compte de l'évolution attendue des taux de change (€/€ et €/£). Les taux de change retenus sont les taux forward 2016 - 2020 basés sur la moyenne des prévisions du FMI, de Bloomberg et de BMI présentés aux paragraphes 5.1.2.2 (évaluation de FITCH) et 5.6.2.1 (évaluation des actifs immobiliers). Nous avons également effectué la valorisation de ces éléments sur la base des taux de change spot au 29 février 2016.

La valeur de la dette financière nette ajustée se situe dans une fourchette de **1.149,9M€ à 1.234,8M€**.

Il convient enfin de préciser que le montant des devises détenues en trésorerie par FIMALAC, qui représente une exposition au \$ de 1.491 M\$ au 31 décembre 2015, n'est pas couverte.

5.8.2. Décotes de holding

A partir d'un échantillon de holdings cotés comparables à FIMALAC (9 sociétés), nous avons étudié la différence entre les actifs nets réévalués publiés par ces sociétés au 30 septembre 2015 (ou 30 juin 2015 en fonction des éléments publiés) et le cours de bourse de la même période. Nous n'avons pas été en mesure d'intégrer les actifs nets réévalués de ces sociétés au 31 décembre 2015, ceux-ci n'ayant pas encore été publiés à la date de notre analyse.

Nos analyses se présentent comme suit :

Fimalac - Décote de holdings comparables

Analyse au 30/09/15					
En €	ANR par action	Cours spot	Moyenne cours 1 mois	Décote (base cours spot)	Décote (base moyenne 1 mois)
Turenne Investissement	8.1	4.4	4.5	-46%	-45%
Altamir Amboise	17.1	9.9	10.3	-42%	-40%
Groupe IDI	35.3	25.4	25.4	-28%	-28%
Salvepar	53.0	42.5	42.4	-20%	-20%
Wendel	140.3	104.7	109.0	-25%	-22%
GBL	85.6	67.4	67.3	-21%	-21%
FFP*	132.5	73.0	73.6	-45%	-44%
Lebon*	217.6	127.6	129.8	-41%	-40%
Eurazeo*	76.4	59.4	61.5	-22%	-19%
Moyenne des décotes observées sur ANR publiés				-32%	-31%

Source: publications officielles, Capital IQ, Analyse Finexsi

* Dernières données disponibles au 30 juin 2015

Il ressort une fourchette de décotes relativement large, comprise entre 19% et 45% et une moyenne à environ 30%.

Le niveau de ces décotes doit s'apprécier en fonction de la consistance et de la diversité des participations, ainsi que de leur caractère éventuellement minoritaire et illiquide.



En pratique, FIMALAC détient des participations dans des secteurs d'activité différents, dont certaines sont minoritaires (20% de FITCH GROUP, 40% de GLB, 10% de SFCMC). En revanche, le patrimoine de FIMALAC est particulièrement liquide puisque constitué par de la trésorerie pour un montant net compris entre 1.149,9M€ et 1.234,8M€, soit près de 40% de l'actif net réévalué total.

Dans ce contexte, nous considérons que la moyenne de 30% de décote observée ne doit être appliquée qu'aux actifs hors trésorerie nette.

5.8.3. Actif net comptable réévalué

L'actif net réévalué de la société FIMALAC ainsi que la valeur par action de la Société après prise en compte de la décote de holding se présente comme suit :

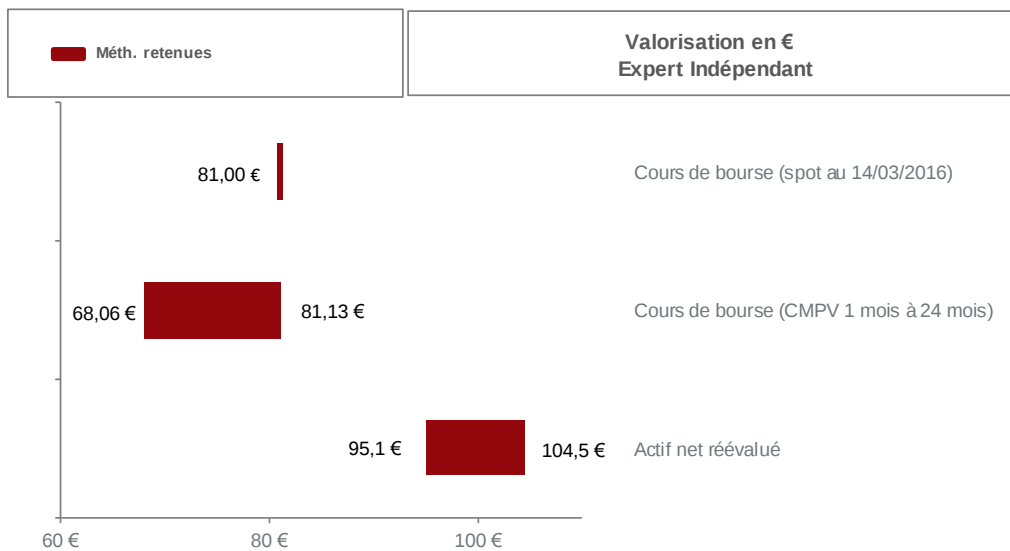
Fimalac - Actif net réévalué			
En M€	% de détention	Fourchette basse	Fourchette haute
Fitch Group	20%	1 074.7	1 148.5
Groupe Lucien Barrière	40%	253.0	316.2
SFCMC	10%	40.2	40.2
Webedia	84%	393.4	465.1
Entertainment	100%	55.0	70.2
Immobilier	100%	66.9	80.2
Autres participations non réévaluées	100%	95.3	95.3
Trésorerie nette	100%	1 149.9	1 234.8
Actif net réévalué		3 128.4	3 450.5
Décote de holding (appliquée à l'ANR hors trésorerie nette)		30%	30%
Actif net réévalué après décote de holding		2 534.9	2 785.8
Valeur par action Fimalac après décote de holding (en €)		95.1	104.5

Il ressort une valeur par action FIMALAC, après de décote de holding, comprise entre 95,1€ et 104,5€.



5.8.4. Synthèse de la valorisation de la société FIMALAC

La valeur par action de la société FIMALAC telle qu'elle ressort de nos travaux d'évaluation se présente comme suit :





6. Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les établissements présentateurs

SOCIETE GENERALE CIB, BNP PARIBAS, CREDIT AGRICOLE CIB et CIC, agissant en tant qu'établissements présentateurs de l'Offre, ont préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant à la section 2 de la note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous sommes rapprochés des représentants des établissements présentateurs en charge de l'évaluation pour échanger sur les méthodes et critères d'évaluation retenus, et avons obtenu leur rapport d'évaluation définitif.

6.1. Choix des critères d'évaluation

Nous sommes en accord avec les établissements présentateurs sur le choix des méthodes d'évaluation retenues, à savoir le cours de bourse et l'actif net réévalué.

Les méthodes écartées sont par ailleurs les mêmes.

La mise en œuvre des différents critères appelle plusieurs remarques de notre part.

6.2. Mise en œuvre des différents critères

6.2.1. Données financières

Les établissements présentateurs retiennent une trésorerie nette ajustée au 31 décembre 2015 comprise entre 1.242M€ et 1.331M€ quand nous retenons une fourchette entre 1.149,9M€ et 1.234,8M€.

L'écart provient principalement des comptes courants de la Société avec FINANCIERE PORTEFOIN et FINANCIERE BOULOGNE TECHNOLOGIE que nous intégrons pour -105,9M€ dans le montant de la trésorerie nette ajustée ainsi que dans l'actif net réévalué de la Société, alors que les établissements présentateurs ne retiennent pas ces montants. En contrepartie, les établissements présentateurs n'ont pas tenu compte de la situation nette de ces sociétés dans leur évaluation de l'actif net réévalué. L'impact net sur la valeur des capitaux propres de FIMALAC est donc nul.

6.2.2. Analyse du cours de bourse

L'analyse du cours de bourse mise en œuvre par les établissements présentateurs n'appelle pas de remarque particulière de notre part, hormis le fait que nos calculs du CMPV sont réalisés sur une durée maximale de 24 mois quand ceux des établissements présentateurs le sont sur une durée de 12 mois, ce qui explique l'écart constaté en valeur basse.



6.2.3. Actif net réévalué

6.2.3.1. *FITCH GROUP*

Les établissements présentateurs ont retenu la méthode de valorisation définie contractuellement entre les parties, en tenant compte de la fiscalité qui serait associée à la cession de cette participation.

Nous avons retenu une approche identique.

Les écarts entre les valeurs obtenues (fourchettes de 1.074,7M€ à 1.148,5M€ pour FINEXSI et de 971M€ à 1.246M€ pour les établissements présentateurs) sont liés au fait que les établissements présentateurs mettent en œuvre la méthode d'évaluation contractuelle en appliquant des multiples historiques de MOODY'S alors que nous nous sommes limités aux années 2015 et 2016e.

6.2.3.2. *GROUPE LUCIEN BARRIERE*

6.2.3.2.1. *Actualisation des flux futurs de trésorerie*

Nous avons obtenu le même plan d'affaires, établi par FIMALAC, que les établissements présentateurs, et avons également extrapolé ce plan sur une période 3 ans au-delà de l'horizon explicite, soit jusqu'en 2021.

La seule différence notable dans la mise en œuvre de ce critère d'évaluation concerne le taux d'actualisation utilisé. Les établissements présentateurs retiennent un coût moyen pondéré du capital de 8,7%, quand nous retenons 7,87%.

La fourchette de valeurs retenues par FINEXSI s'établit ainsi à 253M€ / 316,2M€ contre une fourchette de 200M€ / 282M€ par les établissements présentateurs (pour 40% de GLB).

6.2.3.2.2. *Comparables boursiers*

Tout comme nous, les établissements présentateurs fondent leur analyse sur les multiples d'EBITDA.

Nous avons retenu le même échantillon que les établissements présentateurs pour l'activité Casino.

Concernant l'activité Hôtellerie, les établissements présentateurs ont retenu ACCOR et SOL MELIA que nous avons écartés en raison d'un positionnement que nous avons estimé insuffisamment premium (Accor) ou trop diversifié (Sol Melia). Nous avons pour notre part retenu un échantillon composé de groupes hôteliers positionnés davantage sur le secteur du luxe, que nous avons également appliqué à SFCMC.

Les établissements présentateurs ont également valorisé la société sur la base d'une approche globale, sans distinguer les activités Casino et Hôtellerie. Nous n'avons pas retenu cette méthode que nous estimons moins pertinente compte tenu des différences notables existant entre les 2 activités.



Les valeurs extériorisées par les établissements présentateurs sont néanmoins cohérentes entre les 2 méthodes.

Les fourchettes de valeurs obtenues se situent entre 601M€ et 787M€ pour les établissements présentateurs, et entre 716,8M€ et 728,5M€ dans notre analyse (pour 100% de GLB).

6.2.3.2.3. Transactions comparables

Nous présentons cette approche uniquement à titre d'information, ce que font également les établissements présentateurs en la qualifiant de peu pertinente et en ne la retenant pas dans leur fourchette de valeurs.

Les établissements présentateurs retiennent des échantillons élargis, à la fois pour l'activité Casino et l'activité Hôtellerie, avec une part importante de transactions anciennes (jusqu'en 2002).

Nous n'avons, pour notre part, pas intégré de transactions antérieures à 2011, considérant celles-ci comme trop anciennes et peu adaptées au contexte actuel (elles ne reflètent notamment pas les conséquences de la crise financière débutée en 2007 et de l'interdiction de fumer dans les casinos depuis 2008).

6.2.3.3. SOCIETE FERMIERE DU CASINO MUNICIPAL DE CANNES (SFCMC)

6.2.3.3.1. Comparables boursiers

Nous avons retenu, comme les établissements présentateurs, le même échantillon de comparables que pour GROUPE LUCIEN BARRIERE sur l'activité Casino.

En ce qui concerne l'activité Hôtellerie, les établissements présentateurs ont élargi leur échantillon en y intégrant des groupes présents principalement sur le segment premium. Pour notre part, nous avons conservé le même échantillon que pour GROUPE LUCIEN BARRIERE.

En synthèse, nous n'avons retenu que la valeur centrale, soit 401,8M€ pour 100% de SFCMC alors que les établissements présentateurs ont retenu une fourchette de valeurs, soit 334M€ à 378M€.

6.2.3.3.2. Transactions comparables

Les commentaires faits sur GROUPE LUCIEN BARRIERE (cf. § 6.2.3.2.3) s'appliquent de la même façon sur SFCMC.



6.2.3.4. WEBEDIA

6.2.3.4.1. Comparables boursiers

Les établissements présentateurs fondent leur analyse sur les multiples d'EBITDA et d'EBIT alors que nous ne retenons que les multiples d'EBITDA.

Nous avons retenu l'échantillon utilisé lors de notre intervention de novembre 2015 en tant qu'expert indépendant dans le cadre de l'augmentation de capital de février 2016.

Cet échantillon n'intègre pas les sociétés RIGHTMOVE, EXPEDIA, TRIPADVISOR, WEBMD et YELP qui ont été retenues par les établissements présentateurs. A l'inverse ils n'ont pas intégré les sociétés SRP GROUP, EVERYDAY HEALTH, TECH TARGET et CRITEO qui font partie de notre échantillon.

Les principales divergences de nos travaux tiennent donc à la composition de l'échantillon. Ainsi, les multiples extériorisés par les établissements présentateurs (11,8x en 2016 et 10,1x en 2017) sont supérieurs à ceux que nous avons calculé (10,1x en 2016 et 8,4x en 2017) notamment en raison des multiples très élevés observés sur RIGHTMOVE (22,5x en 2016 et 20,6x en 2017) et TRIPADVISOR (18,5x en 2016 et 15,0x en 2017).

En retraitant ces 2 valeurs, les moyennes extériorisées par les 2 échantillons ressortent comparables.

Les fourchettes de valeurs se situent entre 428M€ et 597M€ pour les établissements présentateurs et entre 363,4M€ et 395,7M€ selon FINEXSI (pour 100% de WEBEDIA).

6.2.3.4.2. Transactions comparables

Comme nous, les établissements présentateurs fondent leur analyse sur les multiples d'EBITDA.

Les établissements présentateurs retiennent un échantillon de transactions intervenues entre 2010 et 2015 qui font ressortir une fourchette de multiples entre 12,0x et 13,0x.

Pour notre part, nous limitons notre échantillon à la période 2013 - 2015 et appliquons un multiple de 13,8x.

Les valeurs obtenues pour 100% des fonds propres de WEBEDIA se situent ainsi entre 452M€ et 499M€ pour les établissements présentateurs, et à 482,8M€ dans notre analyse.

6.2.3.4.3. Actualisation des flux futurs de trésorerie

Concernant les prévisions considérées

La société a transmis un plan d'affaires sur la période 2016 - 2017, que nous avons extrapolé jusqu'en 2020. Les établissements présentateurs ont retenu la même approche.

Les hypothèses considérées dans le cadre de l'extrapolation ne font pas apparaître de différences significatives, que ce soit en termes de marge d'EBITDA (26% à la fin de l'horizon explicite pour les établissements présentateurs contre 25% dans notre analyse), de besoin en fonds de roulement ou de capex.



Concernant les hypothèses financières

Nous retenons la même hypothèse de taux de croissance du flux normatif que les établissements présentateurs, soit 3%.

Concernant le taux d'actualisation, les établissements présentateurs retiennent un coût du capital de 10,9%, quand nous retenons 10,79%. Nous avons considéré comme eux un gearing nul dans la mesure où la société n'est pas endettée et où les acquisitions sont financées par FIMALAC via le compte courant d'associé.

Concernant la valeur des fonds propres

Les valeurs obtenues pour 100% des fonds propres de WEBEDIA se situent ainsi entre 427M€ et 575M€ pour les établissements présentateurs, et entre 466,7M€ et 551,8M€ dans notre analyse.

6.2.3.5. Entertainment

6.2.3.5.1. Comparables boursiers

Notre échantillon comprend les sociétés DEAG DEUTSCHE ENTERTAINMENT et SFX ENTERTAINMENT que n'ont pas retenu les établissements présentateurs.

Les fourchettes de valeurs obtenues se situent entre 41M€ et 63M€ pour les établissements présentateurs et entre 39,1M€ et 51,8M€ pour FINEXSI.

6.2.3.5.2. Transactions comparables

Comme nous, les établissements présentateurs fondent leur analyse sur les multiples d'EBITDA.

Ces derniers retiennent cependant un échantillon de transactions intervenues entre 2008 et 2015, quand nous avons limité notre période d'observation à 2011 - 2015.

La fourchette de valeurs obtenue se situe entre 54M€ et 63M€ pour les établissements présentateurs et à 70,2M€ dans notre analyse.

6.2.3.5.3. Valeur nette comptable des titres

Les établissements présentateurs ne retiennent pas cette méthode, que nous présentons à titre secondaire.

La valeur extériorisée par ce critère ressort à 55M€.

6.2.3.6. Pôle immobilier

Nous avons retenu des approches identiques à celles des établissements présentateurs. L'évaluation du pôle immobilier n'appelle pas de commentaire particulier.



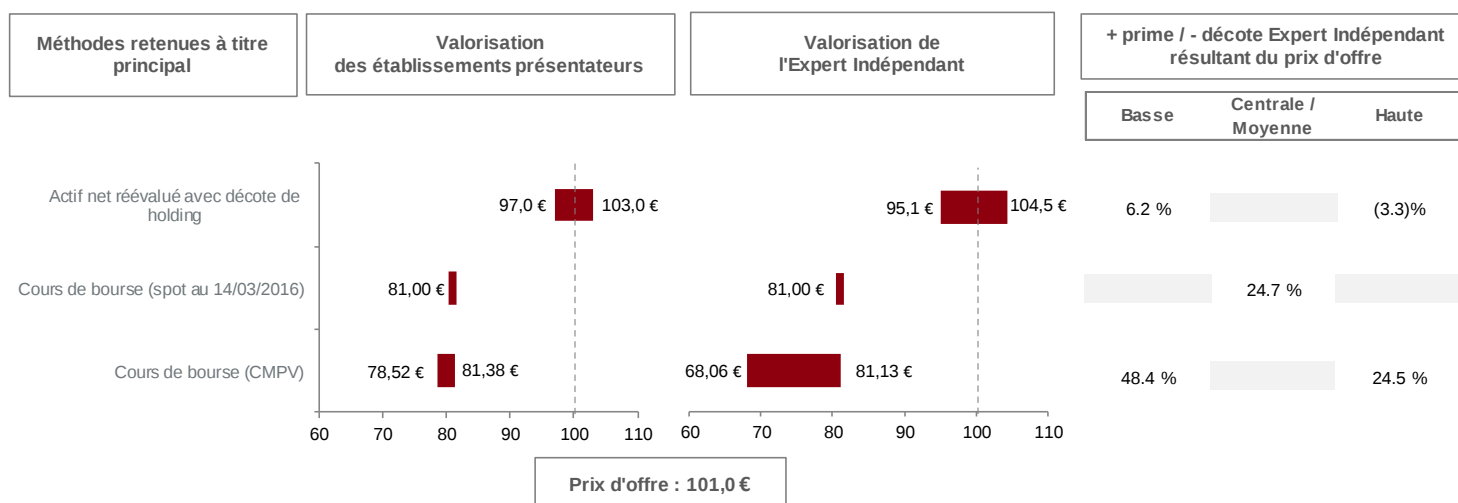
6.2.3.7. Décote de holding

Nous avons retenu une approche consistant à appliquer la décote de holding que nous avons observée sur un échantillon de sociétés cotées comparables (soit 30%), à l'actif net réévalué de FIMALAC hors trésorerie nette, ce qui revient à appliquer une décote d'environ 19% à la totalité de l'actif net réévalué. Les établissements présentateurs ont pour leur part appliqué une fourchette de décote inférieure, comprise entre 15% et 20%, à la totalité de l'actif net réévalué de FIMALAC, en ce compris la trésorerie.

7. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix offert

7.1. Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, le prix offert dans le cadre de l'Offre, soit 101€ par action (coupon attaché), fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugé pertinentes :



7.2. Attestation sur le caractère équitable du prix de l'Offre

La présente Offre facultative est ouverte aux actionnaires de FIMALAC, étant précisé que l'actionnaire de contrôle a fait part de son intention de ne pas apporter ses actions à l'Offre.

Elle vise le rachat d'actions de la Société en vue de les annuler (dans la limite de 1.700.000 actions), dans des proportions identiques pour chaque actionnaire apportant ses actions à l'Offre. Elle n'entraînera pas de changement de contrôle de FIMALAC, et demeurera sans incidence sur la gestion opérationnelle du groupe et ses orientations stratégiques.



Nous observons de plus que le prix proposé de 101€ (coupon attaché) dans le cadre de l'Offre fait ressortir par rapport aux critères pertinents :

- Une prime extériorisée par le cours de bourse comprise entre 24,5% (CMPV 12 mois) et 48,4% (CMPV 24 mois) par référence aux cours moyens au 14 mars 2016 ;
- Une prime de 6,2% par rapport à la fourchette basse de l'actif net réévalué et une décote de 3,3% par rapport à la fourchette haute de l'actif net réévalué, lequel intègre une décote de holding.

Le prix d'Offre apparaît ainsi légèrement supérieur à la moyenne des valeurs issues de la méthode de l'actif net réévalué.

L'opération proposée offre donc aux actionnaires la liquidité d'une partie de leurs actions à un prix supérieur au cours de bourse, sans autre conséquence notable pour le groupe FIMALAC qu'une diminution de sa trésorerie à due concurrence des rachats opérés.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 101€ par action (coupon attaché) est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de FIMALAC.

Par ailleurs, à notre connaissance, il n'existe pas d'accord connexe susceptible de remettre en cause le traitement équitable des associés au plan financier.

Fait à Paris le 14 mars 2016

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Olivier PERONNET

Olivier COURAU

PJ : Annexe unique



Annexe unique

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER :

L'activité de FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Commissariat aux comptes ;
- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs dont l'essentiel a un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 24 derniers mois :

Date	Cible	Initiateur	Banque présentatrice	Opération
mai-14	Gascogne	Attis 2 / Electricité et Eaux de Madagascar	N/A	Augmentation de capital réservée
mai-14	Ciments Français	Italcementi	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée
juin-14	Stéria	Sopra	Société Générale	Offre publique d'échange
oct.-14	Générale de Santé	Ramsay Health Care (UK) Limited et Prévoyance Dialogue du Crédit Agricole	Crédit Agricole CIB / Lazard	Offre Publique d'Achat Simplifiée
mai-15	JC Decaux	JC Decaux	Goldman Sachs	Offre Publique d'Achat Simplifiée
juil.-15	Henri Maire	Grands Vins Jean-Claude Boisset et Henri Maire Développement	Aurel BGC	Offre Publique d'Achat Simplifiée

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

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.



Montant de la rémunération perçue :

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 140.000€, hors taxes, frais et débours.

Description des diligences effectuées :

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- 1 -** Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission
- 2 -** Identification des risques et orientation de la mission
- 3 -** Collecte des informations et des données nécessaires à la mission :
 - Prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle, des notes d'analyse sur les comparables de la Société et des notes d'analyse sur les transactions comparables
- 4 -** Appréciation du contexte de l'Offre :
 - Compréhension du processus ayant conduit à l'opération
 - Echanges avec les établissements présentateurs
 - Echanges avec le management de FIMALAC
- 5 -** Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de FIMALAC
- 6 -** Revue détaillée des notes d'analystes et des consensus
- 7 -** Analyse du cours de bourse :
 - Analyse du flottant et de la liquidité
 - Analyse de l'évolution du cours
- 8 -** Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actif net réévalué
 - Mise en œuvre d'une approche multicritères adaptée à chaque participation évaluée :
 - Référence aux cours de bourse et objectifs de cours
 - DCF
 - Comparables boursiers
 - Transactions comparables
- 9 -** Obtention de la lettre d'affirmation du représentant de la Société
- 10 -** Analyse de la note d'information et du rapport d'évaluation des établissements présentateurs
- 11 -** Revue indépendante
- 12 -** Rédaction du rapport



Calendrier de l'étude :

05 février 2016	Prise de contact préalable à notre désignation en qualité d'expert indépendant
12 février 2016	Désignation de FINEXSI comme expert indépendant par le conseil d'administration de FIMALAC
12 février 2016	Rédaction de la lettre de mission
12, 15, 19 février et 1 ^{er} mars 2016	Réunions de travail avec la direction financière de FIMALAC notamment sur la présentation des différents secteurs d'activité du groupe, sur l'analyse historique des résultats des différentes participations, sur les perspectives de développement et la revue des projets de comptes au 31 décembre 2015.
Courant février 2016	Collecte de l'information publique disponible Recherche des transactions comparables à partir de la base de données Epsilon notamment Identification et collecte de données sur les comparables boursiers à partir de la base de données financières Capital IQ notamment
Courant février - début mars 2016	Mise en œuvre d'une évaluation multicritères des actions FIMALAC, et en particulier selon la méthode de l'actif net réévalué Rédaction du rapport d'évaluation
Du 22 février au 10 mars 2016	Echanges avec SOCIETE GENERALE CIB sur leurs hypothèses servant de base à leur valorisation
10 et 11 mars 2016	Revue indépendante du rapport du cabinet FINEXSI
14 mars 2016	Remise du rapport d'évaluation



Liste des personnes rencontrées ou contactées :

FIMALAC :

- Madame Eléonore LADREIT DE LACHARRIERE, Administratrice
- Monsieur Robert GIMENEZ, Directeur financier
- Monsieur Pierre HANOTAUX, Directeur juridique
- Monsieur Jacques TOUPAS, Direction financière
- Monsieur Jean-Philippe LAVAL, Direction financière

Etablissements présentateurs (représentés par SOCIETE GENERALE CIB) :

- Monsieur Alexandre COURBON, Managing Director
- Monsieur Colombar Mathieu de Vienne, Vice-Président
- Monsieur Anthony Murgia, Analyst
- Monsieur Frank Elkaim, Analyst

Avocat (DARROY VILLEY MAILLOT BROCHIER):

- Maître Emmanuel Brochier, Avocat associé

Sources d'information utilisées :

Informations communiquées par la société FIMALAC :

- Plans d'affaires de WEBEDIA et de GLB, ce dernier étant établi par FIMALAC ;
- Comptes consolidés et comptes sociaux au 31 décembre 2014 de FIMALAC et de ses principales filiales;
- Comptes consolidés et comptes sociaux au 31 décembre 2015 de FIMALAC et de ses principales filiales;
- Documents de référence de FIMALAC pour les exercices 2013 et 2014 ;
- Eléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par les établissements présentateurs.



Informations de marché :

- Communication financière de FIMALAC sur les exercices 2013, 2014 et 2015 ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : CAPITAL IQ ;
- Données de marchés (Taux sans risque, prime de risque, bêta...) : CAPITAL IQ, EPSILON RESEARCH, AGENCE FRANCE TRESOR.

Personnel associé à la réalisation de la mission :

Les associés signataires, Messieurs Olivier PERONNET et Olivier COURAU, ont été assistés de Monsieur Maxime ROGÉON, Manager, ainsi que d'une équipe de collaborateurs confirmés.

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Lucas ROBIN, associé du cabinet.

5. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le conseil d'administration de Fimalac s'est réuni le 14 mars 2016, sous la présidence de M. M. Marc Ladreit de Lacharrière, Président du conseil d'administration, à l'effet d'examiner l'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

M. Marc Ladreit de Lacharrière, M. Jérémie Ladreit de Lacharrière, M. Philippe Lagayette, M. Bernard de Lattre, M. Thierry Moulonguet, M. Bernard Pierre, M. Jean-Charles Naouri, M. Thomas Piquemal, M. Etienne Pflimlin, Groupe Marc de Lacharrière, administrateur, représenté par Mme Eléonore Ladreit de Lacharrière et M. Pierre Blayau étaient présents ou représentés. M. Pascal Castres Saint-Martin et Mme Clarisse Ladreit de Lacharrière étaient absents et excusés.

L'avis motivé du conseil d'administration rendu le 14 mars 2016 est intégralement reproduit ci-après :

« Le conseil d'administration, ayant pris connaissance du projet de note d'information relative à l'Offre, des travaux d'évaluation menés par les Établissements Présentateurs et du projet de rapport du cabinet Finexsi désigné en qualité d'expert indépendant constate que :

- l'expert indépendant conclut au caractère équitable du prix de l'Offre pour les actionnaires de la Société ;*
- l'Offre constitue une opportunité offerte aux actionnaires de la Société qui le souhaitent de céder tout ou partie de leurs actions à un prix comportant une prime attractive ;*
- l'Offre n'aura pas de conséquences sur la stratégie de la Société, ses capacités financières ou sa politique de distribution de dividendes, ni de conséquence en matière d'emploi ; et*
- Groupe Marc de Lacharrière, actionnaire majoritaire de la Société, et Fondation Culture & Diversité, MM. Marc Ladreit de Lacharrière, Jérémie Ladreit de Lacharrière et Mmes Eléonore Ladreit de Lacharrière, Bérangère Ladreit de Lacharrière et Clarisse Ladreit de Lacharrière, agissant de concert avec Groupe Marc de Lacharrière, ont manifesté leur intention de ne pas apporter leurs titres à l'Offre.*

Au vu de ce qui précède, le conseil d'administration considère, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, que l'Offre est dans l'intérêt de la Société et de ses actionnaires et sans conséquences pour ses salariés.

Compte tenu de ces éléments et après en avoir délibéré, le conseil d'administration, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés :

- décide, en vertu de l'autorisation d'opérer sur ses propres actions qui lui a été conférée par la sixième résolution de l'assemblée générale mixte des actionnaires du 10 juin 2015, en application de l'article L.225-209 du Code de commerce, de proposer aux actionnaires de la Société de leur racheter leurs actions, dans la limite d'un nombre maximum de 1 700 000 actions de la Société, dans le cadre du programme de rachat d'actions de la Société approuvé par ladite assemblée générale des actionnaires, sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée ;*
- approuve le projet d'Offre portant sur un nombre maximum de 1 700 000 actions de la Société pour un prix de 101 euros par action selon les modalités et conditions qui viennent d'être exposées ;*
- recommande aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre ; et*
- en tant que de besoin, approuve les termes du projet de note d'information devant être déposé auprès de l'AMF en vue de son examen et autorise le président-directeur général à le finaliser et à le signer, ainsi que tout autre document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, notamment le document intitulé « Autres Informations » relatif aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de la Société, tel que visé par le règlement général de l'AMF, et, plus généralement, faire tout ce qui sera utile et nécessaire pour les besoins de la réalisation de l'Offre et notamment rédiger et émettre tout communiqué de presse relatif à l'Offre.*

Les administrateurs présents ou représentés indiquent ne pas avoir l'intention d'apporter leurs actions à l'Offre. »

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

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Fimalac seront déposées auprès de l'AMF et mise à la disposition du public selon des modalités propres à en assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION

Pour la Société

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

Fimalac

Pour les établissements présentateurs de l'Offre

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, Société Générale, BNP Paribas, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank et Crédit Industriel et Commercial, établissements présentateurs de l'Offre, attestent qu'à leur connaissance, la présentation de l'Offre qu'ils ont examinée sur la base des informations communiquées par Fimalac et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Société Générale

BNP Paribas

Crédit Agricole
Corporate and
Investment Bank

Crédit Industriel et
Commercial