

**PROJET DE NOTE
ETABLI PAR**

EURO DISNEY S.C.A.



**EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES
ACTIONS DE LA SOCIETE EURO DISNEY S.C.A. INITIEE PAR**

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



Le présent projet de note d'information en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 30 mars 2017, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

**L'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE
RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE L'AMF.**

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi S.A., agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») est disponible sur le site Internet d'Euro Disney S.C.A. (<http://corporate.disneylandparis.fr>) ainsi que sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et mis à la disposition du public sans frais au siège social d'Euro Disney S.C.A., 1, rue de la Galmy, 77700 Chessy.

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

SOMMAIRE

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	4
1.1	Description de l'Offre	4
1.2	Nombre et nature des titres visés par l'Offre	4
1.3	Rappel des principales caractéristiques de l'Offre	5
1.4	Contexte et motifs de l'Offre	6
1.5	Procédure d'apport à l'Offre et publication des résultats de l'Offre	8
1.6	Existence de liens entre la Société et les Initiateurs	10
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE	10
3.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	17
4.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE	17
5.	INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES	17
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	17
7.	ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	17
7.1	Structure et répartition du capital de la Société	17
7.2	Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions	18
7.3	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres	19
7.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	20
7.5	Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	20
7.6	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	20
7.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement du Gérant de la Société et des membres du Conseil de Surveillance, ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	20
7.7.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement du Gérant de la Société	20
7.7.2	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de Surveillance de la Société	20
7.7.3	Règles applicables à la modification des statuts de la Société	21
7.8	Pouvoirs du Gérant, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	22
7.9	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	22
7.10	Accords prévoyant des indemnités pour le Gérant, les membres du Conseil de Surveillance ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont	

L'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

	licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique	23
8.	INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE	23
9.	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE	23
	ANNEXE 1 - RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	24

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1 Description de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, EDL Holding Company, LLC, une compagnie à responsabilité limitée (*limited liability company*) régie par le droit de l'Etat du Delaware (États-Unis d'Amérique) dont le siège social est situé 2711, Centerville Road, Suite 400, Wilmington, Delaware 19808, U.S.A. (« **EDL Holding** »), Euro Disney Investments S.A.S., une société par actions simplifiée régie par le droit français, dont le siège social est situé 1, rue de la Galmy, 77700 Chessy, et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Meaux sous le numéro 478 002 702 (« **EDI S.A.S.** ») et EDL Corporation S.A.S., une société par actions simplifiée régie par le droit français, dont le siège social est situé 1 rue de la Galmy, 77700 Chessy, et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Meaux sous le numéro 478 001 621 (« **EDLC S.A.S.** » et, ensemble avec EDL Holding et EDI S.A.S., les « **Initiateurs** »), agissant de concert et toutes trois détenues indirectement par The Walt Disney Company, une société anonyme (*corporation*) régie par le droit de l'Etat du Delaware (États-Unis d'Amérique) dont le principal établissement est situé 500 S. Buena Vista Street, Burbank, Californie 91521, U.S.A. (« **TWDC** »), ont offert de manière irrévocable aux actionnaires de la société Euro Disney S.C.A., une société en commandite par actions, dont le siège social est situé 1, rue de la Galmy, 77700 Chessy, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Meaux sous le numéro 334 173 887 et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris (sous le code ISIN FR0010540740) (« **Euro Disney S.C.A.** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité des actions de la Société que les Initiateurs ne détiennent pas déjà (à l'exclusion des actions auto-détenues), au prix de deux (2) euros par action (le « **Prix de l'Offre** »), payable exclusivement en espèces, et ce sous réserve d'un éventuel ajustement de prix et dans les conditions décrits ci-après (l'« **Offre** »).

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas, agissant pour le compte des Initiateurs en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, a déposé auprès de l'AMF, le 30 mars 2017, le projet d'Offre comprenant un projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée, étant précisé que BNP Paribas garantit seule la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par les Initiateurs dans le cadre de l'Offre.

1.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues directement par les Initiateurs à la date du Projet de Note d'Information, y compris 10 actions de la Société détenues par EDL Participations S.A.S., une société par actions simplifiée régie par le droit français, dont le siège social est situé 1, rue de la Galmy, 77700 Chessy, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Meaux sous le numéro 349 621 979, et détenue à 100 % par EDL Holding (« **EDL Participations** »), mais à l'exclusion des 190 441 actions auto-détenues, soit un nombre total de 111 749 275 actions existantes, représentant 14,27 % du capital social et des droits de vote de la Société, sur la base d'un nombre total de 783 364 900 actions de la Société composant le capital social de la Société à la date du Projet de Note d'Information.

A la date du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société. Il n'existe en outre aucun plan d'options de souscription d'actions de la Société, ni aucun plan d'attribution d'actions gratuites de la Société en cours au sein de la Société.

Il est rappelé qu'à la date du Projet de Note d'Information, les Initiateurs détenaient ensemble 671 425 184 actions de la Société, représentant 85,71 % du capital et des droits de vote de la Société, réparties comme suit :

- EDL Holding détenait 320 400 604 actions de la Société, représentant 40,90 % du capital social et des droits de vote de la Société ;
- EDI S.A.S. détenait 175 512 290 actions de la Société, représentant 22,40 % du capital social et des droits de vote de la Société ; et
- EDLC S.A.S. détenait 175 512 290 actions de la Société, représentant 22,40 % du capital social et des droits de vote de la Société.

En outre, 10 actions de la Société sont détenues par EDL Holding *via* sa filiale EDL Participations et la Société détient 190 441 de ses propres actions.

Conformément à l'article 231-38 du règlement général de l'AMF, les Initiateurs se réservent la faculté d'acheter, sur le marché ou hors marché, au Prix de l'Offre, des actions de la Société pendant la durée de la période d'offre (au sens de l'article 231-2 6° du règlement général de l'AMF).

1.3 Rappel des principales caractéristiques de l'Offre

Dans le cadre de l'Offre, qui sera réalisée selon la procédure simplifiée en application des dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, les Initiateurs s'engagent irrévocablement à acquérir en espèces les actions de la Société au Prix de l'Offre, soit deux (2) euros par action.

Les Initiateurs sont solidairement et inconditionnellement responsables de l'Offre. Cependant, les Initiateurs sont convenus que leurs obligations en lien avec l'Offre seront satisfaites uniquement et entièrement par EDL Holding (étant précisé que cet accord ne restreint pas leur responsabilité solidaire et inconditionnelle vis-à-vis des tiers). En conséquence, l'ensemble des actions apportées à l'Offre seront acquises par EDL Holding (qui est également l'acquéreur dans le cadre de la Cession de Bloc telle que définie à la section 1.4 ci-après).

Si, avant le 16 février 2018, EDL Holding ou l'une de ses sociétés apparentées venait à conclure avec un tiers, autre qu'une filiale de TWDC, un accord conclu dans des conditions normales en vue de l'acquisition (y compris par le biais d'une offre publique ou d'un retrait obligatoire) d'actions de la Société à un prix, payable en espèces ou en nature, supérieur à deux (2) euros par action (tel qu'éventuellement ajusté au résultat de tout fractionnement ou regroupement des actions de la Société, l'« **Acquisition Post-Offre** ») :

- EDL Holding devrait verser, conformément au contrat de cession de bloc conclu entre EDL Holding et KH (tel que défini à la section 1.4 ci-après) le 10 février 2017 (voir section 1.4 ci-après) à la date de réalisation de l'Acquisition Post-Offre, un complément de prix en espèces à KH d'un montant égal au nombre d'actions de la Société cédées par KH dans le cadre de la Cession de Bloc multiplié par la différence entre le prix total par action payé par EDL Holding ou sa société apparentée au titre de l'Acquisition Post-Offre et deux (2) euros (le « **Complément de Prix KH** ») ; et
- à la date de réalisation de l'Acquisition Post-Offre, les Initiateurs verseraient en espèces à chaque actionnaire ayant apporté des actions à l'Offre dans le cadre de la Procédure Semi-Centralisée (tel que ce terme est défini à la section 1.5 ci-après) un complément de prix par action égal au Complément de Prix KH, soit pour un actionnaire donné un montant total égal au nombre

L'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

d'actions de la Société apportées à l'Offre par ledit actionnaire multiplié par la différence entre le prix total par action payé par EDL Holding ou sa société apparentée au titre de l'Acquisition Post-Offre et deux (2) euros. Les actionnaires apportant des actions à l'Offre dans le cadre de la Procédure Non-Centralisée (tel que ce terme est défini à la section 1.5 ci-après) n'auront pas droit au paiement de ce complément de prix. Ce complément de prix serait également versé aux actionnaires dont les titres feraient l'objet d'un retrait obligatoire si celui-ci intervenait postérieurement à l'Acquisition Post-Offre.

Le Prix de l'Offre ne fera l'objet d'aucun autre ajustement, y compris au résultat des opérations décrites à la section 1.4 ci-après.

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

L'Offre, le Projet de Note d'Information et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF publiera sur son site Internet (www.amf-france.org) une décision de conformité de l'Offre après s'être assurée de la conformité de celle-ci aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa par l'AMF de la note d'information et de la note en réponse (la « **Note en Réponse** »).

La Note en Réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF et le document « Autres Informations » (voir section 8 ci-après) seront déposés auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, sans frais, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront disponibles sur les sites Internet d'Euro Disney S.C.A. (<http://corporate.disneylandparis.fr>) et de l'AMF (www.amf-france.org) et pourront être obtenus sans frais au siège social d'Euro Disney S.C.A., 1, rue de la Galmy, 77700 Chessy.

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

L'Offre sera ouverte pendant 20 jours de bourse.¹

La participation à l'Offre et la diffusion des documents relatifs à celle-ci peuvent faire l'objet de restrictions légales hors de France. Ces restrictions sont décrites en détails à la section 3.10 du Projet de Note d'Information.

En application de l'article L. 433-4 du Code monétaire et financier et des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, les Initiateurs ont précisé dans le Projet de Note d'Information avoir l'intention de procéder au retrait obligatoire et à la radiation des actions de la Société de la cote d'Euronext Paris dans le cas où les actionnaires minoritaires ne représenteraient pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre (voir la section 1.4 ci-après).

1.4 Contexte et motifs de l'Offre

A la suite de discussions et de négociations entre TWDC et Kingdom 5-KR-11 Ltd, société à responsabilité limitée (*limited company*) de droit des îles Caïman, dont le siège social est situé c/o Maples

¹ L'Offre sera ouverte pendant 20 jours de bourse tels qu'applicables aux États-Unis. Si le New York Stock Exchange et Euronext Paris ne sont pas ouverts à la négociation les mêmes jours entre l'ouverture de l'Offre et le dernier jour d'ouverture de l'Offre, le calendrier sera modifié en conséquence.

Corporate Services Limited, P.O. Box 309, Ugland House, South Church Street, George Town, Grand Cayman, KY1-1104, Cayman Islands (« **KH** »), actionnaire de la Société détenant alors 78 336 508 actions de la Société, soit environ 10 % du capital de la Société, KH a, le 8 février 2017, remis à TWDC sa meilleure et dernière offre proposant la cession hors marché par KH d'un bloc de 70 502 859 actions de la Société représentant 90 % de sa participation (soit environ 9 % du capital de la Société) à TWDC ou l'une de ses filiales au prix de deux (2) euros par action (la « **Cession de Bloc** »), ce prix étant payable en actions TWDC, le nombre de ces actions étant déterminé en fonction du cours de l'action TWDC et du taux de change euro/dollar à la clôture des marchés la veille du jour de la réalisation de la Cession de Bloc. Cette offre prévoyait, entre autres, que, dans l'hypothèse où, dans les 366 jours suivant la date de réalisation de la Cession de Bloc, une Acquisition Post-Offre serait réalisée par EDL Holding ou l'une de ses sociétés apparentées, EDL Holding devrait verser en espèces à KH le Complément de Prix KH. TWDC a accepté cette offre de KH le 10 février 2017 et un contrat relatif à la Cession de Bloc a été conclu le même jour.

La Cession de Bloc a été réalisée le 15 février 2017.

Le nombre d'actions de la Société détenues par EDL Holding indiqué dans le présent Projet de Note en Réponse inclut les actions acquises par EDL Holding au titre de la Cession de Bloc.

Le 10 février 2017, à l'occasion de l'annonce de la Cession de Bloc, TWDC a également annoncé son intention d'initier une offre publique d'achat en espèces pour la totalité des actions de la Société restant en circulation à un prix de deux (2) euros par action et, dans l'hypothèse où à l'issue de l'Offre les actionnaires minoritaires ne représenteraient pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la Société, de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire.

Dans ce contexte, les Initiateurs ont fait l'Offre afin d'accorder à tous les actionnaires de la Société la possibilité de céder tout ou partie de leurs actions de la Société à un prix équivalent au prix agréé dans le cadre de la Cession de Bloc.

Le 10 février 2017, TWDC a également annoncé son engagement de soutenir une proposition de recapitalisation du groupe Euro Disney S.C.A. (le « **Groupe** ») d'un montant global pouvant aller jusqu'à 1,5 milliard d'euros, visant à permettre au Groupe de poursuivre ses investissements dans Disneyland® Paris, de réduire son endettement et d'améliorer sa trésorerie (le « **Nouveau Plan de Recapitalisation** »).

A cet égard, dans l'hypothèse où les actions de la Société resteraient cotées sur Euronext Paris à l'issue de la réalisation de l'Offre, il est prévu, sous réserve de l'approbation préalable du Conseil de Surveillance de la Société (le « **Conseil de Surveillance** ») et des actionnaires de la Société réunis en assemblée générale, que le Nouveau Plan de Recapitalisation prenne la forme d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'un montant de 1,23 milliard d'euros (l'« **Augmentation de Capital avec DPS** »), à laquelle chacune des filiales de TWDC actionnaires de la Société souscrirait au *pro rata* de sa participation dans le capital de la Société. L'Augmentation de Capital avec DPS serait accompagnée d'un mécanisme de *backstop* en vertu duquel une ou plusieurs desdites filiales de TWDC prendraient l'engagement unilatéral de souscrire en espèces toutes les actions offertes et non souscrites sur exercice des droits préférentiels de souscription par les titulaires de ceux-ci à l'issue de la période de souscription, et ce à un prix de souscription égal à celui proposé dans le cadre de l'Augmentation de Capital avec DPS. Le produit net de l'Augmentation de Capital avec DPS serait apporté par la Société à la principale filiale opérationnelle de la Société, Euro Disney Associés S.C.A. (« **EDA S.C.A.** »), afin de permettre à la Société de maintenir son niveau de participation dans le capital d'EDA S.C.A., soit 82 % à la date du présent Projet de Note en Réponse. Le produit net de l'Augmentation de Capital avec DPS serait utilisé aux fins de permettre au Groupe de poursuivre ses investissements dans Disneyland® Paris, de réduire son endettement et d'améliorer sa trésorerie. A cela s'ajouterait un investissement direct en espèces par TWDC ou l'une de ses filiales de 270 millions d'euros

au niveau d'EDA S.C.A. Les caractéristiques de l'éventuelle Augmentation de Capital avec DPS feraient l'objet d'une description détaillée dans une note d'opération spécifique soumise au visa de l'AMF.

Les Initiateurs ont indiqué dans le Projet de Note d'Information qu'ils ont l'intention de demander à l'AMF, dès la clôture de l'Offre et en toute hypothèse dans un délai de trois mois suivant la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société (le « **Retrait Obligatoire** »), qui serait suivie de la radiation des actions de la Société de la cote d'Euronext Paris (le « **Retrait de la Cote** »), dans l'hypothèse où les actions de la Société détenues par les actionnaires minoritaires ne représenteraient pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la Société. En outre, dans l'hypothèse où les actions de la Société seraient radiées, les Initiateurs ont indiqué qu'il est prévu de mettre en œuvre le Nouveau Plan de Recapitalisation, par un apport de nouveaux fonds propres pour un montant global pouvant aller jusqu'à 1,5 milliard d'euros, mais selon des modalités et une répartition entre la Société et ses filiales qui restent à définir. Ces fonds propres nouveaux seraient utilisés comme indiqué ci-dessus pour ce qui concerne l'objectif du Nouveau Plan de Recapitalisation.

Il est en outre mentionné à la section 1.2.2.7 du Projet de Note d'Information que dans l'hypothèse où le Retrait Obligatoire et le Retrait de la Cote ne pourraient pas être mis en œuvre dans les conditions visées ci-dessus, les Initiateurs se réservent la possibilité, s'ils venaient à détenir ultérieurement, directement ou indirectement, de concert, au moins 95 % des droits de vote de la Société, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société, dans les conditions des articles 236-1 et suivants et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Le Conseil de Surveillance de la Société a exprimé unanimement son avis positif sur le principe de l'Offre et sur celui du Nouveau Plan de Recapitalisation dont les grandes lignes lui ont été présentées le 9 février 2017.

En application des dispositions de l'article 261-1, I du règlement général de l'AMF, le Conseil de Surveillance de la Société a désigné à l'unanimité, dans une décision adoptée le 24 février 2017, le cabinet Finexsi S.A. 14, rue de Bassano, 75116 Paris, France, en qualité d'expert financier indépendant en charge d'attester le caractère équitable du Prix de l'Offre et son caractère acceptable au regard du Retrait Obligatoire suivi du Retrait de la Cote qui seraient mis en œuvre pour autant que certaines conditions soient remplies.

1.5 Procédure d'apport à l'Offre et publication des résultats de l'Offre

Les actions apportées à l'Offre doivent être libres de tout privilège, gage ou restriction de quelque nature que ce soit. Les Initiateurs se réservent le droit, à leur seule discrétion, de refuser l'apport à l'Offre de toute action ne répondant pas à ces critères.

L'Offre sera ouverte pendant 20 jours de bourse.²

Les actionnaires de la Société pourront participer à l'Offre en apportant leurs actions à l'Offre selon les modalités suivantes :

- Les actionnaires dont les actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (entreprises d'investissement, banques et établissements de crédit) devront remettre à leur intermédiaire

² L'Offre sera ouverte pendant 20 jours de bourse tels qu'applicables aux États-Unis. Si le New York Stock Exchange et Euronext Paris ne sont pas ouverts à la négociation les mêmes jours entre l'ouverture de l'Offre et le dernier jour d'ouverture de l'Offre, le calendrier sera modifié en conséquence.

L'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

financier, au plus tard le dernier jour d'ouverture de l'Offre, un ordre d'apport à l'Offre conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par cet intermédiaire financier.

- Les actions inscrites sous la forme nominative devront être converties et inscrites au porteur avant d'être apportées à l'Offre. Par conséquent, les titulaires d'actions inscrites au nominatif qui souhaitent apporter leurs actions de la Société à l'Offre devront demander la conversion de ces actions au porteur dès que possible.
- Aucune commission ne sera versée par les Initiateurs à un intermédiaire financier par lequel un actionnaire a apporté ses actions à l'Offre.
- Les frais de courtage des actionnaires seront remboursés par EDL Holding selon les modalités décrites ci-après.

L'Offre est soumise au droit français. Tout différend ou litige, de quelque nature que ce soit, relatif à l'Offre devra être porté devant les juridictions compétentes.

Les actions présentées dans le cadre de l'Offre seront acquises, conformément au droit applicable, par Exane S.A., membre du marché acheteur, en qualité d'intermédiaire agissant pour le compte des Initiateurs.

Les actionnaires de la Société qui souhaitent apporter leurs actions à l'Offre pourront le faire conformément à l'une des deux procédures suivantes :

- « **Procédure Non-Centralisée** » : les actionnaires pourront céder leurs actions sur le marché, auquel cas le règlement-livraison des actions cédées (et donc du prix versé) aura lieu le deuxième jour de bourse suivant la mise en œuvre des ordres de cession, et les frais de transaction (en ce compris les frais de courtage et la TVA afférente) relatifs à ces cessions seront intégralement supportés par les actionnaires cédants. Les actionnaires faisant le choix de la Procédure Non-Centralisée n'auront pas droit au paiement du complément de prix décrit à la section 1.3 ci-avant ; ou
- « **Procédure Semi-Centralisée** » : les actionnaires pourront céder leurs actions dans le cadre d'une Procédure Semi-Centralisée gérée par Euronext Paris, auquel cas le règlement-livraison des actions cédées (et donc du prix versé) aura lieu à l'issue de la procédure de semi-centralisation, après le dernier jour d'ouverture de l'Offre. Seuls les actionnaires faisant le choix de la Procédure Semi-Centralisée auront droit au paiement du complément de prix décrit à la section 1.3 ci-avant.

EDL Holding remboursera les frais de négociation (frais de courtage et TVA afférente) supportés par les actionnaires cédants dont les actions auront été apportées dans la Procédure Semi-Centralisée dans les limites suivantes : (i) dans le cas d'ordres d'apport d'actions pour un prix cumulé inférieur ou égal à 3 333 euros, 10 euros par opération et (ii) dans le cas d'ordres d'apport d'actions pour un prix cumulé supérieur à 3 333 euros, 0,30 % dudit prix, dans la limite d'un maximum de 100 euros par opération ; étant toutefois précisé que, dans l'hypothèse où l'Offre serait déclarée nulle pour quelque raison que ce soit, les actionnaires de la Société ne pourront pas réclamer de remboursement des frais de négociation. Seuls les actionnaires dont les actions sont inscrites en compte la veille de l'ouverture de l'Offre peuvent bénéficier du remboursement de ces frais de négociation par EDL Holding.

Les demandes de remboursement des frais mentionnés ci-dessus seront acceptées et gérées par les intermédiaires financiers pendant une période de 25 jours de bourse à compter du dernier jour d'ouverture de l'Offre.

Publication des résultats de l'Offre

L'AMF fera connaître le résultat de l'Offre au plus tard neuf jours de bourse après le dernier jour d'ouverture de l'Offre et Euronext Paris indiquera dans un avis la date et les modalités de livraison des actions et de règlement du Prix de l'Offre.

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

Calendrier indicatif de l'Offre

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté à la section 3.7 du Projet de Note d'Information.

1.6 Existence de liens entre la Société et les Initiateurs

A la date du Projet de Note d'Information, EDL Holding, EDI S.A.S. et EDLC S.A.S. détiennent ensemble 85,71 % du capital social et des droits de vote de la Société. En outre, EDI S.A.S. et EDLC S.A.S. détiennent ensemble 18 % du capital d'EDA S.C.A. La Société et EDA S.C.A. sont ainsi indirectement contrôlées par TWDC.

En sus de ces liens capitalistiques, des liens contractuels existent entre TWDC (ou ses filiales) et la Société ou certaines entités du Groupe, notamment des accords commerciaux essentiels pour l'exploitation de Disneyland® Paris, en vertu desquels TWDC (ou ses filiales) perçoit(vent) des rémunérations, redevances ou remboursements de coûts. Ces divers liens financiers et accords sont susceptibles de générer des situations de conflits d'intérêts potentiels.

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

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

Une description détaillée du risque lié aux conflits d'intérêts potentiels figure à la section B.2. « Rapport du Gérant pour le Groupe et la société mère », sous-section « Assurances et facteurs de risques – Facteurs de Risques – Risques liés aux conflits d'intérêt potentiels » (p. 56) du document de référence de la Société déposé auprès de l'AMF le 9 février 2017 sous le numéro D. 17-0087 (le « **Document de Référence** »). Par ailleurs, les conventions réglementées conclues entre TWDC et les filiales de la Société sont décrites à l'Annexe 3 (pp. 63-64) de la section B.2. « Rapport du Gérant pour le Groupe et la société mère » du Document de Référence.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil de Surveillance s'est réuni le 29 mars 2017 afin, notamment, d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

L'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

Il est précisé que trois membres du Conseil de Surveillance, à savoir Madame Christine McCarthy, Madame Patricia Wilber et Monsieur Karl L. Holz, représentants de TWDC, sont intéressés à l'Offre. En conséquence, ces membres n'ont pas participé aux discussions et au vote sur l'avis motivé émis par le Conseil de Surveillance, étant précisé que Monsieur Karl L. Holz était absent et excusé lors de ladite séance du Conseil de Surveillance.

Un extrait des délibérations de cette réunion contenant l'avis motivé du Conseil de Surveillance de la Société est reproduit ci-dessous. Cet avis motivé a été rendu par les membres indépendants du Conseil de Surveillance présents lors de cette réunion, à savoir Monsieur Axel Duroux (le « **Président** » ou « **Monsieur le Président** »), Monsieur Michel Corbière, Monsieur Philippe Geslin, Monsieur Philippe Labro, Madame Catherine Pariset et Monsieur Martin Robinson. Madame Christine McCarthy et Madame Patricia Wilber étaient également présentes mais n'ont pas pris part au vote relatif à l'Offre.

*« Le Conseil a été réuni afin de considérer le projet d'offre publique qu'EDL Holding Company LLC, Euro Disney Investments S.A.S. et EDL Corporation S.A.S. (collectivement, les « **Initiateurs** ») agissant de concert déposeront le 30 mars 2017 auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») sur les actions de la société Euro Disney S.C.A. (l'« **Offre** »).*

Le Conseil de Surveillance a pris connaissance des documents suivants :

- le projet devant être daté du 30 mars 2017 de note d'information des Initiateurs contenant les motifs de l'Offre, les intentions des Initiateurs, les accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, ainsi que les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre, soit deux (2) euros par action (le « **Projet de Note d'Information** ») ;*
- le projet devant être daté du 30 mars 2017 de note en réponse de la Société établi par le gérant de la Société ; et*
- le rapport d'expertise indépendante établi par le cabinet Finexsi S.A. (l'« **Expert Indépendant** ») en date du 29 mars 2017, conformément à l'article 261-1 du règlement général de l'AMF (le « **Rapport de l'Expert Indépendant** »).*

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

- A la suite d'une série de discussions et de négociations entre TWDC et Kingdom 5-KR-11 Ltd (« **KH** »), actionnaire de la Société détenant alors environ 10 % du capital, KH a, le 8 février 2017, remis à TWDC sa meilleure et dernière offre proposant la cession hors marché par KH d'un bloc d'actions représentant 90 % de sa participation (soit environ 9 % du capital de la Société) à TWDC ou l'une des filiales (la « **Cession de Bloc** »), au prix de deux (2) euros par action (le « **Prix de l'Offre** »), le paiement de ce prix étant réalisé en actions TWDC, le nombre de ces actions étant déterminé en fonction du cours de l'action TWDC et du taux de change euro/dollar à la clôture des marchés la veille du jour de la réalisation de la Cession de Bloc. Cette offre prévoyait, entre autres, que, dans l'hypothèse où, dans les 366 jours suivant la date de réalisation de la Cession de Bloc, EDL Holding ou une de ses sociétés apparentées viendrait à conclure avec un tiers, autre qu'une filiale de TWDC, un accord conclu dans des conditions normales en vue de l'acquisition (y compris par le biais d'une offre publique ou d'un retrait obligatoire) d'actions de la Société à un prix, payable en espèces ou en nature, supérieur à deux (2) euros par action (tel qu'éventuellement ajusté au résultat de tout fractionnement ou regroupement d'actions), EDL Holding devrait verser en espèces un complément de prix à KH à la date de réalisation de ladite acquisition, d'un montant égal au nombre d'actions de la Société*

L'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

cédées dans le cadre de la Cession de Bloc multiplié par la différence entre le prix par action payé par EDL Holding ou sa société apparentée au titre de ladite acquisition et deux (2) euros (le « **Complément de Prix KH** »). TWDC a accepté cette offre le 10 février 2017 et un contrat relatif à la Cession de Bloc a été conclu le même jour. La Cession de Bloc a été réalisée le 15 février 2017, le paiement s'étant fait en actions TWDC dont le nombre a été fixé sur la base du cours de l'action TWDC et du taux de change euro/dollar à la clôture des marchés le 14 février 2017.

- Le 10 février 2017, à l'occasion de l'annonce de la Cession de Bloc, TWDC a également annoncé son intention d'initier une offre publique d'achat en espèces pour la totalité des actions de la Société non détenues par les Initiateurs à un prix de 2 euros par action.
- Le 10 février 2017, TWDC a en outre annoncé son engagement de soutenir une proposition de recapitalisation du groupe Euro Disney S.C.A. (le « **Groupe** ») d'un montant global pouvant aller jusqu'à 1,5 milliard d'euros, visant à permettre au Groupe de réduire son endettement, d'améliorer sa trésorerie et de poursuivre ses investissements dans Disneyland® Paris (le « **Nouveau Plan de Recapitalisation** »).
- A cet égard, Monsieur le Président a rappelé que le Conseil de Surveillance a exprimé unanimement le 9 février 2017 un avis positif sur le principe de l'Offre et sur celui du Nouveau Plan de Recapitalisation et a, le 24 février 2017, décidé de nommer le cabinet Finexsi S.A. en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre.
- Monsieur le Président rappelle qu'aux termes de l'annonce faite par TWDC le 10 février 2017, les Initiateurs ont l'intention de procéder, dès la clôture de l'Offre et en toute hypothèse dans un délai de trois mois suivant la clôture de l'Offre, au retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** ») et à la radiation des actions de la Société de la cote d'Euronext Paris (le « **Retrait de la Cote** ») dans le cas où les actionnaires minoritaires ne représenteraient pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre ou postérieurement à celle-ci.
- Monsieur le Président précise en outre que le Projet de Note d'Information mentionne que dans l'hypothèse où le Retrait Obligatoire et le Retrait de la Cote ne pourraient pas être mis en œuvre dans les conditions visées ci-dessus, les Initiateurs se réservent la possibilité, s'ils venaient à détenir ultérieurement, directement ou indirectement, de concert, au moins 95 % des droits de vote de la Société, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société, dans les conditions des articles 236-1 et suivants et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.
- S'agissant du Nouveau Plan de Recapitalisation, Monsieur le Président rappelle que :
 - dans l'hypothèse où les actions de la Société resteraient cotées sur Euronext Paris à l'issue de la réalisation de l'Offre, il est prévu, sous réserve de l'approbation préalable du Conseil de Surveillance et de celle des actionnaires de la Société réunis en assemblée générale, que le Nouveau Plan de Recapitalisation prenne la forme d'une augmentation de capital de la Société avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'un montant de 1,23 milliard d'euros (l'« **Augmentation de Capital avec DPS** »), à laquelle chacune des filiales de TWDC actionnaires de la Société souscrirait au prorata de sa participation dans le capital de la Société. Les caractéristiques de l'éventuelle Augmentation de Capital avec DPS de la Société feraient l'objet d'une description détaillée dans une note d'opération spécifique soumise au visa de l'AMF. L'Augmentation de Capital avec DPS serait accompagnée d'un mécanisme de backstop en vertu duquel une ou plusieurs desdites filiales de TWDC prendraient

L'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

*l'engagement unilatéral de souscrire en espèces toutes les actions offertes et non souscrites sur exercice des droits préférentiels de souscription par les titulaires de ceux-ci à l'issue de la période de souscription, et ce à un prix de souscription égal à celui proposé dans le cadre de l'Augmentation de Capital avec DPS. Le produit net de l'Augmentation de Capital avec DPS serait apporté par la Société à la principale filiale opérationnelle de la Société, Euro Disney Associés S.C.A. (« **EDA S.C.A.** »), afin de permettre à la Société de maintenir son niveau de participation dans le capital d'EDA S.C.A, soit 82 % à la date du présent Projet de Note en Réponse. Le produit net de l'Augmentation de Capital avec DPS serait utilisé aux fins de permettre au Groupe de poursuivre ses investissements dans Disneyland® Paris, de réduire son endettement et d'améliorer sa trésorerie. A cela s'ajouterait un investissement direct en espèces par TWDC ou l'une de ses filiales de 270 millions d'euros au niveau d'EDA S.C.A.; et*

- *dans l'hypothèse où les actions de la Société feraient l'objet d'un Retrait Obligatoire suivi d'un Retrait de la Cote, les Initiateurs ont indiqué qu'il est prévu de mettre en œuvre le Nouveau Plan de Recapitalisation, toujours par apport de nouveaux fonds propres pour un montant global pouvant aller jusqu'à 1,5 milliard d'euros, sous réserve, cependant, de modalités et d'une répartition entre la Société et ses filiales restant à définir. Ces fonds propres nouveaux seraient utilisés conformément aux objectifs du Nouveau Plan de Recapitalisation.*

Monsieur le Président rappelle à cet égard que, lors de sa réunion du 9 février 2017, le Conseil de Surveillance avait, compte tenu de la dégradation des résultats du Groupe au titre de l'exercice clos le 30 septembre 2016 , accueilli de façon positive l'annonce par TWDC du soutien par celle-ci du Nouveau Plan de Recapitalisation, estimant que ce Nouveau Plan de Recapitalisation répondait aux besoins de la Société et de ses filiales opérationnelles qui doivent, à brève échéance, procéder à une reconstitution du montant de leurs capitaux propres respectifs devenus inférieurs à la moitié de leur capital social respectif.

Le Conseil de Surveillance reconnaît en outre, après avoir analysé les principales caractéristiques du Nouveau Plan de Recapitalisation, que celui-ci répond aux besoins du Groupe de bénéficier d'un nouvel apport financier lui permettant, d'une part, d'améliorer sa situation financière et sa trésorerie, tout en contribuant à réduire l'endettement du Groupe et, d'autre part, de poursuivre la mise en œuvre de sa stratégie d'investissements à long terme.

Le Conseil de Surveillance est informé qu'à la date de dépôt de l'Offre, les Initiateurs détiendront directement 671 425 184 actions de la Société, représentant 85,71 % du capital social et des droits de vote de la Société, réparties comme suit :

- *EDL Holding détiendra 320 400 604 actions de la Société représentant 40,90 % du capital social et des droits de vote de la Société ;*
- *EDI S.A.S. détiendra 175 512 290 actions de la Société, représentant environ 22,40 % du capital social et des droits de vote de la Société ; et*
- *EDLC S.A.S. détiendra 175 512 290 actions de la Société, représentant environ 22,40 % du capital social et des droits de vote de la Société.*

*En outre, 10 actions de la Société sont détenues par EDL Holding via EDL Participations S.A.S., une société par actions simplifiée régie par le droit français, dont le siège social est situé 1, rue de la Galmy, 77700 Chessy, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Meaux sous le numéro 349 621 979 et détenue à 100 % par EDL Holding (« **EDL Participations** »).*

L'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

Le Conseil de Surveillance a ainsi constaté que les Initiateurs proposent d'acquérir, en espèces et au prix de deux (2) euros par action, la totalité des actions de la Société qu'ils ne détiennent pas à la date de dépôt de l'Offre, y compris 10 actions de la Société détenues par EDL Participations, mais à l'exclusion des 190 441 actions auto-détenues par la Société, soit un nombre de 111 749 275 actions existantes, représentant environ 14,27 % du capital social et des droits de vote de la Société.

Le Conseil de Surveillance a également constaté que l'Offre, qui sera réalisée selon la procédure simplifiée et sera ouverte pendant 20 jours de bourse,³ ne sera soumise à aucune condition prévoyant la présentation d'un nombre minimum d'actions pour qu'elle ait une suite positive.

Monsieur Philippe Geslin, en sa qualité de Président du comité d'audit, a ensuite présenté au Conseil de Surveillance un compte-rendu des travaux que le comité ad hoc a réalisé dans le cadre de l'examen de l'Offre. Il a rappelé que le comité d'audit s'est notamment réuni à cette fin le 27 mars 2017, avant de présenter au Conseil de Surveillance les conclusions des travaux du comité ad hoc sur l'analyse de l'Offre, travaux menés en collaboration avec le conseil juridique indépendant du Conseil de Surveillance, le cabinet Orrick Rambaud Martel, ainsi que son analyse des grandes lignes du Nouveau Plan de Recapitalisation.

Le Conseil de Surveillance a également pris connaissance du Rapport de l'Expert Indépendant, l'Expert Indépendant étant représenté par Monsieur Olivier Peronnet et Monsieur Christophe Lambert, établi conformément à l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, en amont du dépôt de l'Offre par les Initiateurs. Il a pris acte de ce que (i) l'Expert Indépendant a confirmé au Comité avoir reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission, (ii) l'Expert Indépendant a été assisté par un expert immobilier dont les analyses ont été intégrées dans le Rapport de l'Expert Indépendant et (iii) le Rapport de l'Expert Indépendant conclut au caractère équitable de l'Offre, y compris dans la perspective d'un Retrait Obligatoire suivi d'un Retrait de la Cote.

A cet égard, le Conseil de Surveillance a aussi attaché une attention particulière à la prise en compte par l'Expert Indépendant dans son analyse de sensibilité des éventuelles conséquences des procédures initiées par un actionnaire de la Société, le fonds Charity & Investment Merger Arbitrage Fund (CIMA).

En outre, le Conseil de Surveillance a pris acte de ce que le comité d'entreprise serait réuni à deux reprises aux fins d'information dans le cadre du dépôt de l'Offre, conformément aux dispositions des articles L. 2323-35 et suivants, notamment l'article L. 2323-45, du Code du travail.

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

A cette fin, le Conseil de Surveillance a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par les Initiateurs dans le Projet de Note d'Information. Le Conseil de Surveillance a notamment pris acte des éléments suivants :

- concernant l'intérêt de la Société et de ses salariés, l'Offre n'aura de conséquences significatives (i) ni sur la stratégie et la politique industrielle de la Société (ii) ni en matière d'emploi, notamment pour ce qui concerne le volume et la structure des effectifs, étant précisé à cet égard

³ L'Offre sera ouverte pendant 20 jours de bourse tels qu'applicables aux États-Unis. Si le New York Stock Exchange et Euronext Paris ne sont pas ouverts à la négociation les mêmes jours entre l'ouverture de l'Offre et le dernier jour d'ouverture de l'Offre, le calendrier sera modifié en conséquence.

L'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

que les Initiateurs ont déclaré ne pas avoir l'intention de modifier la stratégie ou les projets actuels de la Société en matière d'emploi ou d'organisation du travail ; et

- dans le cas où les actionnaires minoritaires ne représenteraient pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre, les Initiateurs demanderaient la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société non présentées à l'Offre.

Le Conseil de Surveillance a constaté que le Prix de l'Offre de deux (2) euros par action proposé par les Initiateurs représente une prime de 67 % par rapport au cours de clôture de l'action Euro Disney S.C.A. le 9 février 2017, dernier jour de bourse précédant l'annonce de l'Offre, soit 1,20 euro.

Le Conseil de Surveillance a noté que si un Complément de Prix KH devait être payé en vertu de l'accord relatif à la Cession de Bloc, les Initiateurs paieraient à chaque actionnaire de la Société ayant apporté ses titres à l'Offre dans le cadre de la procédure semi-centralisée un complément de prix égal au Complément de Prix KH pour chaque action apportée. Le Conseil de Surveillance a également noté que les actionnaires faisant le choix d'apporter leurs titres à l'Offre dans le cadre de la procédure non-centralisée n'auraient pas droit au paiement de ce complément de prix.

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

« La présente Offre vise le rachat de toutes les actions Euro Disney, à l'exception de celles auto-détenues, au prix de 2,00 € par action par son actionnaire principal TWDC au travers de plusieurs de ses filiales.

Le prix d'Offre de 2,00 € appelle les principales remarques suivantes :

Sur les différents critères d'évaluation examinés, il fait ressortir des primes très significatives comprises entre 64% et 651% ; en particulier la prime est très significative sur le critère du DCF qui nous semble central dans l'appréciation de la valeur d'Euro Disney.

Ce prix est similaire au prix d'achat par TWDC des actions Euro Disney détenues par KH dont la modalité de paiement en actions TWDC n'appelle pas de remarques particulières, dès lors que la présente Offre permet aux actionnaires d'Euro Disney d'accéder également à la liquidité à un prix équivalent.

En ce qui concerne le retrait obligatoire, les différentes analyses de sensibilité que nous avons développées, tendent à montrer que le prix d'Offre de 2,00 € intègre la valorisation des réserves foncières, ainsi qu'une issue positive de l'action Ut Singuli, sur la situation financière d'Euro Disney, à un niveau très élevé, que l'on peut considérer comme favorable à l'actionnaire Euro Disney, quel que soit le scénario examiné.

En définitive, nous considérons que le prix d'Offre de 2,00 € est équitable, y compris dans le cadre d'un retrait obligatoire. »

L'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

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

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

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

1. l'Offre permet aux actionnaires qui le souhaiteraient de trouver une liquidité immédiate pour tout ou partie de leur investissement dans Euro Disney S.C.A., dans des conditions jugées équitables par l'Expert Indépendant, sur la base d'un Prix de l'Offre par action faisant apparaître une prime de 67 % par rapport au cours de clôture de l'action Euro Disney S.C.A. le 9 février 2017 ;
2. il convient d'attirer l'attention des actionnaires qui souhaiteraient, en l'absence d'une procédure de retrait obligatoire, conserver une participation dans le capital d'Euro Disney S.C.A., sur le fait que, à court et moyen terme :
 - (i) la liquidité du titre Euro Disney S.C.A. pourrait être extrêmement réduite en cas d'apport d'un nombre important de titres à l'Offre ;
 - (ii) la mise en œuvre du Nouveau Plan de Recapitalisation, dans l'hypothèse dans laquelle les actionnaires minoritaires représenteraient plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre, leur imposerait de devoir souscrire à l'augmentation de capital de la Société s'ils ne souhaitaient pas voir leur participation dans celui-ci diluée ; et
 - (iii) la poursuite des investissements, dont la réalisation est envisagée par le Groupe au résultat de la mise en œuvre du Nouveau Plan de Recapitalisation, pourrait peser fortement sur la rentabilité du Groupe et sur sa capacité à générer de la trésorerie, et donc, potentiellement, sur le cours de bourse de l'action Euro Disney S.C.A. ;
3. au vu de ces éléments, le Conseil de Surveillance a reconnu, à l'unanimité, que l'Offre représente une opportunité pour ceux des actionnaires qui souhaiteraient, par l'apport de leurs titres à cette Offre, bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale dans des conditions équitables ; et
4. au vu des objectifs et intentions déclarés par les Initiateurs, ainsi que des conséquences de l'Offre, et après en avoir délibéré, le Conseil de Surveillance a estimé à l'unanimité de ses membres prenant part au vote que l'Offre s'inscrit dans le respect de la pérennité des activités du Groupe et n'entraîne pas de conséquences négatives pour l'ensemble de ses salariés.

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

Le Conseil de Surveillance a pris note de ce que la Société détient à ce jour 190 441 de ses propres actions et que ces actions auto-détenues ne sont pas visées par l'Offre.

L'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

Les membres du Conseil de Surveillance présents et représentés, détenteurs de titres d'Euro Disney S.C.A., à savoir Monsieur Axel Duroux, Monsieur Michel Corbière, Monsieur Philippe Geslin, Monsieur Philippe Labro, Madame Catherine Pariset et Monsieur Martin Robinson, ont unanimement indiqué qu'ils apporteront leurs titres à l'Offre, étant précisé que chaque membre du Conseil de Surveillance conservera néanmoins une action de la Société afin de satisfaire la condition de détention minimale requise par les statuts de la Société." »

3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1, I du règlement général de l'AMF, le cabinet Finexsi S.A. a été désigné le 24 février 2017 par le Conseil de Surveillance en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, qui a été établi par le cabinet Finexsi S.A. en date du 29 mars 2017, est intégralement reproduit en Annexe 1 au présent Projet de Note en Réponse.

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

Les membres du Conseil de Surveillance présents et représentés lors de la séance du 29 mars 2017 à l'occasion de laquelle l'avis motivé du Conseil de Surveillance sur l'Offre a été rendu, détenteurs de titres de la Société, à savoir Monsieur Axel Duroux, Monsieur Michel Corbière, Monsieur Philippe Geslin, Monsieur Philippe Labro, Madame Catherine Pariset et Monsieur Martin Robinson, ont unanimement indiqué qu'ils apporteront leurs titres à l'Offre, étant précisé que chaque membre du Conseil de Surveillance conservera néanmoins une action de la Société afin de satisfaire la condition de détention minimale requise par les statuts de la Société.

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

Il est rappelé que les 190 441 actions auto-détenues ne sont pas visées par l'Offre.

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

A l'exception des éléments décrits aux sections 1.3, 1.4 et 1.6 du présent Projet de Note en Réponse, la Société n'a pas connaissance d'accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

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

7.1 Structure et répartition du capital de la Société

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

L'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

A la date du présent Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, la répartition du capital social et des droits de vote de la Société est la suivante :

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital social	Nombre de droits de vote théoriques ⁴	% des droits de vote exerçables
EDL Holding Company LLC ⁵	320 400 614	40,90 %	320 400 614	40,91 %
Euro Disney Investments S.A.S.	175 512 290	22,40 %	175 512 290	22,41 %
EDL Corporation S.A.S.	175 512 290	22,40 %	175 512 290	22,41 %
Total TWDC	671 425 194	85,71%	671 425 194	85,73%
AIMCO	33 101 026	4,23 %	33 101 026	4,23 %
Charity Investment Asset Management	10 792 011	1,38 %	10 792 011	1,38 %
Kingdom 5-KR-11, Ltd. ⁶	7 833 649	1,00 %	7 833 649	1,00 %
Public	60 022 579	7,66 %	60 022 579	7,66 %
Auto-détention	190 441	0,02 %	190 441	-
TOTAL	783 364 900	100 %	783 364 900	100 %

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

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

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

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

En outre, l'article 2.4(d) des statuts de la Société impose une obligation de déclaration de franchissement de seuils, en vertu de laquelle toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir, de quelque manière que ce soit au sens de l'article L. 233-7 et suivants du Code de commerce, une fraction égale à 2 % du capital social, ou tout multiple de ce pourcentage, doit, si les actions sont inscrites en compte chez un intermédiaire habilité dans les conditions prévues par l'article

⁴ Conformément aux dispositions de l'article 223-11, I al. 2 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote a été calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

⁵ Dont 10 actions détenues par EDL Participations S.A.S.

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

L'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

L. 211-4 du Code monétaire et financier, informer la Société du nombre total d'actions qu'elle possède au moyen d'une lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée au siège social dans le délai de cinq jours de bourse à compter du franchissement de l'un de ces seuils. Pour le cas où le nombre ou la répartition des droits de vote ne correspondrait pas au nombre ou à la répartition des actions, les pourcentages mentionnés ci-dessus porteront sur la détention des droits de vote.

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

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

Il est précisé qu'aux termes de l'article 2.5 des statuts de la Société, par dérogation aux dispositions légales en vigueur, les actions de la Société inscrites au nominatif, y compris celles qui pourraient être le cas échéant attribuées gratuitement dans le cadre d'une augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, ne bénéficient d'aucun droit de vote double.

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

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

Depuis le 30 septembre 2016, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils suivantes :

Société déclarante	Date du franchissement de seuil		Seuil(s) franchi(s)	% capital déclaré	% droits de vote déclaré
EDL Holding Company LLC	15/02/2017	↗	1/3	40,90	40,90
Euro Disney Investments SAS	15/02/2017	↗	1/3	22,40	22,40
EDL Corporation SAS	15/02/2017	↗	1/3	22,40	22,40
Kingdom 5-KR-11, Ltd	15/02/2017	↘	10 % et 5 %	1,00	1,00
Kingdom 5-KR-11, Ltd	02/02/2017	↗	5 % et 10 %	10,00	10,00
Kingdom 5-KR-222, Ltd	02/02/2017	↘	5 %	0	0

Par déclaration adressée à la Société le 7 octobre 2015 conformément à l'article 2.4 (d) des statuts de la Société, Alberta Investment Management Corporation (AIMCO) a notifié à la Société avoir franchi à la hausse le seuil de 2 % du capital social et des droits de vote de la Société.

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

Néant.

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

Néant.

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

Néant.

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

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

La Société est une société en commandite par actions gérée exclusivement par un ou plusieurs gérants nommés par accord unanime des Commandités en vertu des dispositions de l'article 3.1(a) des statuts de la Société (le ou les « **Gérant(s)** »). A la date du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe qu'un seul Gérant, Euro Disney S.A.S., société par actions simplifiée de droit français et filiale indirecte de TWDC.

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

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

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

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

En vertu de l'article 6.1(a) des statuts de la Société, pendant la durée de son mandat chaque membre du Conseil de Surveillance doit être propriétaire d'au moins une action de la Société. Si au jour de sa nomination, un membre du Conseil de Surveillance n'est pas propriétaire du nombre d'actions requis ou si, en cours de mandat, il cesse d'en être propriétaire, il est d'office réputé démissionnaire s'il n'a pas régularisé sa situation dans le délai de trois mois.

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

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

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

En vertu de l'article 6.1(b) des statuts de la Société, en cas de vacance résultant du décès, de l'incapacité ou de la démission d'un membre du Conseil de Surveillance, le Conseil de Surveillance peut, avec l'accord préalable du Gérant, procéder à la nomination provisoire d'un membre du Conseil de Surveillance pour la durée restant à courir du mandat du membre du Conseil de Surveillance remplacé. Les nominations provisoires ainsi effectuées par le Conseil de Surveillance sont soumises à la ratification de la plus proche assemblée générale ordinaire. Le défaut de ratification de la nomination temporaire d'un membre du Conseil de Surveillance n'affectera pas la validité des actes effectués par ce membre temporaire et par le Conseil de Surveillance pendant la période précédant la réunion de cette assemblée générale ordinaire des actionnaires.

7.7.3 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

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

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

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

En dehors des pouvoirs généraux accordés au Gérant par la loi et les statuts de la Société, le Gérant de la Société dispose de l'autorisation suivante :

Nature de l'autorisation ou de la délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Echéance de l'autorisation ou de la délégation accordée	Montant maximum autorisé
Autorisation donnée au Gérant d'opérer en bourse sur les actions de la Société	17 février 2016 13 ^{ème} résolution	18 mois à compter de l'assemblée générale	Nombre maximum d'actions pouvant être acquises : 10 % du capital social de la Société Montant maximum des fonds pouvant être engagés au titre du rachat : 10 millions d'euros

Le tableau ci-dessus sera mis à jour dans la note en réponse finale qui sera déposée après l'assemblée générale des actionnaires devant se tenir le 31 mars 2017.

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

Non-applicable en ce qui concerne la Société.

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

- le contrat de licence conclu avec Disney Enterprises, Inc. le 27 février 1989, aux termes duquel une licence sur tous les droits de propriété intellectuelle et industrielle de TWDC, présents et à venir, incorporés dans les attractions et installations conçues par TWDC et mises à la disposition de la Société, a été consentie à la Société (le « **Contrat de Licence** »). TWDC peut mettre fin au Contrat de Licence en cas notamment de révocation ou de remplacement du Gérant, ainsi qu'en cas de changement de contrôle direct ou indirect d'EDA S.C.A. ou de certaines de ses filiales. Une description détaillée du Contrat de Licence figure à la section A.4.1. « Principaux Engagements liés au développement du Site », sous-section « Engagements et contrats avec des filiales de TWDC — Contrat de Licence » (p. 22) du Document de Référence; et
- le contrat de développement conclu avec le Gérant le 28 février 1989, aux termes duquel le Gérant fournit et fait en sorte que d'autres filiales de TWDC fournissent à la Société un certain nombre de services techniques dont certains dépendant du savoir-faire particulier de TWDC et ne pouvant raisonnablement être fournis par un tiers (le « **Contrat de Développement** »). Le Contrat de Développement peut être résilié par le Gérant ou par le Groupe dans certaines conditions, notamment en cas de changement de contrôle ou en cas de liquidation d'EDA S.C.A. Une description détaillée du Contrat de Développement figure à la section A.4.1. « Principaux

Engagements liés au développement du Site », sous-section « Engagements et contrats avec des filiales de TWDC — Contrat de Développement » (p. 24) du Document de Référence.

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

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

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

Néant.

8. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

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

9. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

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

Euro Disney S.A.S.
Gérant d'Euro Disney S.C.A.
Représentée par Madame Catherine Powell en sa qualité de Présidente.

L'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

ANNEXE 1

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



ATTESTATION D'EQUITE

Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée
conjointement par EDL HOLDING COMPANY LLC,
EURO DISNEY INVESTMENTS S.A.S et EDL
CORPORATION S.A.S sur les actions de la société
EURO DISNEY S.C.A

29 mars 2017



Sommaire

1	Présentation de l'opération	4
1.1	Sociétés concernées par l'opération.....	4
1.1.1	Présentation de la société initiatrice	4
1.1.2	Présentation de la société objet de l'Offre	5
1.2	Raisons de l'Offre et intentions des Initiateurs pour les douze prochains mois	5
1.2.1	Raisons de l'Offre.....	5
1.2.2	Intentions des Initiateurs pour les douze prochains mois.....	6
1.3	Autres éléments pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre	8
1.3.1	Autres accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.....	8
1.3.2	Action <i>ut singuli</i>	8
1.4	Caractéristiques de l'Offre	9
1.4.1	Nombre et nature des actions visées par l'Offre	9
1.4.2	Termes de l'Offre	10
1.4.3	Ajustements des termes de l'Offre.....	10
1.4.4	Conditions de l'Offre.....	11
2	Déclaration d'indépendance.....	11
3	Diligences effectuées.....	11
4	Présentation du groupe EURO DISNEY	13
4.1	Analyse du secteur des parcs de loisirs.....	13
4.2	Présentation des activités du groupe EURO DISNEY	15
4.2.1	Activités touristiques.....	15
4.2.2	Activités de développement immobilier.....	16
4.3	Historique du Groupe	17
4.3.1	Bref historique	17
4.3.2	Organigramme du groupe EURO DISNEY S.C.A.	20
4.3.3	Etats financiers synthétiques d'EURO DISNEY S.C.A.	21
4.3.4	Présentation des indicateurs clés	24
4.4	Matrice SWOT.....	29
5	Evaluation des actions de la société EURO DISNEY.....	30
5.1	Méthodes d'évaluation écartées	30
5.1.1	Actif net comptable consolidé.....	30
5.1.2	Actif net comptable réévalué	30
5.1.3	La valeur de rendement (capitalisation du dividende).....	31
5.1.4	Valeur liquidative	31



5.2	Méthodes d'évaluation retenues.....	31
5.2.1	Cours de bourse.....	32
5.2.2	Actualisation des flux de trésorerie futurs (ou DCF)	33
5.2.3	Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société.....	34
5.2.4	Comparables boursiers	34
5.2.5	Objectifs de cours de bourse des analystes (à titre informatif).....	34
5.2.6	Transactions comparables (à titre informatif).....	34
5.3	Données de référence de la Société Euro Disney	35
5.3.1	Nombre de titres de référence retenu	35
5.3.2	Dette financière nette	35
5.4	Mise en œuvre de la valorisation de la Société Euro Disney	37
5.4.1	Méthodes d'évaluation retenues à titre principal.....	37
5.4.2	Analyses présentées à titre informatif.....	49
6	Analyses de sensibilité sur les aléas qui pourraient avoir une incidence favorable sur la situation financière d'EURO DISNEY	50
6.1	Prise en compte de l'aléa positif qui pourrait résulter des actions judiciaires de CHARITY INVESTMENTS MERGER ARBITRAGE (CIMA).....	51
6.2	Aléas concernant l'estimation des droits fonciers	53
6.3	Aléas « combinés ».....	53
6.4	Synthèse des analyses de sensibilité	54
7	Accords connexes	54
8	Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par l'établissement présentateur	54
8.1	Choix des critères d'évaluation.....	54
8.2	Mise en œuvre des différents critères.....	55
8.2.1	Données financières.....	55
8.2.2	Analyse du cours de bourse	55
8.2.3	Actualisation des flux de trésoreries futurs	55
8.2.4	Transaction sur le capital de la Société	56
8.2.5	Multiples observés sur les sociétés cotées comparables.....	56
8.2.6	Objectifs de cours des analystes	57
8.2.7	Action <i>ut singuli</i>	57
8.2.8	Droits fonciers	57
9	Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix offert	58
9.1	Synthèse de nos travaux d'évaluation	58
9.2	Attestation sur le caractère équitable du prix de l'Offre.....	59
	Annexe unique.....	60



Dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « l'Offre »), initié par EDL HOLDING COMPANY LLC, EURO DISNEY INVESTMENTS S.A.S et EDL CORPORATION S.A.S (ci-après « les Initiateurs ») agissant de concert et toutes trois indirectement détenues par THE WALT DISNEY COMPANY (ci-après « TWDC »), sur la totalité des actions d'EURO DISNEY S.C.A. (ci-après « EURO DISNEY » ou « la Société ») non détenues par les Initiateurs (à l'exclusion des actions auto-détenues par la Société), soit au maximum 14,27%¹ du capital de la Société, nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil de Surveillance d'EURO DISNEY d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Notre nomination par le Conseil de Surveillance d'EURO DISNEY du 24 février 2017 a été effectuée sur le fondement des articles 261-1 I et 261-1 II du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF »).

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et les informations qui nous ont été transmises par EURO DISNEY. 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.

1 Présentation de l'opération

1.1 Sociétés concernées par l'opération

1.1.1 Présentation de la société initiatrice

THE WALT DISNEY COMPANY est une entreprise américaine créée en 1923 par WALT DISNEY. Elle est l'un des premiers groupes de divertissement au monde, présent dans l'industrie des médias avec des émissions et séries télévisées, du cinéma avec des courts et longs métrages d'animation ou en prises de vues réelles, dans l'industrie du tourisme et des loisirs. Elle réalise également d'importantes ventes de produits dérivés liés à ses différentes productions.

Le siège social de TWDC est situé à Burbank en Californie. Au 1^{er} octobre 2016, TWDC employait environ 195.000 personnes par l'intermédiaire de ses différentes filiales et son chiffre d'affaires annuel s'élevait à 55,6 Mds USD pour un résultat net part du groupe de 9,4 Mds USD.²

TWDC est historiquement le premier actionnaire d'EURO DISNEY.

Après l'acquisition, le 15 février 2017, d'un bloc d'actions hors marché au prix de 2,00 € par action³ auprès de 5-KR-II Ltd. (ci-après « KH »), TWDC détient indirectement, via ses filiales EDL HOLDING COMPANY LLC, EURO DISNEY INVESTMENTS S.A.S et EDL CORPORATION S.A.S, 671.425.194 actions EURO DISNEY, représentant environ 85,71% du capital de cette dernière.

¹ Soit 111.749.275 actions, à l'exclusion des 190.441 actions auto-détenues mais y compris les 10 actions détenues par la société EDL PARTICIPATIONS S.A.S.

² Source : rapport annuel TWDC.

³ Le prix de 2,00 € par action a été payé en actions ordinaires TWDC, sur la base de son cours de clôture (110,33 \$) et de la parité d'échange €/€ (1,0623 €/€) au 14 février 2017 à la clôture des marchés. Sa réalisation s'est effectuée le 15 février 2017.

1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre

EURO DISNEY est une société créée en 1985. Constituée à l'origine sous la forme d'une société anonyme, elle a été transformée en société en commandite par actions et fait l'objet d'une introduction en bourse en 1989. La gérance est confiée à EURO DISNEY S.A.S. (ci-après « le Gérant »), filiale détenue indirectement à 100% par TWDC. L'associé commandité, indéfiniment responsable de toutes les dettes et obligations de la Société, est EDL PARTICIPATIONS S.A.S., une filiale également détenue indirectement à 100% par TWDC. La Société est la holding du Groupe contrôlé juridiquement et détient une participation de 82% dans EURO DISNEY ASSOCIES S.C.A. (ci-après « EDA S.C.A »), principale société d'exploitation du site.

La société EURO DISNEY est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Meaux sous le numéro 334.173.887 et son siège social est situé 1, rue de la Galmy à Chessy (77700).

Le capital social d'EURO DISNEY s'élève, à la date du présent rapport, à 783.364.900 €, et est composé de 783.364.900 actions d'une valeur nominale de 1 €. Les actions d'EURO DISNEY sont admises aux négociations sur le compartiment B d'EURONEXT PARIS.

La répartition du capital et des droits de vote à la date du présent rapport est la suivante :

Répartition du capital et des droits de vote d'Euro Disney S.C.A

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital social	Nombre de droits de vote théoriques ⁽¹⁾	% des droits de vote exerçables
EDL Holding LLC ⁽²⁾	320 400 614	40,90%	320 400 614	40,91%
EDL Corporation SAS	175 512 290	22,40%	175 512 290	22,41%
Euro Disney Investments SAS	175 512 290	22,40%	175 512 290	22,41%
Sous-total TWDC	671 425 194	85,71%	671 425 194	85,73%
AIMCO	33 101 026	4,23%	33 101 026	4,23%
Charity Investment Asset Management	10 792 011	1,38%	10 792 011	1,38%
Kingdom 5-KR-11, Ltd	7 833 649	1,00%	7 833 649	1,00%
Public	60 022 579	7,66%	60 022 579	7,66%
Auto-contrôle	190 441	0,02%	190 441	-
Sous-total Autres	111 939 706	14,29%	111 939 706	14,27%
Total	783 364 900	100,00%	783 364 900	100,00%

Source : Note en réponse

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

(2) Dont 10 actions détenues par EDL Participations SAS, filiale à 100 % de EDL Holding

1.2 Raisons de l'Offre et intentions des Initiateurs pour les douze prochains mois

Les informations suivantes sont issues du projet de note d'information en date du 29 mars 2017 établi par la société TWDC, à laquelle il convient de se référer. Il est précisé :

1.2.1 Raisons de l'Offre

« À la suite de discussions et de négociations entre TWDC et KH, actionnaire de la Société qui détenait jusqu'alors 78 336 508 actions de la Société, soit environ 10% de son capital, KH a adressé le 8 février 2017 à TWDC une proposition finale représentant sa meilleure offre, par laquelle il proposait de céder à TWDC ou à l'un de ses affiliés par voie de cession de bloc hors marché 70 502 859 actions de la Société (soit 90% de sa participation dans la Société ou environ



9% des actions existantes de la Société, ci-après les « Actions du Bloc ») au prix de 2,00 euros par action de la Société, payable en actions TWDC auto-détenues, le nombre d'actions TWDC correspondant au prix d'achat étant déterminé sur la base du cours de bourse des actions de TWDC (cours de clôture sur le New York Stock Exchange) et du taux de change euro/dollar en vigueur (tel que publié par la Banque Centrale Européenne) à la fermeture des marchés le jour précédant la date de réalisation de la Cession de Bloc. Le nombre d'actions de TWDC a été arrondi à la baisse au nombre entier inférieur, les rompus ayant été payés en espèces. L'Offre KH était valable jusqu'au 10 février 2017, 16 heures, heure de Paris. Elle était soumise à certaines conditions suspensives qui ont été réalisées le 10 février 2017 avant l'ouverture du marché en France. En annexe à l'Offre figurait un modèle du Contrat de Cession de Bloc contenant, entre autres, l'obligation de faire enregistrer auprès de la Securities and Exchanges Commission américaine les actions TWDC remises à KH ; certaines déclarations et garanties ; une clause d'indemnisation ; des clauses relatives à un mécanisme d'ajustement du prix d'achat prévoyant que dans le cas où EDL Holding, ou l'une quelconque de ses affiliées, venait à acquérir ou à être dans l'obligation d'acquérir, auprès de tout tiers autre qu'un affilié de TWDC, dans le cadre d'une opération effectuée dans des conditions de marché (arm's length transaction) (y compris par le biais d'une offre publique ou d'un retrait obligatoire), toute action de la Société à un prix (en nature ou en espèce) excédant 2,00 euros par action de la Société (le « Nouveau Prix par Action », tel qu'ajusté en cas de division ou de regroupement d'actions), dans les 366 jours de la réalisation de la Cession de Bloc, un complément de prix égal au produit du nombre d'Actions du Bloc multiplié par la différence entre le Nouveau Prix par Action et 2,00 euros, devrait être payé en espèces au cédant à l'issue de la réalisation de la cession des actions de la Société ainsi acquises ; ainsi que d'autres clauses usuelles. Comme évoqué dans le Projet de Note d'Information, tout ajustement du prix qui interviendrait en vertu du Contrat de Cession de Bloc bénéficiera également aux actionnaires apportant leurs actions à l'Offre.

Le 10 février 2017, à la suite de la publication par la Société d'informations financières relatives au trimestre clos le 31 décembre 2016 et de son document de référence pour l'Exercice clos le 30 septembre 2016, TWDC a accepté l'offre de KH et un Contrat de Cession de Bloc a été conclu entre EDL Holding et KH. Immédiatement après la conclusion de cet accord (et avant l'ouverture des marchés en France) le 10 février 2017, TWDC a annoncé les opérations décrites dans le Projet de Note d'Information. La Cession de Bloc a été réalisée le 15 février 2017. Le nombre de titres détenus par EDL Holding auquel il est fait référence dans le Projet de Note d'Information comprend les actions de la Société acquises dans le cadre de la Cession de Bloc.

Dans ce cadre, les Initiateurs ont décidé de procéder à l'Offre afin d'accorder à tous les actionnaires de la Société la possibilité de céder tout ou partie de leurs actions de la Société à un prix équivalent au prix offert dans le cadre du Contrat de Cession de Bloc. »

1.2.2 Intentions des Initiateurs pour les douze prochains mois

1.2.2.1 Stratégie et politique industrielle

« Compte tenu de l'environnement défavorable dans lequel le Groupe a évolué depuis le Plan de Recapitalisation 2014, des mesures additionnelles, d'une ampleur significative, sont nécessaires pour permettre au Groupe de poursuivre sa stratégie d'investissement dans la qualité de l'expérience proposée aux visiteurs et de mise en œuvre d'améliorations continues du site de Disneyland Paris. Concomitamment à l'Offre, les Initiateurs, ont annoncé leur engagement à



soutenir une recapitalisation du Groupe, afin de réduire son endettement et d'accroître sa trésorerie, et de contribuer à des apports de liquidités significatifs au moyen d'une augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription. TWDC s'est ainsi engagée à soutenir une recapitalisation jusqu'à 1,5 milliard d'euros telle que décrite ci-après.

- Dans l'hypothèse où les actions de la Société resteraient cotées sur Euronext Paris, TWDC prévoit que la recapitalisation prenne la forme d'une augmentation de capital de la Société avec droit préférentiel de souscription d'un montant de 1,23 milliard d'euros, devant être souscrite par chacune des filiales de TWDC concernées au prorata de leurs participations respectives au capital de la Société, accompagnée d'un mécanisme dit de « backstop » (au même prix que l'augmentation de capital) par une ou plusieurs de ces filiales, ce mécanisme garantissant la faculté de la Société de lever la totalité des fonds au titre de cette augmentation de capital. À cela s'ajouterait un investissement direct en espèce de 270 millions d'euros au niveau d'EDA, la principale filiale d'exploitation de la Société, et un apport par la Société du produit de l'augmentation de capital à EDA afin de permettre à la Société de maintenir sa participation dans EDA à son niveau actuel, à savoir 82%. Le produit serait utilisé afin de permettre au Groupe de poursuivre la réalisation d'améliorations de Disneyland Paris, de rembourser la plus grande partie voire la totalité de la dette financière du Groupe et d'améliorer sa trésorerie. L'augmentation de capital décrite ci-dessus devra faire l'objet d'une note d'opération soumise au visa de l'AMF.
- Si les actions détenues par des actionnaires minoritaires ne représentent, à l'issue de l'Offre, pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société, les Initiateurs ont l'intention de mettre en œuvre rapidement (et en tout cas dans les 3 mois qui suivent la clôture de l'Offre) une procédure de retrait obligatoire (le « Retrait Obligatoire ») et de retirer la Société de la cote (ensemble, « le Retrait Obligatoire et le Retrait de la Cote »)⁴. Dans l'hypothèse d'une radiation des actions de la Société de la cote, TWDC envisage d'effectuer la recapitalisation pour un montant identique (à savoir jusqu'à 1,5 milliard d'euros) et également sous la forme d'apports au Groupe en capital. Cependant, la répartition de ces apports entre la Société et ses filiales pourrait varier par rapport à ce qui est décrit ci-dessus en cas de maintien de la cotation des actions de la Société. Le produit de la recapitalisation serait utilisé à des fins identiques à celles décrites ci-dessus. »

1.2.2.2 Politique de distribution de dividendes

« Aucun dividende n'a été mis en distribution ou payé au titre des Exercices 1993 à 2016. Le paiement de dividendes ou toute autre distribution sera fonction des résultats financiers du Groupe et de sa politique d'investissement. L'Offre n'aura, à cet égard, pas de conséquence. Les Initiateurs ne prévoient pas que la Société ne distribue de dividende dans un avenir prévisible. »

⁴ Pour les besoins de ce calcul, les actions détenues par EDL Participations et les actions auto-détenues par la Société ne seront pas comprises dans les actions détenues par des actionnaires minoritaires compte tenu du fait (i) qu'EDL Participations est une filiale à 100% d'EDL Holding et (ii) que le Conseil de Surveillance d'Euro Disney S.C.A. a approuvé le fait que la Société conserve ses actions auto-détenues sans les apporter à l'Offre.



1.2.2.3 Retrait obligatoire, fusion et radiation de la cote

« Aucune fusion n'est envisagée à l'issue de l'Offre.

Si les actions détenues par des actionnaires minoritaires ne représentent, à l'issue de l'Offre, pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société, les Initiateurs ont l'intention de demander rapidement (et en tout cas dans les 3 mois qui suivent la clôture de l'Offre) à l'AMF de mettre en œuvre le Retrait Obligatoire et le Retrait de la Cote, qui consisteraient en une procédure de retrait obligatoire et en une procédure de retrait de la cote des actions d'Euro Disney S.C.A., conformément aux dispositions des articles L. 433-4 III du Code Monétaire et Financier et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF. »

[...]

« Les actions de la Société seront radiées du marché réglementé d'Euronext Paris à la date, fixée par l'AMF, à laquelle le Retrait Obligatoire et le Retrait de la Cote seront mis en œuvre. »

[...]

« Dans l'hypothèse où le Retrait Obligatoire et le Retrait de la Cote ne pourraient pas être mis en œuvre dans les conditions visées ci-avant, les Initiateurs se réservent la possibilité, s'ils venaient à détenir ultérieurement, directement ou indirectement, de concert, au moins 95% des droits de vote de la Société, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie, dans l'hypothèse où les actionnaires minoritaires ne détiendraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote à l'issue de celle-ci, d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société, dans les conditions des articles 236-1 et suivants et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF. »

1.3 Autres éléments pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

1.3.1 Autres accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

Hormis l'accord décrit ci-dessus avec KH, il est indiqué dans la note d'offre qu' « exception faite de ce qui est indiqué dans [le] Projet de Note d'Information, aucun des Initiateurs n'est partie à aucun contrat susceptible d'avoir un impact sur la contrepartie de l'Offre ou sur son issue, et n'a pas connaissance de l'existence d'un tel accord. »

1.3.2 Action ut singuli

Il est précisé ce qui suit dans la note d'information :

« Le Plan de Recapitalisation 2014 a été critiqué par le fonds Charity & Investment Merger Arbitrage (« CIMA »), actionnaire minoritaire ayant acquis des actions de la Société suite à l'annonce dudit Plan, qui a notamment engagé les actions suivantes :

- Un recours devant la Cour d'appel de Paris contre la décision de conformité et le visa délivrés par l'AMF relativement à l'offre publique obligatoire déclenchée en conséquence



du Plan de Recapitalisation 2014. Ce recours a été rejeté par Cour d'appel de Paris le 8 septembre 2015, l'arrêt de la Cour d'appel ayant fait l'objet d'un recours en cassation qui reste pendant à la date de ce jour.

- Une plainte contre X auprès du parquet national financier de Paris pour abus de biens sociaux, publication de comptes inexacts et diffusion d'informations fausses et trompeuses. CIMA s'est ensuite constituée partie civile en déposant une seconde plainte similaire à la première mais avec constitution de partie civile aux fins de désignation d'un juge d'instruction. L'instruction est en cours.
- Une assignation, le 30 décembre 2015, de plusieurs filiales de TWDC parmi lesquelles les Initiateurs devant le Tribunal de commerce de Meaux dans le cadre d'une action ut singuli au nom de la Société, visant à obtenir le paiement d'une somme qui s'élève, d'après ce qu'a prétendu CIMA, à environ 930 millions d'euros. Les arguments de cette action ut singuli sont substantiellement les mêmes que ceux développés par CIMA dans sa plainte pénale. En novembre 2016, le Tribunal de commerce de Meaux a prononcé un sursis à statuer dans l'attente de l'issue de la procédure pénale.

Les Initiateurs, en tant que parties défenderesses à l'action ut singuli estiment que les demandes introduites par CIMA sont infondées. »

1.4 Caractéristiques de l'Offre

« [...] Les Initiateurs sont solidairement et inconditionnellement responsables de l'Offre. Cependant, les Initiateurs sont convenus que leurs obligations en lien avec l'Offre seront exécutées uniquement et entièrement par EDL Holding (étant précisé que cet accord ne restreint pas leur responsabilité solidaire et inconditionnelle vis-à-vis des tiers). En conséquence, l'ensemble des actions apportées dans le cadre de l'Offre seront acquises par EDL Holding (qui est également l'acquéreur de la Cession de Bloc). »

1.4.1 Nombre et nature des actions visées par l'Offre

« En date du 29 mars 2017, le Concert composé d'EDL Holding, d'EDI S.A.S., et d'EDLC S.A.S., détient directement un nombre total de 671 425 184 actions de la Société⁵, ce qui, conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, représente 85,71% du capital social de la Société.

L'Offre porte sur la totalité des actions existantes non directement détenues par le Concert, à l'exclusion des 190 441 actions auto-détenues mais y compris les 10 actions de la Société détenues par EDL Participations S.A.S., une filiale directe à 100 % d'EDL Holding, soit, à la connaissance des Initiateurs, 111 749 275 actions de la Société⁶ représentant 14,27 % du capital social de la Société.

⁵ Sans compter les 10 actions détenues par EDL Holding via sa filiale détenue à 100% EDL Participations.

⁶ Incluant 10 actions détenues par EDL Holding via sa filiale détenue à 100% EDL Participations.



A la date du Projet de Note d'Information, il n'existe, à la connaissance des Initiateurs, aucun autre titre, ni aucun autre instrument financier ou droit donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital social et aux droits de vote de la Société, autre que les actions.

Conformément à l'article 231-38 du règlement général de l'AMF, les Initiateurs se réservent la faculté d'acheter, sur le marché ou hors marché, au Prix de l'Offre, des actions de la Société pendant la durée de la période d'offre (au sens de l'article 231-2 6° du règlement général de l'AMF). »

1.4.2 Termes de l'Offre

« Les Initiateurs offrent aux actionnaires de la Société de leur verser une somme en espèces de 2,00 euros par action. »

1.4.3 Ajustements des termes de l'Offre

Concernant le principe d'un ajustement des termes de l'Offre, nous relevons que la note d'information précise :

« Si dans les 366 jours de la clôture de la Cession de Bloc, c'est-à-dire jusqu'au 16 février 2018, EDL Holding ou l'un de ses affiliés acquiert de tout tiers autre qu'un affilié de TWDC, dans le cadre d'une opération effectuée dans des conditions de marché (arm's length transaction) (y compris par le biais d'une offre publique ou d'un retrait obligatoire), toute action de la Société à un Nouveau Prix par Action (en espèce ou en nature) excédant 2,00 euros par action de la Société (tel qu'ajusté, en cas de division d'action ou de regroupement d'action), mettant EDL Holding dans l'obligation de payer un complément de prix à KH conformément au Contrat de Cession de Bloc, alors les Initiateurs devront payer, à l'issue de la réalisation de la cession des actions de la Société ainsi acquises, à chaque actionnaire ayant apporté les titres de la Société à l'Offre dans le cadre de la Procédure Semi-Centralisée, un complément de prix d'un montant identique, pour chaque action de la Société, au complément de prix payé à KH conformément au Contrat de Cession de Bloc, qui sera égal au produit du nombre d'actions de la Société ainsi apportées multiplié par la différence entre le Nouveau Prix par Action et 2,00 euros (tel qu'ajusté, dans le cas d'une division d'actions ou d'un regroupement d'actions).

Seuls les actionnaires apportant leurs actions de la Société à l'Offre selon la Procédure Semi-Centralisée seront éligibles au paiement éventuel de ce complément de prix, dans les mêmes conditions que décrites ci-dessus.

Cependant, les actionnaires apportant leurs actions de la Société à l'Offre selon la Procédure Non-Centralisée ne seront pas éligibles au paiement éventuel de ce complément de prix.

Ce complément de prix sera également payé, le cas échéant, en cas de Retrait Obligatoire, aux actionnaires dont les titres seront acquis dans le cadre de ce Retrait Obligatoire.

Afin de lever toute ambiguïté, l'émission d'actions nouvelles de la Société (notamment dans le cadre de la recapitalisation décrite dans le Projet de Note d'Information) n'entraînera pas d'ajustement du Prix de l'Offre ou du prix de la Cession de Bloc.



1.4.4 Conditions de l'Offre

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

2 Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER, 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 EXPERT & CONSEIL FINANCIER 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.

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 les risques et opportunités identifiés susceptibles d'affecter la valorisation d'EURO DISNEY ;
- Analyser les comptes et le plan d'affaires de la société EURO DISNEY avec la direction opérationnelle, identifier les hypothèses clés considérées et apprécier leur pertinence ;
- Examiner les dernières notes émises par les analystes qui suivent la valeur ;
- Examiner les transactions intervenues précédemment sur le capital de la société EURO DISNEY, et notamment l'acquisition par TWDC d'un bloc d'actions représentant 9,0% du capital d'EURO DISNEY auprès de KH le 15 février 2017 ;
- Procéder à l'évaluation multicritères de la société EURO DISNEY ;

- 
- Procéder à des analyses de sensibilité sur les paramètres d'évaluation, mais également sur certains événements aléatoires (« aléas ») ;
 - Analyser les éventuels accords connexes, en particulier la transaction précitée avec KH ;
 - Examiner les valeurs de certains actifs immobiliers ou réserves foncières en nous adjoignant les services de Messieurs MALAQUIN et LOBJOIE (ci-après « les experts immobiliers »), Experts immobiliers près la Cour d'appel de Paris, mandatés par nous pour appréhender ces valeurs dans le contexte spécifique correspondant au modèle économique d'EURO DISNEY ;
 - Faire une revue critique du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur de l'Offre, BNP PARIBAS ;
 - Préparer une attestation d'équité exposant les travaux de l'expert indépendant, l'évaluation des actions EURO DISNEY et son opinion sur le caractère équitable du prix offert y compris en cas de retrait obligatoire.

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.

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.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec la Direction de la Société tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses économiques sur lesquelles se basent les données prévisionnelles sous-tendant le plan d'affaires à dix ans de la Société, puis, sur la base de ces prévisions, modélisé les flux de trésorerie afin de mettre en œuvre une approche fondée sur l'actualisation de ces flux.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (boursières et transactionnelles), 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 de BNP PARIBAS tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre et résumés dans le projet de note d'information. Nous avons dans ce cadre tenu plusieurs réunions de travail avec les représentants de BNP PARIBAS.

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



4 Présentation du groupe EURO DISNEY

4.1 Analyse du secteur des parcs de loisirs

La présentation suivante résulte pour l'essentiel des informations issues de XERFI⁷.

Les parcs de loisirs sont des espaces principalement en plein air qui fournissent à leurs visiteurs des activités culturelles et de divertissements.

Le marché des parcs de loisirs présente plusieurs types de parcs, à savoir :

- Les parcs d'attractions définis comme étant des espaces clos entièrement consacrés au jeu et à la distraction ;
- Les parcs zoologiques qui sont des établissements présentant et élevant des animaux sauvages ou domestiques ;
- Les aquariums qui exposent au public des espèces aquatiques dans des bassins ;
- Les parcs à thèmes définis comme ayant vocation à plonger les visiteurs dans un univers et un cadre thématique déterminé à travers l'agencement de ses attractions et de ses décors ;
- Les parcs aquatiques qui proposent des activités et des attractions liées à l'eau (piscine, plage, rivière, cascades, toboggans, etc...) ; et
- Les plaines de jeux couvertes aménagées pour proposer des activités à vocation récréative et/ou culturelle, à destination principale des enfants.

La segmentation des parcs est également géographique :

- Les parcs nationaux ou internationaux qui ont une renommée au-delà des frontières nationales et qui disposent d'une offre hôtelière sur leurs sites ou à proximité pour accueillir les visiteurs ; et
- Les parcs régionaux qui s'appuient sur une clientèle régionale qui revient régulièrement du fait de sa proximité et des prix d'entrée abordables.

La clientèle est majoritairement constituée de familles avec enfants qui constituent traditionnellement la cible des parcs de loisirs. Cette clientèle est par ailleurs, principalement nationale et passe au moins une journée dans les parcs de loisirs. Ce temps de visite est également fonction de la taille des parcs et des habitudes de consommateurs dans les différents pays.

Le marché des parcs de loisirs est à tendance oligopolistique avec quelques acteurs majeurs qui concentrent fortement l'activité tels que les américains TWDC, CEDAR FLAIR L.P, SIX FLAGS ENTERTAINMENT CORPORATION, SEAWORLD ENTERTAINEMENT, PARKS ! AMERICA, le français COMPAGNIE DES ALPES, l'espagnol PARQUES REUNIDOS SERVICIOS CENTRALES, le danois TIVOLI, l'anglais MERLIN ENTERTAINMENT ou encore le japonais ORIENTAL LAND.

Les grands groupes sont généralement propriétaires de plusieurs parcs et assurent également un service d'hébergement à leurs visiteurs afin d'étendre au maximum la durée de leur séjour. L'industrie est donc marquée par l'intégration d'importants complexes hôteliers à l'image de celui de Disneyland® Paris et par la vente de nombreux services connexes et produits dérivés

⁷ Source : étude XERFI, « les parcs de loisirs en France » d'Août 2016, et « Euro Disney » de mars 2015.



principalement dans les parcs d'attractions et les parcs à thèmes. En effet, la vente des billets d'entrée ne représente en moyenne que 50% des revenus de ces grands parcs qui doivent élargir leur éventail de services et de produits dérivés pour dynamiser la croissance de leur chiffre d'affaires en maximisant le panier des dépenses moyennes par visiteur.

Par ailleurs, l'innovation et le renouvellement du contenu de ces parcs constituent des leviers essentiels pour accroître leur fréquentation, élargir leur clientèle et favoriser la revisite. Ces stratégies portées sur l'investissement sont coûteuses mais permettent aux exploitants de justifier des revalorisations tarifaires.

A côté de ces grands groupes, évoluent des sociétés de tailles plus modestes dont l'activité se limite à l'exploitation du parc ou des plaines de jeux.

Sur le plan européen le marché est très concentré, les 10 premiers parcs d'attractions et parcs à thèmes concentrant plus de 70% des parts de marché. Leur fréquentation a augmenté d'environ 5% pour atteindre 46,7 millions de visiteurs en 2015 comme présenté dans le tableau ci-dessous :

Parcs d'attractions et parcs à thèmes en Europe	Localisation	Fréquentation (en millions de visiteurs)	
		2015	2014
Disneyland® Paris ^{(1) (2)}	France	14,8	14,2
Europa Park	Allemagne	5,5	5,0
Tivoli Gardens	Danemark	4,7	4,5
De Efteling ⁽¹⁾	Pays-Bas	4,7	4,4
Port Aventura	Espagne	4,0	3,9
Liseberg	Suède	3,5	3,5
Gardaland	Italie	3,1	3,0
Legoland Windsor	Royaume-Uni	2,3	2,2
Legoland Billund	Danemark	2,1	1,9
Puy de Fou	France	2,0	1,9
Total		46,7	44,5

⁽¹⁾ Seuls Disneyland Paris et De Efteling sont ouverts toute l'année.

⁽²⁾ Exercice clos le 30 septembre pour Disneyland® Paris.

Source : Document de référence 2016 d'ED S.C.A.

Dans le panorama européen, la France se positionne parmi les leaders puisque 5 des parcs d'attractions et parcs à thèmes classés dans le top 20 européens sont implantés sur son sol : le Parc Disneyland Paris, le Parc Walt Disney Studios, le Puy du Fou, le Parc Astérix et le Futuroscope.

Les marchés européens et américains sont aujourd'hui matures mais demeurent stratégiques pour les grands opérateurs en raison notamment du pouvoir d'achat des visiteurs locaux.

Les principaux relais de croissance de l'industrie pour les années à venir se situent donc dans les pays émergents qui accueillent encore peu de parcs de loisirs.



4.2 Présentation des activités du groupe EURO DISNEY⁸

EURO DISNEY opère via ses filiales⁹ l'exploitation de Disneyland® Paris, un complexe touristique situé à 32Km à l'est de Paris (Seine et Marne) qui bénéficie d'une desserte exceptionnelle en matière de transport avec des autoroutes desservant les deux principaux aéroports et une gare (TGV, RER, bus).

Ce projet d'une très grande importance pour les pouvoirs publics français et pour TWDC a été négocié dans un contexte concurrentiel avec la ville de Barcelone pour aboutir à la signature en 1987 d'une convention, modifiée plusieurs fois par avenants, qui s'inscrit aujourd'hui dans une perspective à 2030, permettant :

- La maîtrise du développement du projet EURO DISNEY en respect de l'univers de la marque DISNEY dans une ampleur comparable à ses autres Parcs à Thèmes en Floride et en Californie ;
- A EURO DISNEY de bénéficier des droits de propriété intellectuelle de DISNEY pour pouvoir exploiter le projet dans la durée, et de maîtriser une réserve foncière permettant le développement du projet dans un environnement maîtrisé ;
- Aux pouvoirs publics de mettre à disposition les réserves foncières, dans le cadre d'un projet d'urbanisme de très grande ampleur dont l'essentiel est historiquement financé par des capitaux privés.

Le groupe EURO DISNEY développe donc ses activités depuis l'origine selon un modèle qui se trouve traduit dans son information sectorielle, qui répartit ses opérations en deux branches d'activité que sont les activités touristiques et les activités de développement immobilier.

4.2.1 Activités touristiques

Les activités touristiques incluent notamment:

- Le Parc Disneyland® ;
- Le Parc Walt Disney Studios® (ci-après, collectivement avec le Parc Disneyland®, les «Parcs à Thèmes ») ;
- Un important complexe hôtelier comprenant sept hôtels exploités par EURO DISNEY ASSOCIES S.C.A ou EDL HOTELS S.C.A selon le cas(les « Hôtels ») ;
- Deux centres de congrès ;
- Le centre de divertissement Disney Village® ;
- Le Golf Disneyland® (le « Golf ») ;
- Les nombreux services connexes proposés aux visiteurs du site.

⁸ Les informations présentées dans cette partie proviennent exclusivement du document de référence 2016 de la Société.

⁹ Le Groupe inclut également le Centre de Congrès Newport S.N.C., une société de financement *ad hoc* consolidée (la « société de financement »). Source : Document de référence 2016.



L'activité des Parcs à Thèmes comprend l'exploitation du Parc Disneyland® Paris et du Parc Walt Disney Studios® incluant également la vente de produits dérivés, la restauration, les événements spéciaux et l'ensemble des autres services proposés aux visiteurs. Le chiffre d'affaires provenant des activités des Parcs dépend principalement du nombre de visiteurs et des dépenses moyennes par visiteur.

Les Parcs à thèmes sont ouverts toute l'année ce qui expose leurs revenus à des variations saisonnières. La haute saison correspond à la période estivale, aux périodes de vacances scolaires et aux pics d'affluence pendant les jours fériés et les week-ends.

Le Parc Disneyland®, ouvert depuis le 12 Avril 1992, s'étend sur une superficie d'environ 50 hectares et se compose de cinq « pays thématiques » : Adventureland®, Discoveryland®, Fantasyland®, Frontierland® et Main Street U.S.A.®. Chaque « pays thématique » regroupe des attractions à thèmes, des spectacles, des restaurants, des boutiques, ainsi que des chariots ambulants et des kiosques.

Le Parc Walt Disney Studios®, ouvert dix ans plus tard, s'étend sur une superficie d'environ 25 hectares et comprend quatre zones à thèmes : Backlot, Front Lot, Production Courtyard® et Toon Studio®. Ces quatre zones à thèmes comprennent également des attractions, des spectacles, des restaurants, des boutiques, ainsi que des chariots ambulants et des kiosques.

L'activité des Hôtels englobe l'exploitation de sept Hôtels que sont le Disneyland® Hotel, le Disney's Hotel New York®, le Disney's Newport Bay Club®, le Disney's Sequoia Lodge®, le Disney's Hotel Cheyenne®, le Disney's Hotel Santa Fe® et le Disney's Davy Crockett Ranch ayant une capacité totale d'environ 5.800 chambres.

Ces hôtels sont également les lieux de réception de nombreux événements organisés par la Société tels que des séminaires, des conférences ou des expositions. Les hôtels Disney's Hotel New York et Disney's Newport Bay Club possèdent chacun un centre des congrès qui, associés à d'autres parties du site, cumulent un espace de 19.300m² pouvant accueillir jusqu'à 4.000 participants.

Le Disney Village est le plus vaste centre de divertissements d'Ile-de-France en dehors de Paris. Ce centre de loisir, dont l'accès est gratuit, regroupe des restaurants (détenus en propre ou confiés à des enseignes telles que Mc Donald ou Planet Hollywood), des lieux de divertissements et des boutiques sur une surface d'environ 44.000m², situé entre les Parcs à Thèmes et les Hôtels.

Le groupe EURO DISNEY gère l'exploitation de la plupart des installations du Disney Village mais permet également à certains tiers d'exploiter leur enseigne à l'image du restaurant McDonald's, de la boutique LEGO, du Starbucks Coffee, etc..., qui lui payent des loyers qui sont inclus dans ses revenus.

4.2.2 Activités de développement immobilier

Ces activités portent sur le développement immobilier des 2.230 hectares d'emprise foncière (développement immobilier résidentiel et commercial, construction de bureaux, augmentation de la capacité hôtelière,...), aux alentours et sur lesquels le site est implanté, et dont environ la moitié reste à développer.



Dans ce cadre, la convention de 1987 conclue entre TWDC et l'Etat français, ainsi que les collectivités locales concernées, et l'EPA-France¹⁰, octroie au Groupe un droit d'acquisition, sous certaines conditions, des terrains nécessaires au développement de Disneyland® Paris et de l'agglomération de Marne-la-Vallée.

L'exercice de ce droit d'acquisition est soumis à certaines échéances qui, si elles ne sont pas respectées ou modifiées, peuvent entraîner l'extinction d'une partie des droits fonciers. Jusqu'à ce jour, toutes les échéances de développement minimal ont été respectées et aucun droit foncier n'a expiré sans avoir été utilisé. En contrepartie de ces droits fonciers, le Groupe s'acquitte de redevances annuelles auprès de l'EPA-France, qui se sont élevées à 0,3 million d'euros au titre de l'exercice 2016.

Le Groupe ne réalise pas lui-même les programmes de développement immobilier. Il acquiert les terrains sur lesquels il dispose de droits fonciers et les revend généralement viabilisés à des tiers qui en assurent le développement. Son rôle concerne essentiellement la supervision de l'aménagement urbain et la création architecturale des programmes immobiliers conformément au plan d'urbanisation décidé par l'EPA et les collectivités locales. Les projets sont financés par des tiers (investisseurs privés et/ou publics). Hormis l'emprise foncière dédiée à l'exploitation des Parcs à Thèmes avec ses hôtels et des baux à construction, EURO DISNEY n'a pas vocation à détenir un patrimoine foncier hors exploitation dans son modèle économique.

Enfin, le Groupe développe en partenariat avec le groupe Pierre & Vacances-Center Parcs, les Villages Nature de Val d'Europe (« Villages Nature »), une nouvelle destination éco-touristique innovante basée sur le thème de l'harmonie entre l'Homme et la Nature. Villages Nature présentera un design et un mode de fonctionnement reposant sur un modèle unique de développement durable. Le projet pourrait s'étendre à terme sur une surface maximum de 500 hectares et devrait être réalisé en plusieurs étapes sur une période d'environ 20 ans.

En mai 2014, Villages Nature finalisait le financement de sa première tranche de développement auprès d'investisseurs institutionnels. Cette première tranche porte sur 916 cottages et appartements classés résidences de tourisme, et sur un ensemble d'équipements récréatifs. Une partie de ces derniers a été cédée en bloc à une foncière pour être revendue à des investisseurs individuels. Ces équipements et hébergements seront ensuite donnés à bail à une société, responsable de leur exploitation. L'ouverture au public est prévue en juillet 2017.

4.3 Historique du Groupe

4.3.1 Bref historique

Nous présentons ci-après les grandes étapes du développement d'EURO DISNEY depuis de la Convention avec l'Etat français en 1987¹¹ :

- 1987 : Signature de la Convention du 24 mars 1987 entérinant le projet de construction d'une destination touristique unique en Europe « Euro Disney Resort » entre TWDC (société mère du groupe EURO DISNEY) et les pouvoirs publics français (l'Etat, la région

¹⁰ « Etablissement Public d'Aménagement » du secteur IV de la ville nouvelle de Marne-la-Vallée.

¹¹ Sources : Documents de référence 2015 et 2016, site internet de la Société <http://corporate.disneylandparis.fr/> et communiqué de presse du 10 février 2017.



Ile-de-France, le département Seine-et-Marne, l'EPA-France et la RATP) pour une durée initiale de trente ans.

- 1989 : Introduction en bourse de la société EURO DISNEY S.C.A., société en commandite par action, sur les places de Paris, Londres et Bruxelles.
- 1992 : Ouverture officielle du parc Disneyland au public le 12 Avril.
- 1994 : EURO DISNEY connaît une première restructuration financière. Face à une dette de plus de 3 milliards d'euros (ci-après « Mds€ »), TWDC qui détient 49% du capital de la Société, renonce à percevoir des redevances de licence jusqu'en 1998, la dette est rééchelonnée et une augmentation de capital de 907 millions d'euros (ci-après « M€ ») est réalisée.
- 1999 : EURO DISNEY annonce son projet d'ouvrir un deuxième parc à thèmes dédié au monde du cinéma en 2002 afin de marquer les 10 ans du parc Disneyland®. Augmentation de capital de 220 M€ afin de financer la création du deuxième parc à thèmes, le Parc Walt Disney Studios®.
- 2002 : Ouverture officielle du Parc Walt Disney Studios® le 16 mars. Le système Fast Pass (service de gestion des files d'attente permettant de diminuer le temps d'attente pour l'accès aux attractions) est mis en place dans le Resort. Ouverture de l'Hôtel Elysée dans le centre-ville de Val d'Europe.
- 2003 : Ouverture des hôtels Explorers, Kyriad et Holiday Inn à Val de France et des Résidences Pierre & Vacances à Val d'Europe.
- 2005 : Restructuration financière et juridique finalisée par une augmentation de 253 M€ dont 240 M€ sont affectés à la construction de quatre nouvelles attractions. Ouverture de l'Hôtel Radisson près du Golf Disneyland®.

Arrêt de la cotation sur les places boursières de Londres et de Bruxelles.

- 2010 : EURO DISNEY signe le 14 septembre un Avenant à la Convention du 24 septembre 1987 avec les pouvoirs publics français permettant aux parties de poursuivre le développement de la destination touristique tant pour les parcs à thèmes que pour l'activité hôtelière, ainsi que le développement urbain de Val d'Europe et celui d'une nouvelle destination touristique fondée sur le développement durable, en partenariat avec le Groupe Pierre & Vacances : « Les villages Nature de Val d'Europe ».
- 2012 : refinancement de la dette du Groupe (remboursement de ses emprunts bancaires et des crédits-bails en cours grâce à deux nouveaux emprunts accordés par TWDC et portant intérêts à un taux fixe de 4% l'an et à une nouvelle ligne de crédit réutilisable également accordée par TWDC.
- 2014 : EURO DISNEY annonce le 6 octobre un plan de recapitalisation au marché d'environ 1 Md€. Il vise à améliorer la situation financière et à permettre la poursuite de ses investissements, avec le soutien de TWDC.
- 2015 : mise en œuvre du plan de recapitalisation dont les principales modalités sont :



- un apport en espèces de 423 M€ par le biais d'augmentations de capital de la Société et EDA S.C.A. ;
- la conversion, pour un montant de 600 M€, de créances détenues par des filiales indirectes de TWDC dans le cadre d'augmentations de capital de la Société et d'EDA ;
- la modification des dates de remboursement des prêts accordés par des filiales indirectes de TWDC jusqu'à leur nouvelle date de maturité en décembre 2024 (précédemment 2028) ; et
- le remboursement pour 250 millions d'euros des tirages des lignes de crédit consenties précédemment par TWDC, arrivant à échéance en 2015, 2017 et 2018, et leur remplacement par une unique ligne de crédit renouvelable d'un montant de 350 M€ venant à échéance en décembre 2023.

Ces opérations sont suivies par le dépôt d'une Offre Publique Obligatoire par les filiales de TWDC à l'issue de laquelle TWDC détient indirectement 82,15% du capital d'EURO DISNEY. S'en suit la mise en œuvre du mécanisme anti-dilutif qui offre aux actionnaires éligibles la possibilité de ne pas être dilués en raison des augmentations de capital réservées. A l'issue de la mise en œuvre de ce mécanisme anti-dilutif, finalisée le 17 novembre 2015, TWDC détenait indirectement 76,7% du capital de la Société.

- 2017 : TWDC annonce le 10 février l'acquisition de 90% de la participation de KH, dont le paiement est effectué en actions TWDC sur la base d'un prix de 2,00 € par action EURO DISNEY. A l'issue de cette opération, la participation de TWDC dans la Société est portée de 76,7% à 85,7%.

En parallèle, TWDC annonce son intention de lancer une Offre Publique d'Achat en espèces sur la totalité des actions EURO DISNEY restant en circulation (à l'exception des actions auto-détenues) à un prix de 2,00 € par action et de réaliser, si le seuil de 95% de détention est atteint, un retrait obligatoire et une sortie de la cote.

L'Offre publique sera suivie d'une recapitalisation du Groupe pour un montant maximum de 1,5 Mds€.

Dans l'hypothèse où les actions d'EURO DISNEY restent cotées sur Euronext Paris, DISNEY prévoit que la recapitalisation prenne la forme d'une souscription par les filiales de DISNEY concernées, au prorata de leurs participations respectives au capital d'Euro Disney, à une augmentation de capital d'EURO DISNEY avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'un montant de 1,23 Mds€, accompagnée d'un mécanisme dit de « backstop » assurant la Société de lever la totalité des fonds prévus au titre de cette augmentation de capital. A cela s'ajouterait un investissement direct en espèces de 270 M€ au niveau d'EDA S.C.A.

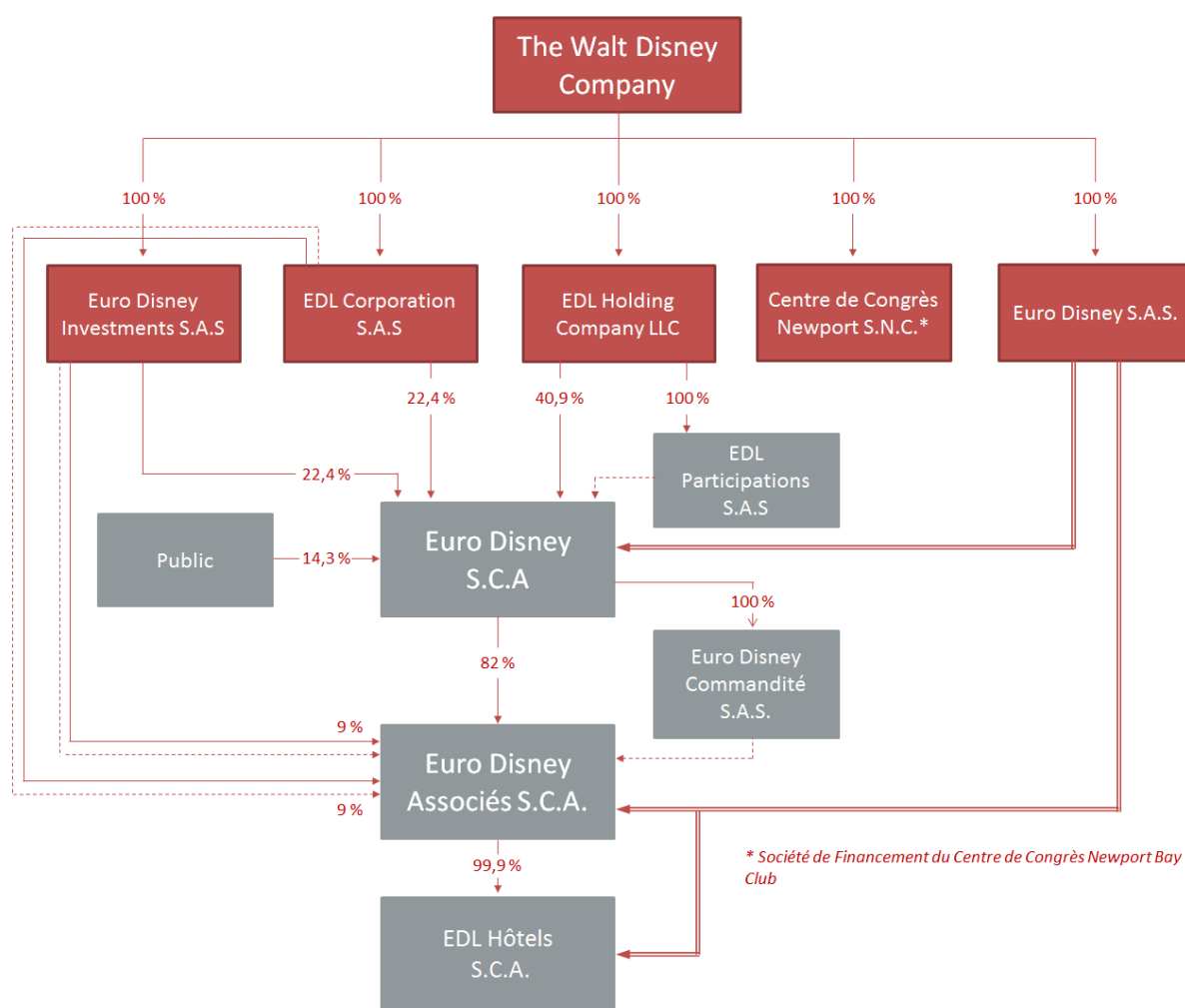
Dans l'hypothèse d'une radiation des actions d'EURO DISNEY de la cote d'Euronext Paris, TWDC a communiqué qu'elle envisage d'effectuer la recapitalisation pour un montant identique et également sous la forme d'un apport au Groupe en capital. Cependant, la répartition des apports entre la Société et ses filiales pourrait varier par rapport à ce qui est énoncé ci-dessus.

Le produit de l'augmentation de capital serait utilisé afin de permettre au Groupe de poursuivre la mise en œuvre des améliorations au sein de Disneyland Paris, de rembourser la plus grande partie voire la totalité de l'endettement financier du Groupe et d'améliorer sa trésorerie.

Il nous a été précisé que les modalités définitives de souscription à ces augmentations de capital n'étaient à ce jour pas complètement arrêtées.

Indépendamment de l'opération actuelle, on peut constater que depuis l'origine, EURO DISNEY a fait l'objet de plusieurs restructurations financières significatives à raison des difficultés rencontrées.

4.3.2 Organigramme du groupe EURO DISNEY S.C.A.¹²



LÉGENDE :

→ Lien de capital en %

---> Associé commandité

⇒ Gérant

■ TWDC et filiales directes ou indirectes de TWDC

■ Euro Disney S.C.A. et ses principales filiales directes ou indirectes

Sources : Document de référence 2016 et communiqué de presse du 10 février 2017

¹² Organigramme à la date du 15/02/2017, intégrant le rachat par TWDC de 9% des titres détenus par KH.

4.3.3 Etats financiers synthétiques d'EURO DISNEY S.C.A.

Les états financiers consolidés des 3 derniers exercices clos, tels que présentés dans le document de référence 2016¹³ sont reproduits ci-dessous. La Société clôture ses comptes le 30 septembre de chaque année.

ED S.C.A - Compte de résultat consolidé

en M€	30/09/2016	30/09/2015	30/09/2014
Produits des activités ordinaires	1 278	1 373	1 280
Charges d'exploitation	(1 520)	(1 454)	(1 346)
Charges d'exploitation directes	(1 247)	(1 199)	(1 109)
dont redevances de licence et rémunération du Gérant	(75)	(83)	(75)
dont dotations aux amortissements	(201)	(192)	(173)
dont autres charges d'exploitation directes ⁽¹⁾	(971)	(924)	(861)
Dépenses de marketing et ventes	(148)	(141)	(135)
Frais généraux et administratifs	(125)	(114)	(102)
Autres produits	-	24	-
Résultat d'exploitation	(242)	(57)	(66)
Dépréciation d'actifs	(565)	-	-
Charges financières nettes	(38)	(46)	(50)
Quote-part du résultat des sociétés mises en équivalence	(13)	1	2
Résultat avant impôt	(858)	(102)	(114)
Impôt	-	-	-
Résultat net de l'ensemble consolidé	(858)	(102)	(114)
dont part du Groupe	(705)	(84)	(94)
dont part des minoritaires	(153)	(18)	(20)
Nombre moyen d'actions en circulation (en millions)	783	494	39
Résultat net par action - part du groupe (en €)	(0,90)	(0,17)	(2,41)

Source : Document de référence 2016.

⁽¹⁾ Les autres charges d'exploitation directes comprennent principalement les frais du personnel opérationnel et les coûts des ventes.

L'exercice 2016 a été marqué par des inquiétudes accrues en termes de sécurité publique suite aux attentats terroristes survenus en France et en Belgique ayant eu un impact négatif sur le marché du tourisme en région parisienne et donc, sur l'activité du Groupe. Le chiffre d'affaires a ainsi diminué de 7% par rapport à l'exercice 2015 du fait d'une baisse de 10% de la fréquentation des Parcs à Thèmes, d'une baisse de 2 points du taux d'occupation des Hôtels et d'un panier de dépense moyen par chambre en baisse de 1%.

Pour leur part, les charges d'exploitation augmentent de 5% en 2016, reflétant la stratégie d'innovation et de renouvellement du Groupe qui constituent des leviers afin d'accroître la fréquentation.

¹³ Les comptes consolidés 2014, 2015 et 2016 ont fait l'objet d'une certification sans réserve par les Commissaires aux comptes, PRICEWATERHOUSECOOPERS AUDIT et CADERAS MARTIN.

L'exercice 2016 a par ailleurs, été marqué par la comptabilisation d'une dépréciation d'actifs à hauteur de 565 M€. Cette dépréciation est liée aux perspectives d'exploitation défavorables en raison du repli de l'activité touristique en région parisienne suite notamment aux évènements évoqués ci-avant¹⁴, traduits dans un plan d'affaires sur lequel nous reviendrons. Cette dépréciation n'a pas d'incidence sur la trésorerie du groupe.

ED S.C.A - Actif consolidé

en M€	30/09/2016	30/09/2015	30/09/2014
Immobilisations corporelles	1 164	1 724	1 776
Immeubles de placement	17	17	17
Immobilisations incorporelles	22	43	42
Trésorerie de la société <i>ad hoc</i>	-	15	15
Autres	96	63	59
Actifs non courants	1 299	1 862	1 909
Stocks	44	41	41
Trésorerie de la société <i>ad hoc</i>	15	-	-
Clients, comptes rattachés et autres créances	111	119	137
Autres	36	19	24
Trésorerie et équivalents de trésorerie	113	249	49
Actifs courants	319	428	251
TOTAL DE L'ACTIF	1 618	2 290	2 160

Source : Document de référence 2016.

Les immobilisations qui représentent 74,4% du total de l'actif consolidé ont diminué de 32,6% par rapport à l'exercice précédent. Cette baisse correspond à la dépréciation d'actifs d'un montant de 565 M€ constatée au titre de l'exercice 2016.

¹⁴ Corrélativement, une dépréciation d'un montant de 953 M€ a également été comptabilisée dans les comptes sociaux de la Société concernant les titres de participation dans EDA, principale filiale d'exploitation du Groupe.

ED S.C.A - Passif consolidé

en M€	30/09/2016	30/09/2015	30/09/2014
Capital social	783	783	39
Primes d'émission	1 718	1 718	1 627
Réserves consolidées	(2 605)	(1 900)	(1 816)
Autres	(14)	(18)	(19)
Total capitaux propres - part du Groupe	(118)	583	(169)
Intérêts minoritaires	(22)	131	(32)
Total capitaux propres	(140)	714	(201)
Emprunts	1 122	999	1 716
Produits constatés d'avance	19	20	21
Provisions	25	17	19
Autres	83	65	58
Passifs non courants	1 249	1 101	1 814
Fournisseurs et autres créditeurs	364	340	390
Emprunts	13	2	31
Produits constatés d'avance	131	129	118
Autres	1	4	8
Passifs courants	509	475	547
TOTAL DU PASSIF	1 618	2 290	2 160

Source : Document de référence 2016.

Les capitaux propres de la Société sont devenus négatifs (-118 M€ part du Groupe), un an après la recapitalisation intervenue en 2015 (cf. § 4.3.1.), du fait principalement de la dépréciation de 565 M€ comptabilisée au 30 septembre 2016.

Evènements postérieurs à la clôture de l'exercice

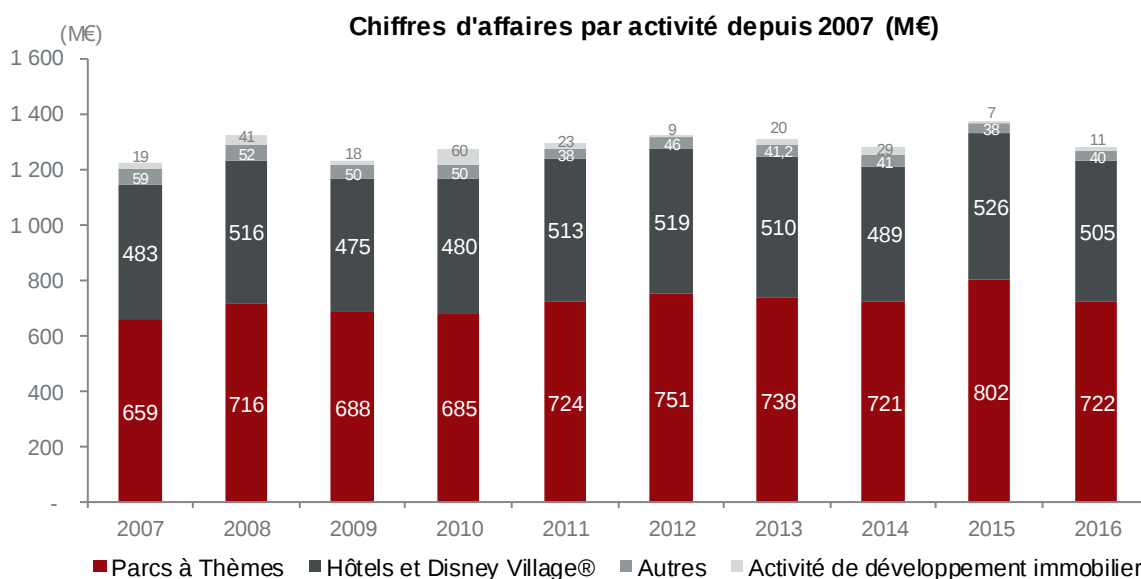
TWDC a accepté, en novembre 2016, de renoncer de manière irrévocable et inconditionnelle au paiement de deux années de redevances de licence et de rémunération de la gérance à compter du quatrième trimestre de l'exercice 2016, pour un montant global de 178 M€¹⁵ (avant impôts et effet de l'actualisation), afin de préserver à due concurrence les liquidités du groupe, en complément des montants restant disponibles au titre de la ligne de crédit réutilisable.

¹⁵ Soit 21 M€ au titre du 4^{ème} trimestre 2016, 88 M€ au titre de l'exercice 2017 (12 mois) et 69 M€ au titre des 9 premiers mois de l'exercice 2018.

4.3.4 Présentation des indicateurs clés

4.3.4.1 Chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires au cours des 10 derniers exercices clos se présente comme suit :



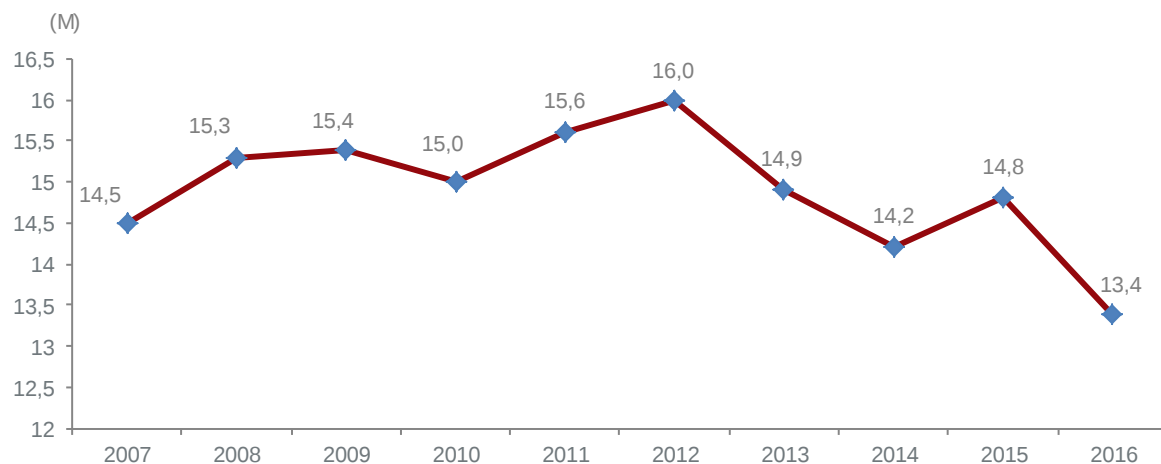
Sources : Documents de référence 2016, 2015, 2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009, 2008 et 2007.

Les activités touristiques qui comprennent les Parcs à Thèmes, les Hôtels, Disney Village et l'ensemble des services connexes proposés aux visiteurs représentent historiquement autour de 99% du chiffre d'affaires consolidé. Les activités de développement immobilier comprennent principalement les ventes de terrains réalisées dans le cadre des droits fonciers détenus par le Groupe (90% du chiffre d'affaires de cette activité en 2016) ainsi que certains loyers relatifs à des baux à construction.

Comme nous l'avons vu ci-avant, la baisse du chiffre d'affaires en 2016 s'explique principalement par le contexte économique et les inquiétudes en matière de sécurité publique, ayant entraîné une baisse marquée de la fréquentation des Parcs à Thèmes ainsi que des hôtels implantés sur le site :



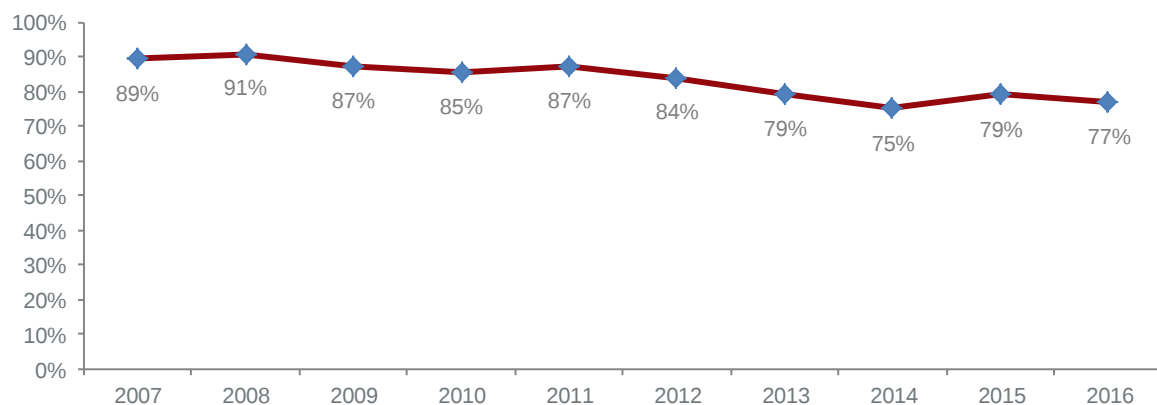
Fréquentation des Parcs à Thèmes depuis 2007 (en millions de visiteurs)⁽¹⁾



⁽¹⁾ Le nombre de visiteurs des parcs à thèmes est enregistré sur la base de la première entrée, c'est-à-dire qu'une personne visitant les deux parcs dans la même journée ne sera comptée qu'une seule fois.

Sources : Documents de référence 2016, 2015, 2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009, 2008 et 2007.

Taux d'occupation des hôtels depuis 2007 (%)⁽¹⁾

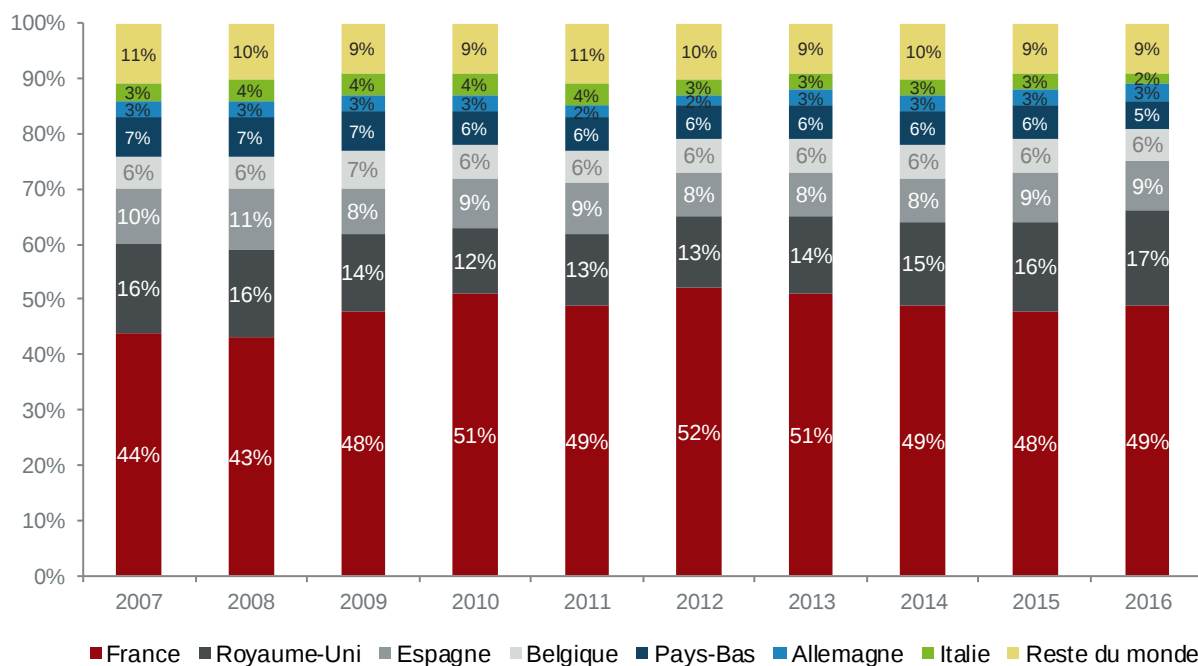


⁽¹⁾ Nombre de chambres occupées par jour en pourcentage du nombre de chambre total (le nombre de chambres total est d'environ 5 800 chambres).

Sources : Documents de référence 2016, 2015, 2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009, 2008 et 2007.

La proportion de visiteurs étrangers est restée stable par rapport aux exercices précédents :

Répartition par pays de la fréquentation des Parcs à Thèmes depuis 2007 (%)

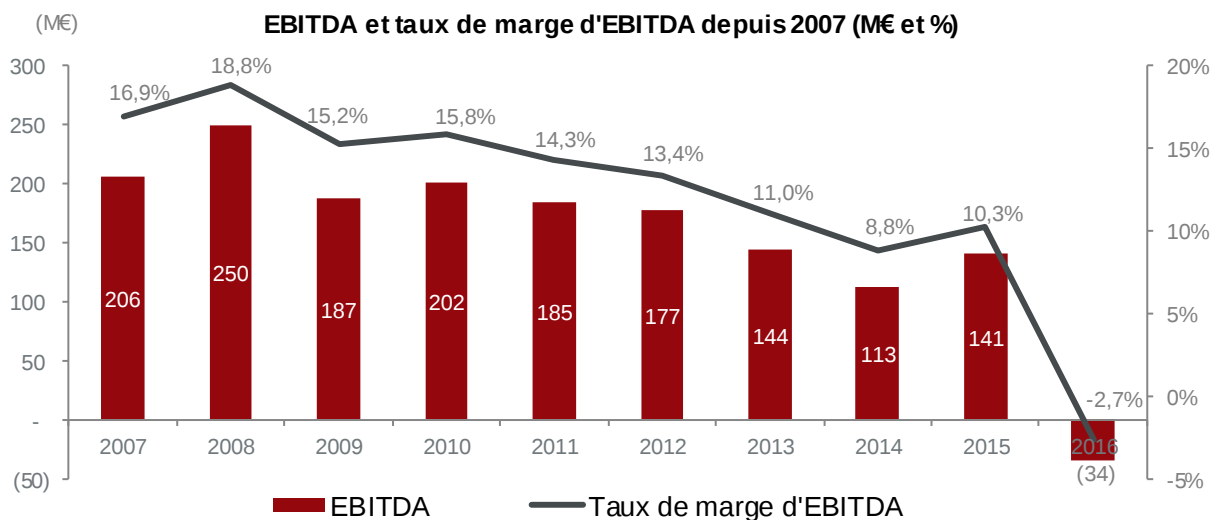


Sources : Documents de référence 2016, 2015, 2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009, 2008 et 2007.

La France occupe néanmoins une place majeure dans la répartition de la clientèle du Groupe puisqu'elle représente environ 50% de la fréquentation. Les visiteurs étrangers proviennent principalement d'Europe, et en particulier des pays frontaliers de la France.

4.3.4.2 Marge d'EBITDA

L'évolution de l'EBITDA, qui correspond à la marge opérationnelle avant prise en compte des dotations aux amortissements et provisions, se présente comme suit depuis 2007 :



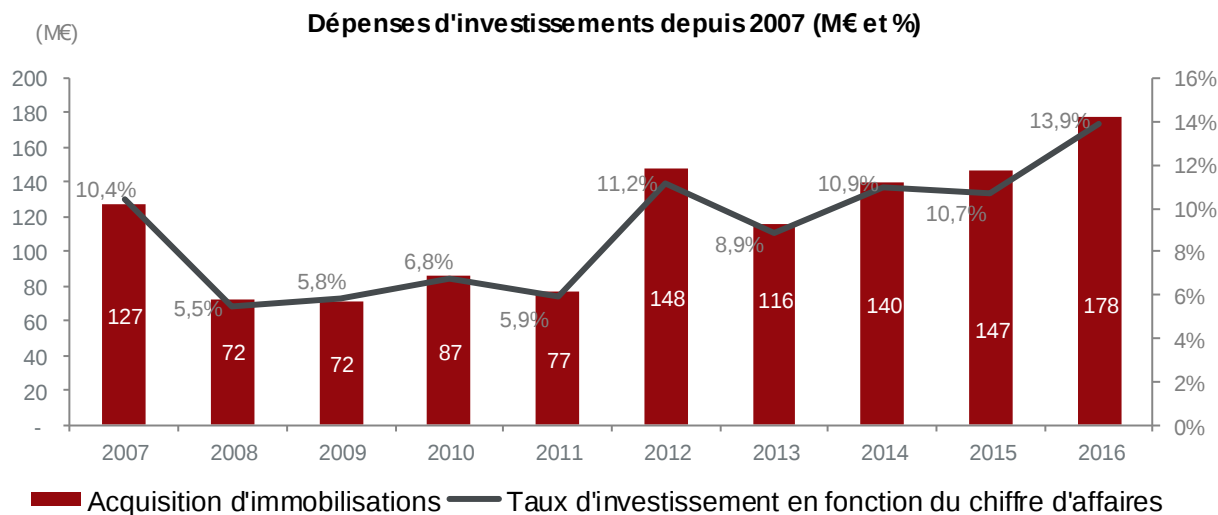
Sources : Documents de référence 2016, 2015, 2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009, 2008 et 2007.

Il ressort que le taux de marge d'EBITDA est en baisse constante depuis 2008, qui constitue une année record.

Plus particulièrement, l'EBITDA 2016 a été fortement impacté par la baisse de la fréquentation ainsi que par la hausse des coûts opérationnels reflétant les améliorations continues de l'expérience proposée aux visiteurs (incluant de nouveaux divertissements, des améliorations d'attractions et des rénovations d'hôtels), les coûts supplémentaires liés à la sécurité et les charges de personnel.

4.3.4.3 Investissements

L'évolution historique des dépenses d'investissements et du taux d'investissement par rapport au chiffre d'affaires se présente comme suit :



Sources : Documents de référence 2016, 2015, 2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009, 2008 et 2007.

Le Groupe s'est récemment engagé dans un plan d'investissement à long terme basé sur la rénovation de certains hôtels, le renouvellement de ses attractions et l'innovation. Les investissements constituent un axe essentiel de développement pour attirer de nouveaux visiteurs et faire face à la concurrence accrue dans le secteur des Parcs à Thèmes / Parcs d'attractions en Europe, où de nouveaux entrants sont attendus dans les années à venir, en particulier dans la région parisienne avec l'ouverture annoncée d'EUROPACITY en 2024.

Cette stratégie vise également à améliorer la qualité de l'expérience proposée aux visiteurs du site et à combler le manque d'investissements que le Groupe a connu par le passé.



4.4 Matrice SWOT

Les forces et faiblesses de la Société, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles elle est confrontée sur ses marchés, sont synthétisées dans la matrice ci-dessous :

Forces

- Leader européen en termes de fréquentation et première destination touristique d'Europe
- Accès durable à la marque Disney et son univers, reconnus dans le monde entier
- Soutien de la maison mère, TWDC
- Synergies entre les différentes activités de Disney (Parcs à Thèmes, Hôtels, Disney Village)
- Capacité de recrutement / attractivité
- Site très bien desservi pour ce qui concerne les transports (route, gare RER et TGV, aéroport)

Faiblesses

- Univers Disney impliquant des moyens opérationnels élevés
- Nécessité de réaliser chaque année des investissements importants pour répondre aux attentes des visiteurs et ne pas accumuler de retard par rapport aux concurrents
- Endettement élevé qui limite les marges de manœuvre, notamment en ce qui concerne les investissements
- Fréquentation des parcs et taux d'occupation des hôtels en baisse
- Sensibilité des visiteurs à la conjoncture économique, aux conditions météorologiques (moins favorables que pour les parcs Disney situés aux USA) et aux événements externes

Opportunités

- Localisation géographique permettant l'accès à un marché potentiel de plus de 300 millions de visiteurs résidant dans un rayon de 2 heures de transport
- Célébrations du 25^{ème} anniversaire du parc en 2017 qui devrait attirer de nombreux visiteurs
- Plan d'amélioration de l'expérience proposée aux visiteurs
- Investissements importants dans la rénovation des hôtels qui devraient impacter favorablement les taux d'occupation
- Développement de la réserve foncière (environ la moitié de l'emprise foncière restant à développer)

Menaces

- Forte concurrence entre les parcs à thèmes en Europe
- Environnement concurrentiel accru en région parisienne (nouveaux entrants potentiels et autres alternatives de loisirs)
- Survenance d'événements externes (attentats, Brexit) qui pourraient avoir un effet négatif à long terme sur la fréquentation du parc



5 Evaluation des actions de la société EURO DISNEY

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritères de la société EURO DISNEY exposée ci-après.

5.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

5.1.1 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, en effet, ni 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 30 septembre 2016 est négatif. Il s'établit à -118 M€, soit une valeur par action de -0,15 €.

5.1.2 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 les acquisitions et cessions constituent leur processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas ici.

Les Parcs à Thèmes et les hôtels d'EURO DISNEY constituent un ensemble intégré qui concourt à l'exploitation commerciale du site. En effet, le développement et l'exploitation des hôtels font partie intégrante de la stratégie commerciale et marketing des Parcs à Thèmes (offre packagée parc+hôtel, expérience des visiteurs dans l'univers Disney...). La rentabilité des hôtels est directement dépendante de la fréquentation des Parcs à Thèmes, ce qui induit que leur valeur ne peut être dissociée de la valeur des Parcs à Thèmes.

Nous précisons qu'il nous a été confirmé par la direction qu'une opération de *Sale and Lease back* n'est pas envisagée par la Société, laquelle apparaîtrait d'ailleurs difficilement réalisable voire théorique sans une garantie de TWDC. Néanmoins, nous avons réalisé une simulation sur la base des hypothèses de prix de vente des hôtels et des niveaux de loyers qui nous ont été communiqués par la Société. Il ressort qu'une telle opération ne créerait pas de valeur du simple fait de l'effet impôt et du poids des loyers qui obérerait significativement la rentabilité de la Société. La rétrocession d'une partie du revenu net avant impôt provenant de la cession des hôtels qui devrait être réalisée au profit du Gérant (ED S.A.S) en vertu d'une disposition statutaire d'EDA S.C.A aboutirait en outre à détruire de la valeur. Enfin, EURO DISNEY n'a pas vocation à détenir un portefeuille d'actifs immobiliers, autres que ceux nécessaires à l'exploitation du site. Les flux liés à l'exercice des droits fonciers (vente des terrains viabilisés principalement) ainsi que ceux liés à l'exploitation de Villages Nature et ceux perçus au travers des baux commerciaux et des baux à construction sont appréhendés au travers des flux d'exploitation et donc pris en



compte dans la méthode du DCF. Aucun autre actif immobilier hors exploitation qui serait susceptible d'être réévalué n'a été identifié.

Cette méthode n'a donc pas été retenue.

5.1.3 La valeur de rendement (capitalisation du dividende)

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.

EURO DISNEY n'ayant pas distribué de dividende depuis l'exercice 1993 en raison de ses résultats déficitaires, et n'ayant pas non plus annoncé de prévisions en matière de distribution, cette méthode ne sera pas retenue.

5.1.4 Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans un contexte où la Société, même déficitaire, a le soutien de TWDC nécessaire au maintien de ses activités en continuité d'exploitation.

5.2 Méthodes d'évaluation retenues

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

- L'analyse des cours de bourse de la société EURO DISNEY ;
- La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ;
- Les transactions récentes intervenues sur le capital d'EURO DISNEY ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables.

A titre d'information, nous présentons également :

- Les objectifs de cours de bourse des analystes ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des transactions comparables.

5.2.1 Cours de bourse

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

La société est cotée sur le compartiment B d'EURONEXT PARIS (Code ISIN FR0010540740).

Sur la base des informations qui ressortent du tableau présenté au paragraphe §1.1.2, la part du capital flottant ressort à 13,3%, hors actions auto-détenues et hors actions détenues par la SAS le PRINCE AL WALEED (KH), actionnaire historique d'EURO DISNEY avant la cession de 90% de sa participation à TWDC en février 2017 (cf. §4.3.1).

Sur la base du dernier cours de bourse avant annonce de l'Offre, soit au 9 février 2017 (l'annonce est intervenue le vendredi 10 février 2017), les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après désignés CMPV), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

Euro Disney SCA - 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	
						Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (9/2/2017)	1,20	40,38	40,38	48,46	48,46	0,01 %	0,01 %	0,04 %	0,04 %
CMPV 1 mois	1,22	49,91	1 147,96	60,79	1 398,12	0,01 %	0,15 %	0,05 %	1,10 %
CMPV 60 jours	1,18	50,80	1 574,66	61,54	1 907,66	0,01 %	0,20 %	0,05 %	1,51 %
CMPV 6 mois	1,18	117,88	15 442,38	138,78	18 180,03	0,02 %	1,97 %	0,11 %	14,83 %
CMPV 12 mois	1,20	90,13	23 344,40	108,17	28 016,81	0,01 %	2,98 %	0,09 %	22,41 %
CMPV 24 mois	1,26	492,57	253 673,21	619,18	318 878,48	0,06 %	32,39 %	0,48 %	246,76 %

(1) : Calculé sur la base du nombre d'actions en circulation fourni par Capital IQ.

Sources : Capital IQ et analyse Finexsi.

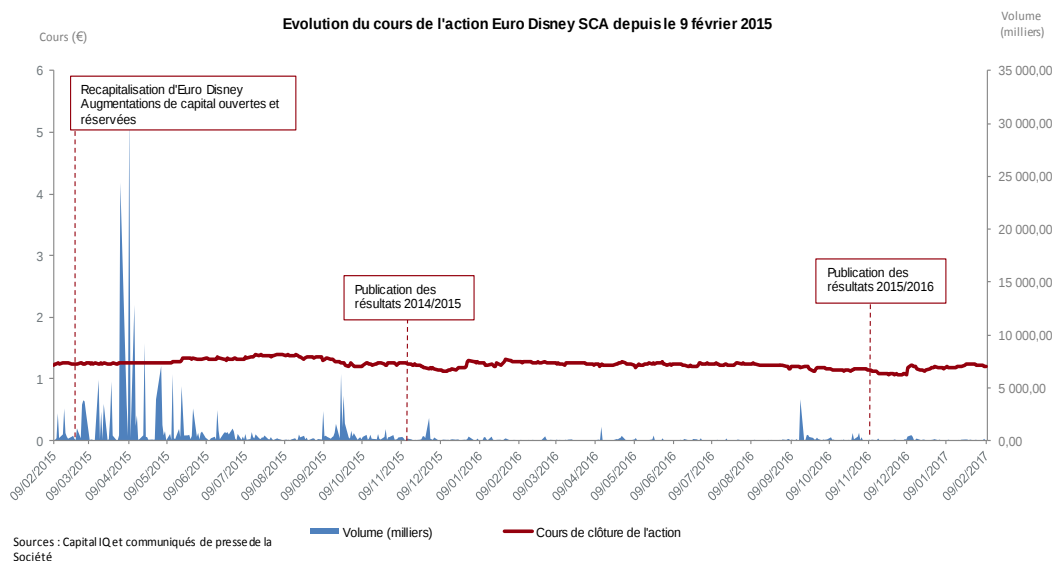
Sur les 12 derniers mois (antérieurs au 9 février 2017), le volume des actions EURO DISNEY échangées est de 23.344,4 milliers d'actions (soit environ 90,1 milliers d'actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 22,41%.

Sur 24 mois d'observation, le volume d'actions échangées passe à 253.673,21 milliers (représentant environ 492,6 milliers d'actions par jour de cotation) et correspond à une rotation du capital flottant de 246,76%. Ces chiffres ne sont néanmoins pas représentatifs de la liquidité du titre puisque les volumes échangés ont été affectés par l'offre publique obligatoire de 2015 (cf. §4.3.1).

Le cours de bourse apparaît peu représentatif de la valeur, en raison notamment d'un flottant limité et d'une liquidité du titre peu importante au cours des 12 derniers mois. Le cours de bourse a peu évolué, restant aux alentours de 1,25 € (prix proposé dans l'Offre Publique obligatoire de 2015) sur les 2 années ayant précédé l'annonce de la présente opération, sans réaction apparente aux événements de marché et en particulier à la publication des résultats 2016 ayant fait apparaître une perte de 858 M€ (Cf. ci-après).

Cependant, le critère du cours de bourse doit, selon nous, tout de même être examiné comme un critère pertinent, en particulier dans la perspective d'un éventuel Retrait Obligatoire.

Le cours de bourse de l'action EURO DISNEY a évolué comme suit sur les 24 derniers mois :



5.2.2 Actualisation des flux de trésorerie futurs (ou DCF¹⁶)

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 et aux caractéristiques d'EURO DISNEY.

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 d'EURO DISNEY sur la période 2017-2026. Les principales hypothèses du plan d'affaires figurent au paragraphe 5.4.1.2 présentant la mise en œuvre du critère du DCF.

Le plan d'affaires intègre, d'une part, les perspectives de l'activité tourisme, en ce compris les loyers relatifs à certains actifs loués, ainsi que celles de l'activité développement immobilier.

Nous avons examiné, avec les experts immobiliers, les hypothèses retenues à ces différents titres dans le plan d'affaires.

Les flux de trésorerie ont été actualisés au coût des fonds propres, déterminé en fonction des caractéristiques d'EURO DISNEY.

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.

¹⁶ Discounted Cash-Flows.



5.2.3 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 EURO DISNEY, une cession hors marché d'un bloc de 9,0% du capital de la Société est intervenue le 15 février 2017, ce qui constitue une référence directe et représentative.

5.2.4 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 ces activités. L'EBITDA étant calculé avant les dotations aux amortissements et pensions, il permet de limiter l'impact des distorsions résultant des politiques d'investissement différentes entre les sociétés de l'échantillon.

Nous avons appliqué aux EBITDA 2017e et 2018e d'EURO DISNEY issus du plan d'affaires, les multiples observés sur les mêmes périodes pour l'échantillon des comparables.

5.2.5 Objectifs de cours de bourse des analystes (à titre informatif)

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

Les titres d'EURO DISNEY ne font pas l'objet d'un suivi régulier de la part de plusieurs analystes, puisque seul ODDO publie un objectif de cours. Dans ces conditions, nous ne présentons cette méthode qu'à titre informatif.

5.2.6 Transactions comparables (à titre informatif)

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.

Compte tenu du peu d'informations publiques disponibles sur des transactions comparables intervenues récemment dans le secteur, cette méthode est présentée à titre informatif.

5.3 Données de référence de la Société Euro Disney

5.3.1 Nombre de titres de référence retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 23 février 2017 (soit 783.364.900 actions), diminué du nombre d'actions auto-détenues à cette même date dans le cadre d'un contrat de liquidité (soit 190.441 actions).

Il n'existe pas d'instrument potentiellement dilutif en circulation.

Le nombre total d'actions retenu ressort ainsi à 783.174.459.

5.3.2 Dette financière nette

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière de la société EURO DISNEY tels qu'ils sont estimés à la date du 31 mars 2017 par la Société.

La dette financière nette estimée au 31 mars 2017 a été déterminée comme suit :

EURO DISNEY SCA - Dette financière nette ajustée

<i>En M€</i>	<i>31/03/2017</i>
Emprunt à long terme TWDC	(983,0)
Ligne de crédit TWDC	(195,0)
Emprunt de TWDC à Centre de Congrès Newport	(12,0)
Emprunts sur locations financement	(10,0)
Dettes Financières	(1 200,0)
Trésorerie	75,0
Trésorerie de la société Ad'hoc ⁽¹⁾	15,0
Trésorerie et équivalents de trésorerie	90,0
Dette Financière Nette	(1 110,0)
Engagements retraite après impôts	(55,7)
Provision pour risques et charges après impôts	(21,7)
Provisions pour financement des sociétés mises en équivalence	(16,0)
Intérêts minoritaires Centre des congrès	(10,0)
Déficits fiscaux reportables (actualisés)	156,8
Quote-part de résultat dans les sociétés mises en équivalence (actualisés)	103,0
Créances envers les sociétés mises en équivalence	36,0
Prêt à SNC Nature hébergements	6,0
Dette Financière Nette Ajustée	(911,6)

Source : Comptes consolidés prévisionnels au 31/03/2017 communiqués par la Société et analyse Finexsi.

⁽¹⁾ Centre de Congrès Newport S.N.C., une société de financement ad hoc consolidée.



Hormis les dettes financières, la trésorerie et les engagements de retraite qui n'appellent pas de commentaire particulier, nous avons inclus dans l'endettement net les principaux éléments suivants :

- Les provisions à caractère de dettes après impôts (21,7 M€) correspondant aux provisions pour risques et charges telles qu'estimées par la Société et devant entraîner une sortie de trésorerie ;
- Les engagements de financement des sociétés mises en équivalence (16 M€), à savoir Villages Nature ;
- Les intérêts minoritaires du Centre des Congrès pour 10 M€, étant précisé que les intérêts minoritaires dans EURO DISNEY ASSOCIES S.C.A, s'élevant à 18%, ont été évalués sur la base des valeurs extériorisées par les différents méthodes d'évaluation mises en œuvre ;
- Les déficits fiscaux reportables pour 156,8 M€. Ces déficits fiscaux (2,7 Mds€ en base au 30 septembre 2016) ont fait l'objet d'une actualisation en fonction de leur horizon de consommation probable. Ces déficits n'ont par conséquent pas été intégrés dans les flux du DCF ;
- L'estimation, à la valeur de marché, de la quote-part de résultat dans les sociétés mises en équivalence (Villages Nature) sur la base du plan d'affaires de la Société, en tenant compte d'une période d'extrapolation jusqu'en 2030 (cf. §5.4.1.2) et d'un flux à l'infini (103 M€) ;
- Les créances envers les sociétés mises en équivalence (36 M€).

Après retraitements, la dette financière nette ajustée ressort à 911,6 M€¹⁷.

¹⁷ L'effet du waiver accordé par TWDC a été intégré directement dans les flux du DCF, raison pour laquelle il n'a pas été retenu dans notre calcul de la dette financière nette. Nous précisons par ailleurs qu'il n'existe aucune clause de retour à meilleure fortune permettant à TWDC d'obtenir le paiement, dans le futur, des montants visés par le waiver. Ces montants sont définitivement abandonnés et n'engendrent aucun passif vis-à-vis de TWDC.

5.4 Mise en œuvre de la valorisation de la Société Euro Disney

5.4.1 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

5.4.1.1 La référence au cours de bourse

Nous présentons ci-dessous les cours de bourse moyens pondérés par les volumes au 9 février 2017, dernier jour de bourse avant l'annonce de l'Offre :

Euro Disney S.C.A - Analyse du cours de bourse

	Cours	Prime induite par le prix de l'offre de 2,00 €
Cours spot au 9 février 2017	1,20 €	66,7%
CMPV* 1 mois	1,22 €	64,2%
CMPV 60 jours	1,18 €	69,4%
CMPV 6 mois	1,18 €	69,9%
CMPV 12 mois	1,20 €	66,6%
CMPV 24 mois	1,26 €	59,1%
Cours le plus haut sur 12 mois ⁽¹⁾	1,28 €	56,3%
Cours le plus bas sur 12 mois ⁽²⁾	1,06 €	88,7%
Cours le plus haut sur 24 mois ⁽³⁾	1,39 €	43,9%
Cours le plus bas sur 24 mois ⁽⁴⁾	1,06 €	88,7%

Source : Capital IQ, analyse Finexsi.

*CMPV : cours moyen pondéré par les volumes.

⁽¹⁾ Le 29 février 2016.

⁽²⁾ Le 5 décembre 2016.

⁽³⁾ Le 18 août 2015

⁽⁴⁾ Le 5 décembre 2016.

Sur les 24 derniers mois, le cours de bourse de la société EURO DISNEY a fluctué entre 1,06 € et 1,39 € par action. Le cours de bourse d'EURO DISNEY n'a ainsi jamais atteint le prix de l'Offre au cours de cette période.

Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 66,7 % par rapport au cours spot du 9 février 2017 et des primes de 64,2 % à 69,4 % par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 mois et 60 jours.

5.4.1.2 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Un plan à 3 ans a été élaboré et présenté au Conseil de Surveillance du 9 novembre 2016. Celui-ci a servi de base à l'établissement du plan d'affaires (établi sur une durée plus longue) utilisé pour les *impairment* tests réalisés à la clôture de l'exercice 2016 et ayant conduit à la comptabilisation d'une dépréciation des actifs immobilisés de 565 M€ dans les comptes consolidés.

Ce plan d'affaires a ensuite fait l'objet d'une actualisation en février 2017 pour tenir compte de perspectives moins favorables qu'attendu à la clôture de l'exercice 2016. La principale différence entre ces deux plans d'affaires concerne une diminution de l'EBITDA 2018 à hauteur de 36 M€,



principalement du fait d'un chiffre d'affaires en baisse de 30 M€ et de l'augmentation des charges opérationnelles de 9 M€.

Nous avons mené nos travaux sur la base de ce dernier plan d'affaires établi sur la période 2017-2026, par la direction de la Société.

Il a été construit selon une approche « *bottom-up* » et repose sur les prévisions de fréquentation des Parcs à Thèmes et des Hôtels en fonction des événements majeurs organisés par EURO DISNEY (25^{ème} et 30^{ème} anniversaires), de la mise en service d'une nouvelle attraction et de la présentation de nouveaux spectacles.

Les principales hypothèses structurantes de ce plan d'affaires 2017-2026 peuvent être résumées comme suit :

- Une modélisation du rattrapage de la fréquentation des Parcs à Thèmes sur les premières années du plan d'affaires, permettant à EURO DISNEY de retrouver un niveau de fréquentation comparable à celui précédant les attentats, en 2021 ;
- un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 4% sur la période ;
- une marge d'EBITDA en croissance, atteignant 11,3% en fin de période (2026) et extrapolée par nos soins à 15% en 2030¹⁸ ;
- la prise en compte :
 - des contrats en cours notamment avec les entités du groupe TWDC, qui sont une hypothèse structurante de la valorisation, mais également du waiver¹⁹, portant sur les redevances de licence et la rémunération du Gérant, accordé par TWDC, pour les années contractuellement prévues de 2017 et 2018 ;
 - des flux d'exploitation des Hôtels EURO DISNEY situés sur le site des Parcs à Thèmes ;
 - des flux liés à la vente des terrains sur lesquels EURO DISNEY dispose d'un droit foncier et représentant une marge brute de 104,5 M€ jusqu'en 2026. Ces flux sont maintenus dans l'extrapolation jusqu'en 2030 ainsi que dans le flux terminal et sont donc valorisés à l'infini ;
 - des loyers perçus par EURO DISNEY au titre des baux à construction et des baux commerciaux. Ces loyers sont maintenus dans l'extrapolation jusqu'en 2030 ainsi que dans le flux terminal et sont donc valorisés à l'infini ;
 - d'un programme d'investissements importants relatifs notamment à des rénovations d'hôtels et d'attractions, au développement d'une nouvelle attraction majeure en 2024 et à une mise à niveau de l'infrastructure IT pour un montant cumulé de 2,1 Md€ jusqu'en 2026.

¹⁸ Cf. ci-après nos développements sur l'extrapolation du plan d'affaires de la Société.

¹⁹ TWDC a accepté, en novembre 2016, de renoncer de manière définitive au paiement de deux années de redevances de licence et de rémunération de la gérance à compter du quatrième trimestre de l'exercice 2016 pour un montant global de 178 M€ avant impôts et effet actualisation, soit 21 M€ au titre du 4^{ème} trimestre 2016, 88 M€ au titre de l'exercice 2017 (12 mois) et 69 M€ au titre des 9 premiers mois de l'exercice 2018.



Ce plan d'affaires se caractérise donc par une progression marquée du chiffre d'affaires ainsi que par une amélioration constante du taux de marge, de 11,3% puis jusqu'à 15% en 2030 et au-delà, soit à des niveaux déjà atteints par le passé mais inférieurs aux niveaux records de 2002 (22%) et de 2008 (19% environ), ce qui nous semble une hypothèse volontariste dans le contexte actuel, mais cohérente avec le plan d'investissement engagé.

En outre, nous avons examiné avec les experts immobiliers la cohérence des montants de loyers retenus pour les baux commerciaux et les baux à construction, des hypothèses de renouvellement et des éventuels aléas positifs. Leurs conclusions ne remettent pas en cause les éléments intégrés dans le plan d'affaires. Concernant la valeur à terme des baux à construction, en raison d'horizons lointains de certains baux significatifs (le terme de certains baux relatifs à des hôtels excède 2100), la valeur actuelle des constructions dont EURO DISNEY deviendra propriétaire est in fine relativement faible.

Extrapolation du plan d'affaires

Afin d'appréhender la pleine valeur de la Société, nous avons procédé à une extrapolation du plan d'affaires sur la période 2027-2030, en modélisant une amélioration de la marge d'EBITDA jusqu'à 15% en 2030. Ce niveau de marge a historiquement été atteint par la Société (cf. § 4.3.4.2) mais reste néanmoins sensiblement supérieur à la performance moyenne de ces 10 dernières années.

Détermination des flux

- Variation du Besoin en Fonds de Roulement

La variation du Besoin en Fonds de Roulement a été modélisée selon les informations communiquées par le management.

- Investissements (ou CAPEX)

Les investissements retenus dans le plan d'affaires représentent un montant cumulé de 2,1 Md€ sur la période. Ils intègrent notamment la rénovation de 2 hôtels et d'attractions ainsi qu'une nouvelle attraction majeure en 2024.

Prévisions d'investissements d'Euro Disney 2017-2026

Destination	M€
Hôtels / Disney Village	1 064
IT	233
Attractions / Evénements	754
Autres	17
Total	2 069

Il est précisé à ce titre que la Société a réalisé un scénario alternatif dans lequel les investissements seraient inférieurs d'environ 400 M€ au montant indiqué ci-dessus. Ce scénario conduirait selon elle à une forte baisse de la fréquentation à horizon 2025 en raison d'une « expérience visiteurs » en-deçà de celle proposée par les parcs concurrents et, corrélativement, à une baisse très significative de la rentabilité d'EURO DISNEY. Ce scénario, moins favorable, n'a pas fait l'objet d'une évaluation dans le cadre du présent rapport.



- Impôts sur les sociétés

L'impôt sur les sociétés a été retenu au taux de 34,4% sur les premières années du plan d'affaires, puis au taux de 28,9% à compter de 2021, conformément à la loi de finance votée en 2016.

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. L'économie d'impôt liée à la consommation des déficits reportables n'est par conséquent pas intégrée dans les flux.

Flux normatif et valeur terminale

Le flux normatif a été construit sur la base d'une marge opérationnelle en ligne avec celle de la dernière année de l'horizon explicite (15%), ce qui apparaît volontariste.

Un taux de croissance à l'infini de 2% a été appliqué au flux normatif, ce qui apparaît dans la fourchette haute des taux de croissance long terme actuellement observés en matière d'évaluation financière.

Le flux terminal intègre par ailleurs les flux liés à la vente des terrains sur lesquels EURO DISNEY dispose d'un droit foncier, et ce malgré l'extinction de ces droits prévue en 2030²⁰.

Les investissements intégrés dans le flux normatif sont inférieurs à ceux retenus sur l'horizon explicite du plan d'affaires et correspondent aux estimations à long terme communiquées par le management.

Taux d'actualisation

Comme indiqué ci-avant, nous avons retenu le coût des fonds propres de la Société pour actualiser les flux de trésorerie futurs en raison de sa situation financière dégradée rendant le recours à l'endettement sur le marché délicat, et d'un endettement cible de la Société considéré comme nul dans la mesure où il nous a été indiqué que la majeure partie, voire la totalité, de l'augmentation de capital d'1,5 Md€ prévue à l'issue de la présente Offre serait affectée au remboursement de la dette envers TWDC, selon des modalités qui restent à finaliser.

Ce coût a été estimé à 8,1% sur la base :

- d'un taux sans risque de 0,90% correspondant au taux moyen OAT TEC 10 (moyenne 3 mois calculée au 8 mars 2017 - Source : Banque de France) ;
- d'une prime de risque de 6,93% (moyenne 1 an de la prime de risques générale Associés en Finance et analyses Finexsi) ;
- d'un bêta désendetté des comparables de 0,75 (Source : Capital IQ) ;
- d'une prime de risque spécifique de 2% que l'on peut considérer comme faible au regard de la moindre taille de la Société par rapport aux références considérées pour établir le taux

²⁰ Voir nos développements relatifs aux aléas et analyses de sensibilités (§ 6).

d'actualisation (capitalisation boursière moyenne des comparables de 4,4 Md€) d'une part, et du risque d'exécution du plan d'affaires, dans un environnement général très incertain (risque d'attentats, risques macro-économiques,...) d'autre part.

Les flux financiers ont été actualisés au 31 mars 2017, en cohérence avec la dette financière nette calculée à cette même date.

Calculs de valorisation

Sur ces bases, la valeur d'entreprise ressort à 981 M€, dont plus de 93% résulte de la valeur terminale au-delà de l'horizon explicite. Compte tenu de la dette financière ajustée, le montant des fonds propres (à 100%) s'établit à 69 M€ et à 57 M€ en tenant compte des 18% d'intérêts minoritaires dans EURO DISNEY ASSOCIES S.C.A., soit une valeur par action EURO DISNEY de 0,07 €.

Les sensibilités de la valeur par action EURO DISNEY 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 à +0,5 point par pas de 0,25 points), sont présentées ci-après :

Euro Disney - Test de sensibilité sur la valeur par action

		Coût des fonds propres				
		7,60%	7,85%	8,1%	8,35%	8,60%
Taux de croissance à l'infini	1,50%	0,16	0,07	0,00	-0,08	-0,14
	1,75%	0,20	0,11	0,03	-0,04	-0,11
	2,00%	0,25	0,16	0,07	-0,01	-0,08
	2,25%	0,31	0,21	0,12	0,03	-0,04
	2,50%	0,37	0,26	0,16	0,08	-0,01

Les sensibilités de la valeur par action EURO DISNEY à une variation du taux de marge d'EBITDA retenu dans le flux normatif, et donc reproduit à l'infini, (de +2 points) sont présentées ci-après :

Euro Disney - Test de sensibilité sur la valeur par action

		Coût des fonds propres
		8,1%
Taux marge d'EBITDA à l'infini	15,0%	0,07
	15,5%	0,12
	16,0%	0,18
	16,5%	0,23
	17,0%	0,28

Il convient de relever que le taux de 17% de marge d'EBITDA est proche des plus hauts réalisés par la société au cours des 10 dernières années (plus haut à 18,8% en 2008 puis 16,9% en 2007). Il apparaît donc très favorable à la valeur de maintenir ce taux de 17% à l'infini.



Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs comprises entre -0,04 € (valeur basse de la sensibilité coût des fonds propres / taux de croissance à l'infini) et 0,28 € (valeur haute de la sensibilité au taux de marge d'EBITDA à l'infini) par action EURO DISNEY selon la méthode du DCF, soit une prime de 614% sur la fourchette haute. La valeur centrale, soit 0,07 € par action EURO DISNEY, extériorise une prime de 2.757%.

5.4.1.3 Transaction récente intervenue sur le capital de la Société

Concomitamment à l'annonce de la présente Offre, TWDC, via sa filiale EDL HOLDING COMPANY LLC, a acquis hors marché un bloc de 9% du capital d'EURO DISNEY auprès de KH. Les conditions d'acquisition de ce bloc sont semblables à celles qui seront proposées aux autres actionnaires minoritaires, à savoir un prix de 2,00 € par action, étant précisé les actions EURO DISNEY cédées ont été rémunérées en actions TWDC sur la base du cours de clôture de cette dernière (110,33 \$) et du taux de change €/€ (1,0623 €/€) au 14 février 2017.

L'analyse du cours de bourse de TWDC montre que l'action TWDC cote actuellement sur des niveaux proches de ses plus hauts historiques. Par ailleurs, l'étude des notes d'analystes qui suivent la valeur fait ressortir un objectif de cours moyen de 114,8 \$²¹. Par conséquent, aucun *upside* majeur ne semble probable à court terme, indépendamment de l'exposition au taux de change.

Nous relevons également que, le bloc d'actions TWDC remis à KH en paiement représente environ 28% des volumes traités sur la séance de bourse du jour de cette transaction, ce qui n'apparaît pas suffisant pour influencer notablement l'évolution du cours de bourse de TWDC. Ce bloc n'étant contraint par aucune clause de lock-up, il bénéficie d'un accès à la liquidité.

Le « Block Trade Agreement » signé par les parties le 10 février 2017 ne fait donc apparaître à notre avis aucune disposition de nature à remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires²².

Le prix de 2,00 € par action constitue donc une référence de valorisation des titres de la société EURO DISNEY, dans le cadre de l'Opération, dès lors que l'Offre vise précisément à donner accès à la liquidité aux autres actionnaires.

²¹ Notes d'analystes publiées entre le 19 janvier et le 14 février 2017.

²² Le « Block Trade Agreement » prévoit uniquement un ajustement du prix payé à KH en cas de relèvement du prix de 2,00 € proposé aux actionnaires minoritaires dans le cadre de la présente Offre Publique.

5.4.1.4 Comparables boursiers

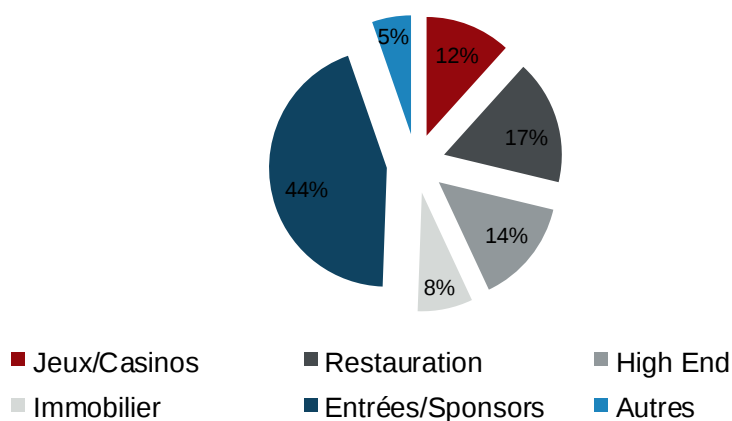
5.4.1.4.1 Multiples observés sur les sociétés cotées comparables

Compte tenu des spécificités d'EURO DISNEY et du marché sur lequel la Société évolue, il n'existe pas de société qui lui soit pleinement comparable, en particulier en termes de mix-métiers et de répartition géographique des activités. Nous avons cependant retenu les sociétés cotées suivantes dans le secteur de l'exploitation de parcs à thèmes :

- **TIVOLI A/S.** : Société danoise cotée à la bourse de Copenhague. La société gère à Copenhague le parc d'attractions TIVOLI GARDEN, l'un des plus vieux parcs d'attraction au monde, qui accueille annuellement plus 4 millions de visiteurs²³.

En 2015, la société a enregistré un chiffre d'affaires de 126 M€ et généré un EBITDA de 22 M€.

Répartition du chiffre d'affaires 2015 par activité



Source : rapport annuel de la société

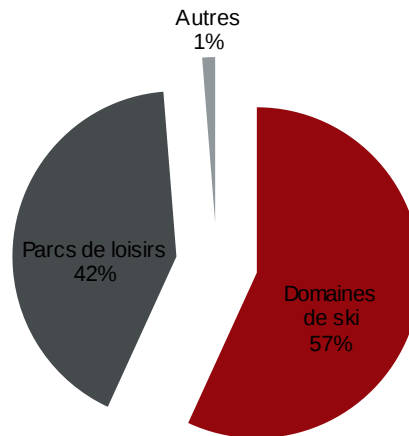
- **COMPAGNIE DES ALPES SA** : Société française cotée à la bourse de Paris. La société est spécialisée dans l'exploitation de domaines skiables et de parcs d'attractions, parmi lesquels le FUTUROSCOPE, le PARC ASTERIX ou les parcs WALIBI. La société compte 11 des plus grands domaines skiables en France, 9 parcs de loisirs en Europe, ainsi que 5 parcs Indoor dans le monde autour de la marque GREVIN.

En 2016, la société a enregistré un chiffre d'affaires de 720 M€ et généré un EBITDA de 156 M€.

²³ Nous ne disposons pas de données de consensus pour les estimations portant sur les chiffres d'affaires et les EBITDA de TIVOLI, raison pour laquelle les multiples de ce comparable ne sont pas présentés.



Répartition du chiffre d'affaires 2016 par activité

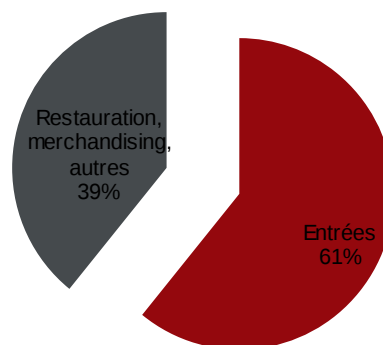


Source : rapport annuel de la société

- **SEAWORLD ENTERTAINMENT** : Société américaine cotée à la bourse de New York. La société implantée aux Etats-Unis est spécialisée dans les parcs aquatiques et autres parcs à thèmes. Elle détient notamment les marques SEAWORLD, SHAMU et BUSCH GARDENS. La société compte 12 sites, exclusivement aux Etats-Unis dont 5 en Floride, qui ont accueilli 22 millions de visiteurs en 2016.

En 2016, la société a enregistré un chiffre d'affaires de 1.273 M€ et généré un EBITDA de 257 M€.

Répartition du chiffre d'affaires 2016 par activité

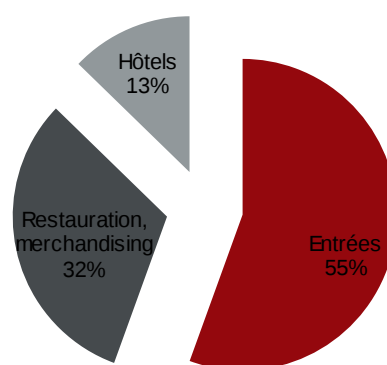


Source : rapport annuel de la société

- **CEDAR FAIR LP** : Société américaine cotée à la bourse de New York. La société est propriétaire et gestionnaire de 11 parcs d'attractions, dont 10 aux Etats-Unis et 1 au Canada. Ses parcs ont accueilli en 2016 plus de 25 millions de visiteurs.

En 2016, la société a enregistré un chiffre d'affaires en 2016 de 1.221 M€ et généré un EBITDA de 437 M€.

Répartition du chiffre d'affaires 2016 par activité

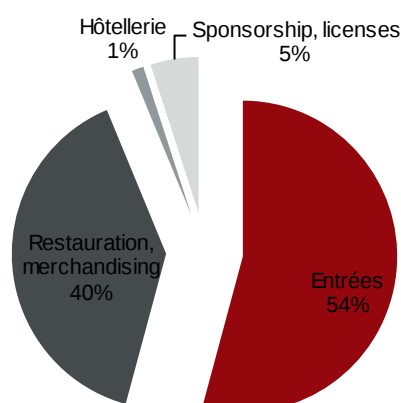


Source : rapport annuel de la société

- **SIX FLAGS ENTERTAINMENT CORPORATION** : Société américaine cotée à la bourse de New York. SIX FLAGS ENTERTAINMENT est une chaîne de parcs de loisirs américaine localisée en Amérique du Nord. La Société gère et exploite 18 parcs, dont 16 aux Etats-Unis, 1 au Canada (Montréal) et 1 au Mexique (Mexico).

En 2016, la société a enregistré un chiffre d'affaires de 1.250 M€ et généré un EBITDA de 406 M€.

Répartition du chiffre d'affaires 2016 par activité



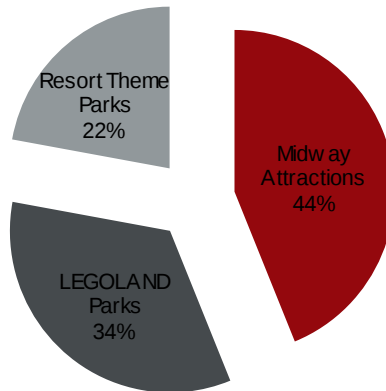
Source : rapport annuel de la société

- **MERLIN ENTERTAINMENTS PLC** : Société britannique cotée à la bourse de Londres. La société fait partie des leaders européens du secteur des loisirs. La Société est propriétaire des marques MADAME TUSSAUDS, SEALIFE et LEGOLAND. La société exploite également 6 parcs à thème *resorts*, dont le parc d'attractions GARDALAND en Vénétie.

En 2016, la société a enregistré un chiffre d'affaires de 1.704 M€ et généré un EBITDA de 527 M€.



Répartition du chiffre d'affaires 2016 par activité

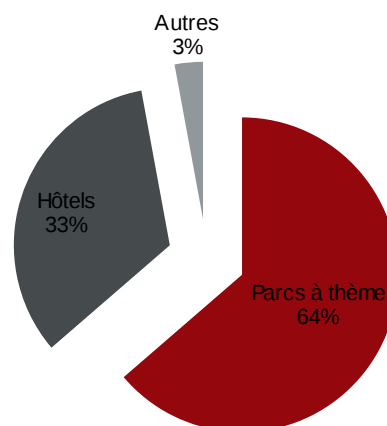


Source : rapport annuel de la société

- **ORIENTAL LAND CO, LTD** : Société japonaise cotée à la bourse de Tokyo. La société est l'exploitant des parcs d'attractions TOKYO DISNEYLAND et TOKYO DISNEYSEA qui ont accueilli une trentaine de millions de visiteurs en 2016. La société exploite également plusieurs hôtels au Japon : 4 DISNEY HOTELS (à proximité des parcs et du DISNEY RESORT) et 4 BRIGHTON HOTELS, (deux à Kyoto, un à Osaka, et le dernier à proximité des parcs). La société gère également et entre autres le complexe commercial IKSPIARI et la ligne de chemin de fer DISNEY RESORT LINE qui dessert les différentes entités du complexe TOKYO DISNEY RESORT.

En 2016, la société a enregistré un chiffre d'affaires de 3.776 M€ et généré un EBITDA de 1.165 M€.

Répartition du chiffre d'affaires 2016 par activité

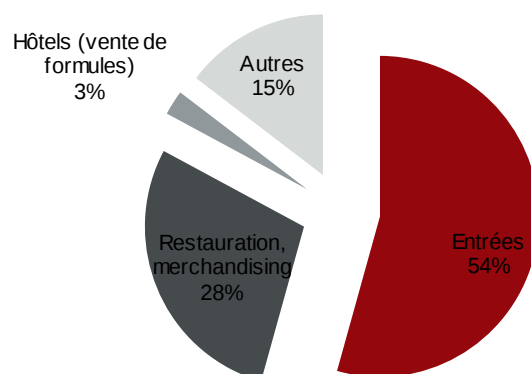


Source : rapport annuel de la société

- **PARQUES REUNIDOS SERVICIOS CENTRALES, SA** : Société espagnole cotée à la bourse de Madrid. La société gère 61 entreprises de loisirs (parcs de loisirs, parcs d'attractions, parcs aquatiques, parcs zoologiques, aquariums, et centres de divertissement familial) dans 17 pays, en Europe et en Amérique (Etats-Unis et Argentine) ainsi qu'à Dubaï et au Vietnam. L'ensemble des parcs de la société accueille environ 20 millions de visiteurs par an.

En 2016, la société a enregistré un chiffre d'affaires de 579 M€ et généré un EBITDA de 181 M€.

Répartition du chiffre d'affaires 2016 par activité



Source : rapport annuel de la société

Les perspectives de croissance du chiffre d'affaires, d'EBITDA et les prévisions de taux de marge d'EBITDA sont les suivantes :

Perspectives de croissance et de rentabilité des sociétés cotées comparables

	Croissance CA			Croissance EBITDA			Marge d'EBITDA	
	2016-2017	2017-2018	2018-2019	2016-2017	2017-2018	2018-2019	2017e	2018e
Tivoli A/S	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Compagnie des Alpes SA	3,3%	3,0%	1,3%	24,1%	5,3%	1,7%	26,1%	26,7%
SeaWorld Entertainment, Inc.	2,4%	1,9%	1,7%	33,1%	9,7%	1,4%	26,2%	28,2%
Cedar Fair, L.P.	4,9%	4,1%	3,8%	10,6%	4,8%	4,7%	37,8%	38,0%
Six Flags Entertainment Corporation	7,2%	5,0%	4,2%	31,4%	7,1%	4,5%	39,8%	40,6%
Merlin Entertainments plc	13,6%	-2,9%	10,3%	9,5%	12,5%	8,1%	29,8%	34,6%
Oriental Land Co., Ltd.	3,5%	0,9%	6,9%	4,8%	0,6%	10,6%	31,2%	31,1%
Parques Reunidos Servicios Centrales, S.A.	10,1%	5,6%	4,8%	14,2%	9,9%	6,6%	32,5%	33,8%
Moyenne	6,4%	2,5%	4,7%	18,2%	7,1%	5,4%	31,9%	33,3%
Médiane	4,9%	3,0%	4,2%	14,2%	7,1%	4,7%	31,2%	33,8%

Source: Capital IQ

Les taux de croissance attendus du chiffre d'affaires et de l'EBITDA pour l'échantillon de comparables boursiers sont globalement inférieurs à ceux d'EURO DISNEY. En revanche, les taux de marge d'EBITDA d'EURO DISNEY sont sensiblement inférieurs à ceux de l'échantillon.

Nous obtenons ainsi les multiples suivants sur la base des agrégats estimés issus des consensus d'analystes pour 2017e et 2018e :

Multiples observés sur les sociétés comparables

En K€	Capitalisation boursière	Valeur d'Entreprise	Multiples d'EBITDA	
			2017e	2018e
Tivoli A/S	379 748	396 238	n/a	n/a
Compagnie des Alpes SA	466 409	887 070	4,6x	4,3x
SeaWorld Entertainment, Inc.	1 555 678	2 985 982	8,9x	8,1x
Cedar Fair, L.P.	3 420 523	4 753 426	10,0x	9,5x
Six Flags Entertainment Corporation	5 139 984	7 004 393	13,4x	12,5x
Merlin Entertainments plc	5 606 639	6 789 153	12,0x	10,6x
Oriental Land Co., Ltd.	17 521 726	15 992 665	12,9x	12,8x
Parques Reunidos Servicios Centrales, S.A.	1 258 408	1 800 963	8,7x	7,9x
Moyenne			10,1x	9,4x
Médiane			10,0x	9,5x

Source : Capital IQ

Capitalisation boursière au 17/03/2017 sur la base du cours moyen pondéré 3 mois

5.4.1.4.2 EBITDA de référence de la Société

Nous avons appliqué les multiples moyens 2017 et 2018 aux prévisions d'EBITDA, hors waiver, de l'année correspondante, issues du plan d'affaires établi par le management de la Société. L'impact positif du waiver pour chacune de ces 2 années a ensuite été pris en compte comme un élément de passage entre la valeur d'entreprise résultant de l'application de ces multiples et la valeur des fonds propres de la Société, et vient en diminution de la dette financière nette.

5.4.1.4.3 Fourchette de valorisation d'EURO DISNEY par les multiples de sociétés comparables

Valorisation par les comparables boursiers

En M€	Valeur par action (€)	Prime induite par l'Offre
Fourchette basse	(0,43)	n/a
Fourchette haute	0,27	651%

En appliquant les multiples moyens observés sur les comparables boursiers aux EBITDA 2017e et 2018e, la valeur par action EURO DISNEY ressort entre -0,43 € et 0,27 €, soit une prime de 651% sur la fourchette haute.



5.4.2 Analyses présentées à titre informatif

5.4.2.1 Objectifs de cours des analystes

Comme nous l'avons évoqué précédemment, un seul analyste, ODDO, effectue un suivi de la Société en publiant un objectif de cours.

Le 10 février 2017, suite à l'annonce de l'offre initiée par TWDC, ODDO a aligné son objectif de cours sur le prix de l'Offre, soit 2,00 € par action, en soulignant que selon lui, « cette offre constituait une très bonne opportunité de sortie ».

Avant cette révision, ODDO avait maintenu son objectif de cours à 0,60 € le 11 novembre 2016, à la suite de la publication des résultats annuels.

Sur la base du seul objectif de cours disponible avant l'annonce de l'Offre, soit 0,60 €, le prix de 2,00 € par action fait ressortir une prime de 233%.

5.4.2.2 Transactions comparables

5.4.2.2.1 Multiples observés sur les transactions comparables

Nous avons analysé les transactions opérées depuis 2010 sur des sociétés appartenant au secteur dans lequel évolue EURO DISNEY, portant sur une part significative du capital (supérieure à 25%) et dont la valeur d'entreprise était suffisante pour permettre une comparaison pertinente (supérieure à 200 M€). Comme expliqué ci-avant, et de manière analogue à l'approche fondée sur les comparables boursiers, nous avons retenu les multiples basés sur l'EBITDA.

Nous avons retenu les transactions suivantes, intervenues depuis 2010, pour lesquelles des informations publiques étaient disponibles :

- L'acquisition de 49,9% de PORT AVENTURA par KKR annoncée en décembre 2013 ;
- L'acquisition de 28% de MERLIN ENTERTAINMENTS par CVC CAPITAL PARTNERS annoncée en juin 2010.

Les multiples ont été obtenus sur la base des agrégats issus des comptes du dernier exercice clos (N-1 ci-dessous) et de l'exercice en cours (N ci-dessous) au moment de la transaction. Le détail des multiples par transaction est le suivant :

Multiples observés sur des transactions comparables

Date	Acquéreur	Cible	Pays	VE/EBITDA	
				N-1	N
décembre-13	Private Group led by KKR	Port Aventura Entertainment	Etats-Unis	8,8 x	7,5 x
juin-10	Private Group led by CVC Capital Partners	Merlin Entertainments Group	Royaume-Uni	9,6 x	8,8 x
Moyenne				9,2 x	8,1 x
Mediane				9,2 x	8,1 x

Source : Epsilon et analyse Finexsi



5.4.2.2.2 EBITDA de référence de la Société

Nous avons appliqué le multiple moyen N à l'EBITDA 2017e, hors waiver, issu du plan d'affaires. En raison d'un EBITDA 2016 négatif, il n'est pas possible d'appliquer le multiple N-1 dont nous relevons toutefois qu'il est proche des multiples extériorisés par les comparables boursiers.

Comme pour les comparables boursiers, l'impact positif du waiver pour 2017 a ensuite été pris en compte comme un élément de passage entre la valeur d'entreprise qui ressort de l'application de ce multiple et la valeur des fonds propres de la Société, et est donc bien appréhendé en diminution de la dette financière nette.

5.4.2.2.3 Valorisation d'Euro Disney par la méthode des transactions comparables

Valorisation par les transactions comparables

<i>En M€</i>	<i>Valeur par action (€)</i>	<i>Prime induite par l'Offre</i>
EBITDA 2017	(0,51)	n/a

En appliquant le multiple de transaction observé à l'EBITDA 2017e, la valeur par action EURO DISNEY ressort à -0,51 €.

6 Analyses de sensibilité sur les aléas qui pourraient avoir une incidence favorable sur la situation financière d'EURO DISNEY

Nous avons commenté les principales hypothèses du plan d'affaires, que nous considérons globalement volontariste, étant précisé que les facteurs affectant le secteur du tourisme de façon durable, tels que des phénomènes macro-économiques ou des attentats ont été pris en compte dans la valeur fondamentale par la prime de risque spécifique, laquelle reste à un niveau faible (2 points). Nous n'avons pas retenu d'autres aléas négatifs.

Par ailleurs, nous nous sommes interrogés sur l'existence d'aléas susceptibles d'avoir une incidence favorable sur la situation financière de la Société.

Ainsi, nous avons identifié deux éléments, qui constituent selon nous des aléas positifs, dont la probabilité de réalisation revêt un fort caractère d'incertitude, mais dont il doit être tenu compte, en particulier dans la perspective du retrait obligatoire.

Nous avons ainsi procédé à des analyses de sensibilité sur les aléas liés à l'action *ut singuli* en cours engagée par CHARITY INVESTMENTS MERGER ARBITRAGE (CIMA).



Nous avons également demandé aux experts immobiliers qui nous ont assisté d'examiner certains paramètres d'évaluation des droits fonciers dans la perspective de valorisation de l'intégralité de ces droits, tels qu'ils résultent des engagements conclus avec les pouvoirs publics dans une perspective à 2030. En effet, il nous est apparu nécessaire de considérer un aléa positif au titre des droits fonciers détenus par la Société qui sont susceptibles de dégager des plus-values à l'occasion d'opérations immobilières réalisées sur un horizon plus lointain que celui retenu dans le plan d'affaires (2017-2026). De telles opérations, dont la probabilité de réalisation à terminaison du projet est difficilement mesurable, constituent un aléa positif à la valeur fondamentale extériorisée par la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

Nous présentons les calculs correspondants ci-après.

6.1 Prise en compte de l'aléa positif qui pourrait résulter des actions judiciaires de CHARITY INVESTMENTS MERGER ARBITRAGE (CIMA)

Comme indiqué précédemment, nos évaluations ont été conduites dans le respect des contrats en cours, tels qu'ils ont été mis en place depuis 1987, notamment des contrats conclus avec TWDC, selon les termes décrits dans le document de référence annuel d'EURO DISNEY.

Ces contrats font l'objet de contestations de CIMA quant au bien-fondé de leurs modalités financières.

Une action *ut singuli* a été engagée, ce qui signifie que le bénéfice potentiel de cette action reviendrait à EURO DISNEY, pour laquelle cela constitue un aléa positif.

Nous avons examiné, en lien avec la Société et les conseils juridiques en charge de la gestion de ces actions, la situation des actions judiciaires engagées par CIMA, déposées en 2015 auprès du parquet national financier et devant le Tribunal de Commerce de Meaux, lequel a, en novembre 2016, prononcé un sursis à statuer.

Le montant de la réclamation s'élève à 930 M€ et couvre la période 1992-2014.

TWDC conteste ces réclamations et les estime infondées. Nous ne pouvons estimer l'issue des procédures en cours qui sont, sur le plan pénal, au stade de l'instruction et sur le plan civil suspendues par un sursis dans l'attente de l'issue de la procédure pénale. Nous n'émettons aucun avis d'ordre juridique, ce qui ne relève pas de notre compétence. De plus, pour les besoins de notre analyse nous n'examinons, par construction, que des scénarii ayant un impact positif sur la situation financière d'EURO DISNEY.

Pour apprécier dans quelle mesure cet aléa positif pourrait remettre en cause le prix d'Offre, nous avons établi plusieurs scénarii :

- Le premier (scénario 1) consiste à retenir le montant total de la réclamation de 930 M€, sans autre considération, ce qui correspond à la pratique décisionnelle de l'AMF;

- Le deuxième (scénario 2) est basé sur une analyse juridique établie par Monsieur le Professeur MOLFESSIS, Professeur de Droit indépendant saisi par nos soins, sur la seule question de la prescription. Nous avons donc retenu l'hypothèse la plus favorable pour Euro Disney selon lui, d'une période non prescrite de 3 ans sur l'intégralité des réclamations de CIMA ;
- Le troisième (scénario 3) retient la même hypothèse que la deuxième en prenant en plus les conséquences d'une décision favorable à CIMA sur les flux futurs. Ce scénario revient à supposer que les contrats en vigueur seraient modifiés ou appliqués sur des bases différentes (ce qui supposerait l'accord des parties) pour s'aligner sur une telle décision qui serait intégralement favorable à CIMA et sur des niveaux qui sont ceux que CIMA estime légitimes, ce que TWDC nous a indiqué réfuter ;
- Le dernier scénario (scénario 4) consiste à retenir les réclamations pour leur intégralité, sans tenir compte de la période potentiellement prescrite, ainsi que l'incidence sur les flux futurs des conséquences d'une décision favorable à CIMA dans les conditions et sous les réserves exprimées ci-dessus. Ce scénario apparaît très maximaliste dès lors qu'il suppose que les décisions judiciaires à venir feraient droit à 100% des demandes de CIMA, pour le passé et que les parties accepteraient de modifier les contrats pour les aligner, pour le futur, sur les niveaux que CIMA estime légitimes.

Les calculs résultants des 4 scénarii sont présentés ci-dessous. Pour nos calculs, nous avons tenu compte de l'effet impôt sur le montant qui serait éventuellement reçu par la Société ainsi que de son impact sur la consommation des déficits reportables. En l'absence de date concernant la tenue d'un éventuel procès, il a été considéré que le montant de la réclamation relative au passé était encaissé dès 2017, donc sans prise en compte de la valeur temps ni d'une prime de risque liée à l'aléa judiciaire. Cette hypothèse apparaît encore une fois maximaliste dès lors que la procédure en est encore au stade de l'instruction.

De même, il a été tenu compte dans notre calcul du fait que les conventions visées par la plainte de CIMA concernent depuis 2005 EDA S.C.A, filiale détenue à 82% par la Société. En conséquence, nous avons déduit les intérêts minoritaires (18%) des montants réclamés par CIMA pour les montants payés par EDA S.C.A depuis 2005.

Les valeurs auxquelles nous arrivons sont les suivantes :

En M€	Valeur par action (€)
Scénario 1	0,88
Scénario 2	0,33
Scénario 3	1,38
Scénario 4	2,01



Il résulte de notre analyse de sensibilité à cet aléa que seul le scénario 4 conduit à une valeur excédant légèrement le prix d'Offre (de l'ordre de 0,5%). Le prix d'offre en intègre donc une partie très substantielle, en dépit de son caractère aléatoire et maximaliste.

6.2 Aléas concernant l'estimation des droits fonciers

Dans le cadre de nos analyses de sensibilité sur les aléas positifs, les experts immobiliers ont procédé à l'évaluation des réserves foncières sur la base du plan de développement communiqué par la Société.

Ce plan de développement intègre la cession de la totalité des droits détenus à date par EURO DISNEY à l'horizon 2035 (étant précisé les droits peuvent être activés jusqu'en 2030 mais que la réalisation effective des opérations de cession peut conduire à des flux jusqu'en 2035), ce qui apparaît théorique puisque certaines surfaces, si elles ne sont pas utilisées par la Société pour le développement des Parcs à Thèmes, seront récupérées de plein droit par l'EPA et les droits associés seront perdus. De même, cette approche apparaît maximaliste du fait qu'elle intègre la valeur de droits fonciers relatifs au développement d'un nouveau parc à thèmes, hypothèse qui n'est pas envisagée par la Société et n'a pas été retenue dans le plan d'affaires, et représente un montant d'investissement considérable dont le retour est difficilement modélisable, en particulier à une échéance de plus de 10 ans.

Les experts immobiliers ont estimé le montant des plus-values potentielles à la revente des terrains par EURO DISNEY sur la base de transactions passées intervenues dans le même secteur géographique et en fonction de la destination des terrains (habitations, bureaux, équipements publics, ...).

Les flux ont été actualisés au taux de 8,5%, déterminé par les experts immobiliers, proche de celui que nous avons retenu de 8,1%.

Le montant des droits fonciers ainsi estimés ressort à 244 M€ avant impôts.

Pour notre analyse de sensibilité, la valeur actuelle des réserves foncières estimée par les experts immobiliers vient se substituer aux flux liés à cette activité dans le plan d'affaires (horizon explicite et valeur terminale du DCF). Sur ces bases, la valeur centrale selon la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie ressortirait à 0,19 € par action.

Dans l'appréciation du prix d'Offre, nous constatons que la valeur intrinsèque de la Société ajustée de ce scénario reste sensiblement inférieure au prix proposé de 2,00 € par action, la prime extériorisée ressortant à 953%.

6.3 Aléas « combinés »

Compte tenu du caractère très aléatoire des hypothèses retenues, nous n'avons pas considéré d'analyse de sensibilité sur des scénarii combinés.

A titre purement informatif, si on devait procéder à la combinaison du scénario 1 de l'aléa judiciaire, par référence à la pratique décisionnelle de l'AMF, et de l'aléa concernant les droits fonciers, cela ferait ressortir une valeur par action de 1,00 €.



6.4 Synthèse des analyses de sensibilité

Au regard des analyses ci-dessus, en définitive, nous constatons que le prix d'offre intègre implicitement la réalisation des aléas positifs à des niveaux de probabilité et de valeur très élevés, ce qui nous paraît favorable aux actionnaires minoritaires et ne remet pas en cause, selon nous, le prix d'offre de 2,00 €, y compris en cas de retrait obligatoire.

7 Accords connexes

Le projet de note d'information ne mentionne pas d'accord pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

La transaction conclue entre TWDC et KH, est examinée au § 5.4.1.3, et nous considérons que cette transaction ne remet pas en cause le prix d'offre.

8 Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par l'établissement présentateur

BNP PARIBAS (ci-après « BNPP »), agissant en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant à la section 4 du projet de note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous sommes rapprochés des représentants de BNPP en charge de l'évaluation pour échanger sur les méthodes et critères d'évaluation retenus.

8.1 Choix des critères d'évaluation

Nous sommes d'accord avec l'établissement présentateur pour retenir à titre principal l'analyse des cours de bourse historiques de la Société, l'évaluation par l'actualisation des flux futurs de trésorerie, et les multiples des sociétés cotées comparables. Nous sommes également d'accord avec l'établissement présentateur pour ne présenter qu'à titre indicatif la référence aux objectifs de cours des analystes.

Concernant la transaction récente sur le capital de la Société, l'établissement présentateur a choisi de présenter cette méthode à titre indicatif. Pour notre part, nous retenons cette méthode à titre principal.

L'établissement présentateur n'a pas retenu l'évaluation par les transactions comparables comme méthode d'évaluation, alors que nous l'avons retenue à titre indicatif.

Enfin nous sommes en accord avec les méthodes écartées par l'établissement présentateur, à savoir l'actif net réévalué et l'actualisation des flux futurs de dividendes.

La mise en œuvre des différents critères appelle plusieurs remarques de notre part.



8.2 Mise en œuvre des différents critères

8.2.1 Données financières

Nous sommes d'accord avec l'établissement présentateur sur le nombre d'actions à retenir, soit 783.174.459 actions.

L'établissement présentateur retient une dette financière nette ajustée de 892 M€, quand nous retenons 911,6 M€.

L'écart provient principalement de la valeur actualisée des déficits reportables qui est estimée à 174 M€ par l'établissement présentateur, quand nous retenons une valeur de 156,8 M€.

8.2.2 Analyse du cours de bourse

L'analyse du cours de bourse menée par l'établissement présentateur n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

8.2.3 Actualisation des flux de trésoreries futurs

Concernant les prévisions considérées

La Société a transmis un plan d'affaires sur la période 2017-2026, que nous avons extrapolé jusqu'en 2030. L'établissement présentateur a retenu la même approche.

Les hypothèses considérées dans le cadre de l'extrapolation ne font pas apparaître de différences majeures, que ce soit en termes de marge opérationnelle, de besoin en fonds de roulement ou d'investissements.

De même que l'établissement présentateur, nous n'avons pas intégré dans nos flux les déficits reportables, mais avons simulé leur consommation et retenu le montant actualisé de l'économie d'impôt dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres. La prise en compte des intérêts minoritaires est également effectuée de manière analogue dans nos travaux et dans ceux de l'établissement présentateur.

Concernant les hypothèses financières

Nous retenons la même hypothèse de taux de croissance à l'infini que l'établissement présentateur, soit 2%.

Concernant le taux d'actualisation, l'établissement présentateur retient 8,50%, quand nous retenons 8,1%. Nous avons considéré comme lui un gearing nul dans la mesure où l'augmentation de capital de 1,5 Md€, annoncée par TWDC et qui sera réalisée après la présente Offre Publique, devrait notamment être affectée au remboursement de la dette contractée par la Société.



Concernant la valeur par action

La valeur retenue par l'établissement présentateur, incluant les effets du waiver, se situe dans une fourchette de -0,20 € à 0,22 € avec une valeur centrale de -0,01 €. Pour notre part, nous retenons une fourchette comprise entre -0,04 € et 0,28 €, avec une valeur centrale de 0,07 € par action.

8.2.4 Transaction sur le capital de la Société

L'établissement présentateur a retenu cette méthode à titre indicatif alors que nous la présentons à titre principal.

La mise en œuvre de ce critère n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

8.2.5 Multiples observés sur les sociétés cotées comparables

Comme l'établissement présentateur, nous avons retenu les multiples d'EBITDA que nous appliquons aux agrégats 2017e et 2018e de la Société avant prise en compte du waiver accordé par TWDC dans la mesure où celui-ci ne sera pas maintenu dans le temps (waiver accordé pour une période de 2 ans). L'incidence du waiver est en revanche prise en compte comme un élément de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds et vient en diminution de la dette financière nette.

L'établissement présentateur a retenu 2 échantillons de sociétés comparables, l'un pour le secteur des parcs à thèmes et des domaines skiables, l'autre pour le secteur hôtelier. La pondération retenue est de 60% pour les parcs à thèmes et des domaines skiables et 40% pour le secteur hôtelier. Nous relevons toutefois que les multiples extériorisés par les 2 échantillons retenus par l'établissement présentateur sont très proches.

Nous avons pour notre part retenu un seul échantillon de parcs à thèmes, considérant que celui-ci était suffisamment représentatif dans la mesure où certains comparables comprennent une activité hôtelière, ce qui est également le cas d'EURO DISNEY.

Concernant l'échantillon de parcs à thèmes retenu, la seule différence concerne VAIL RESORTS qui n'est pas inclus dans notre échantillon en raison d'une activité qui nous semble trop éloignée de celle d'EURO DISNEY puisque uniquement composée de domaines skiables et d'hôtels, sans parc de loisirs.

Les principales divergences entre nos travaux tiennent donc à la composition des échantillons de comparables retenus.



8.2.6 Objectifs de cours des analystes

La mise en œuvre de ce critère par l'établissement présentateur n'appelle pas de remarque particulière de notre part.

8.2.7 Action *ut singuli*

Tout comme nous, l'établissement présentateur a réalisé des analyses de sensibilité simulant une éventuelle décision favorable à CIMA dans le cadre de l'action *ut singuli* en cours.

Nous avons, comme l'établissement présentateur, étudié différents scénarii correspondants (i) à la seule demande de CIMA, (ii) à la demande de CIMA limitée à la période de prescription et (iii) à la demande de CIMA (limitée ou non à la période de prescription) incluant les effets sur le futur.

Nous n'avons pas de remarque particulière sur les scénarii envisagés par l'établissement présentateur.

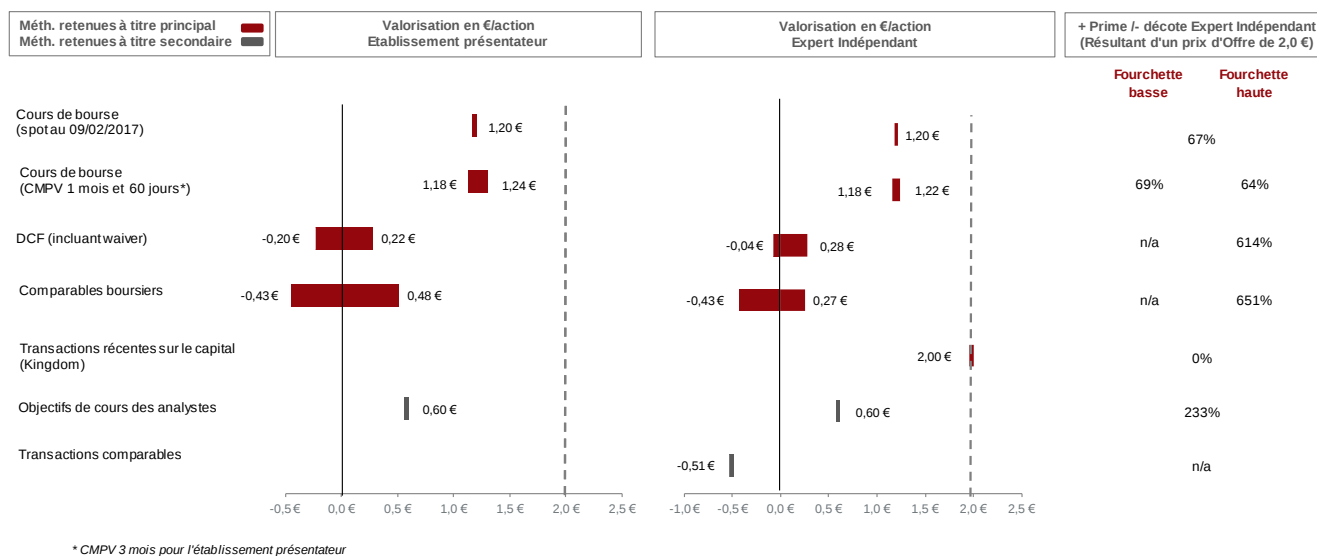
8.2.8 Droits fonciers

On relève que l'établissement présentateur n'a pas effectué de simulation particulière sur la valorisation des droits fonciers, considérant que ceux-ci sont appréhendés au travers du DCF.

Nous avons pour notre part mandaté des experts immobiliers afin d'évaluer ces droits séparément et avons présenté le résultat des travaux de ces derniers dans nos analyses de sensibilité.

9 Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix offert

9.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation





9.2 Attestation sur le caractère équitable du prix de l'Offre

La présente Offre vise le rachat de toutes les actions EURO DISNEY, à l'exception de celles auto-détenues, au prix de 2,00 € par action par son actionnaire principal TWDC au travers de plusieurs de ses filiales.

Le prix d'Offre de 2,00 € appelle les principales remarques suivantes :

Sur les différents critères d'évaluation examinés, il fait ressortir des primes très significatives comprises entre 64% et 651% ; en particulier la prime est très significative sur le critère du DCF qui nous semble central dans l'appréciation de la valeur d'EURO DISNEY.

Ce prix est similaire au prix d'achat par TWDC des actions EURO DISNEY détenues par KH dont la modalité de paiement en actions TWDC n'appelle pas de remarques particulières, dès lors que la présente Offre permet aux actionnaires d'EURO DISNEY d'accéder également à la liquidité à un prix équivalent.

En ce qui concerne le retrait obligatoire, les différentes analyses de sensibilité que nous avons développées, tendent à montrer que le prix d'Offre de 2,00 € intègre la valorisation des réserves foncières, ainsi qu'une issue positive de l'action *Ut Singuli*, sur la situation financière d'EURO DISNEY, à un niveau très élevé, que l'on peut considérer comme favorable à l'actionnaire EURO DISNEY, quel que soit le scénario examiné.

En définitive, nous considérons que le prix d'Offre de 2,00 € est équitable, y compris dans le cadre d'un retrait obligatoire.

Fait à Paris le 29 mars 2017,

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Christophe LAMBERT

Olivier PERONNET

PJ : Annexe unique



Annexe unique

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT & 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-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
mars-16	Fimalac	Fimalac	Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur ses propres titres
avr.-16	GFI	Mannai Corporation	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat Simplifiée
avr.-16	Grand Marnier	Davide Campari Milano S.P.A	Bank of America Merrill Lynch	Offre Publique d'Achat
mai-16	SAFT	Total	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat
oct.-16	Solocal	NA	NA	Augmentation de capital réservée
nov.-16	Ausy	Randstad	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat
janv.-17	Areva	NA	NA	Augmentation de capital réservée

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 350 K€, 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 :
 - Echanges avec le management de la cible
 - Echanges avec les avocats de la cible (SULLIVAN & CROMWELL)
 - Echanges avec l'établissement présentateur;
- 5 -** Analyse de la transaction et de la documentation juridique liée
- 6 -** Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société ;
- 7 -** Analyse du cours de bourse d'EURO DISNEY S.C.A :
 - Analyse du flottant et de la liquidité
 - Analyse de l'évolution du cours
- 8 -** Revue du plan d'affaires du management
- 9 -** Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs, réalisation de tests de sensibilité et modélisation des aléas positifs
- 10 -** Mise en œuvre des méthodes analogiques :
 - Comparables boursiers
 - Transactions comparables (à titre indicatif)
- 11 -** Mise en œuvre des méthodes fondées sur les données de marché des titres :
 - Cours spot et cours moyens
 - Transaction intervenue sur le capital de la Société
 - Objectifs de cours des analystes (à titre indicatif)
- 12 -** Obtention des lettres d'affirmation du représentant de la Société cible et des initiateurs
- 13 -** Analyse du projet de note d'information
- 14 -** Revue indépendante
- 15 -** Rédaction du rapport.



Calendrier de l'étude :

24 février 2017	Désignation de FINEXSI comme expert indépendant par le conseil de surveillance d'EURO DISNEY
27 février 2017	Conférence téléphonique avec les avocats de la Société
28 février 2017	Conférence téléphonique avec TWDC et l'établissement présentateur
3 mars 2017	Réunion de travail avec la direction financière d'EURO DISNEY notamment sur la revue des comptes consolidés au 30 septembre 2016
6 mars 2017	Réunion de travail avec la direction juridique d'EURO DISNEY et ses avocats sur l'action <i>ut singuli</i>
6 mars 2017	Réunion de travail avec la direction financière d'EURO DISNEY notamment sur la présentation du plan d'affaires et sur les perspectives de développement
6 mars 2017	Conférence téléphonique avec TWDC sur l'action <i>ut singuli</i>
7 mars 2017	Réunion avec l'établissement présentateur de l'Offre portant sur son rapport évaluation
8 mars 2017	Réunion de travail avec la direction financière d'EURO DISNEY sur le plan d'affaires
10 mars 2017	Réunion de travail avec EURO DISNEY sur le développement immobilier
14 mars 2017	Conférence téléphonique avec l'établissement présentateur
22 mars 2017	Conférence téléphonique avec les avocats de la Société
24 et 27 mars 2017	Revue indépendante du rapport du cabinet FINEXSI
29 mars 2017	Remise du rapport d'évaluation

Liste des personnes rencontrées ou contactées :

EURO DISNEY:

- Madame Catherine POWELL, Présidente
- Monsieur Mark STEAD, Directeur général adjoint Finances
- Monsieur Gille DOBELLE, Directeur juridique
- Monsieur Chris KAISER, Vice-Président Finance
- Monsieur Joe CAMPERLINGO, Responsable comptable
- Madame Lydie BOUSSARD, Directrice Droit des Sociétés, Boursier et Financier
- Madame Christelle DELATTRE, Senior Manager Corporate Controllershship - Reporting financier



- Monsieur Francis BOREZEE, Vice-Président Resort & Développement immobilier
- Monsieur Serge VIEIRA, Senior Manager Finance
- Monsieur Christian BOUZAI, Vice-Président Revenue Management

TWDC :

- Monsieur Jeff SMITH, Deputy General Counsel
- Monsieur Andrew CURTIS, Associate Corporate Finance
- Madame Camille HOOKS, Analyst Corporate Finance

Etablissement présentateur, BNP PARIBAS

- Monsieur Eric DUPAU, Managing Director
- Monsieur Olivier FABAS, Vice-Président
- Monsieur Raoul MANSOUR, Associate
- Monsieur Vincent KARGER, Analyst

Avocat d'EURO DISNEY, SULLIVAN & CROMWELL

- Monsieur Patrick BONVARLET, Avocat

Avocat de TWDC, CLEARY GOTTlieb STEEN & HAMILTON LLP

- Monsieur Fabrice BAUMGARTNER, Avocat
- Monsieur Jean-Yves GARAUD, Avocat

Avocat de TWDC, BREDIN PRAT

- Monsieur Eric DEZEUZE, Avocat

Sources d'information utilisées :

Principaux documents communiqués par la société EURO DISNEY :

- Organigramme du groupe ;
- Statuts de la Société ;
- Procès-verbaux des Assemblées Générales 2014, 2015 et 2016 de la Société ;
- Procès-verbaux des réunions du Conseil de Surveillance de 2014 à 2017 de la Société ;
- Détail des accords conclus avec Kingdom Holding dans le cadre du rachat du bloc de titres hors marché ;
- Contrat de licence conclu avec TWDC (ou une de ses filiales) ;
- Détail de l'actionnariat et du nombre d'actions auto-détenues à fin février 2017 ;
- Statuts d'EDA S.C.A;
- Statuts à jour du « Gérant », ED S.A.S ;
- PV des décisions du Gérant de 2014 à 2017 ;



- Inventaire des risques et litiges identifiés et non provisionnés au niveau du groupe (en particulier documentation relative à l'action ut singuli)
- Détail des déficits reportables activés ou non et tax planning
- Business Plan 2017-2026 ;
- Etats financiers consolidés 2016
- Estimation de la dette nette au 31 mars 2017 :
- Notes d'analystes 2015 et 2016
- Détail des derniers *impairments* tests réalisés lors des clôtures 2015 et 2016 accompagnés de l'ensemble de la documentation support
- Liste détaillée des actifs immobiliers détenus par le groupe avec la valeur nette dans les comptes consolidés au 30/09/2016
- Dernières évaluations disponibles des actifs immobiliers (y compris terrains faisant l'objet d'un bail à construction et options d'achats de terrains)
- Analyse historique du fond de roulement en fonction du chiffre d'affaires ;
- Budget et réalisé pour les 3 dernières années ;
- Documentation juridique relative au contentieux CIMA.

Informations de marché :

- Communication financière d'EURO DISNEY sur les exercices 2014, 2015 et 2016 ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : CAPITAL IQ ;
- Transactions comparables : EPSILON RESEARCH
- Données de marchés (Taux sans risque, prime de risque, bêta...) : CAPITAL IQ, ASSOCIES EN FINANCE, BANQUE DE FRANCE.

Personnel associé à la réalisation de la mission :

Les signataires, Olivier PERONNET (associé) et Christophe LAMBERT (associé), ont notamment été assistés de Maxime ROGEON (manager), Julien BIANCIOTTO (chef de mission évaluateur modélisateur) et Ianis FATTOUMI (analyst).

La revue indépendante a été effectuée par Lucas ROBIN, associé du cabinet.

Experts ou tiers mandatés par nos soins :

- Messieurs LOBJOIE et MALAQUIN, Experts immobiliers près de la Cour d'Appel de Paris ;
- Monsieur le Professeur Nicolas MOLFESSIS.