

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR



Fimalac

EN REPONSE

AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

VISANT LES ACTIONS DE FIMALAC

INITIEE PAR

GROUPE MARC DE LACHARRIERE



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 6 juin 2017. Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 de son règlement général.

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

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

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

Fimalac
97, rue de Lille
75007 Paris

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

Un avis financier sera publié, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

SOMMAIRE

1. Rappel des conditions de l'Offre	3
1.1 Introduction.....	3
1.2 Cas particulier des porteurs d'Actions Gratuites	4
1.3 Termes de l'Offre	5
1.4 Déroulement de l'Offre	5
2. Contexte et motifs de l'opération	6
2.1 Contexte de l'Offre	6
2.2 Répartition du capital et des droits de vote théoriques de Fimalac	7
3. Avis motivé du Conseil d'administration de Fimalac.....	8
3.1 Avis motivé du conseil d'administration.....	8
3.2 Intention de la Société quant aux actions auto-détenues	9
3.3 Intention des membres du conseil d'administration de la Société.....	9
4. Rapport de l'expert indépendant	11
5. Eléments susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique.....	104
5.1 Structure du capital de la Société	104
5.2 Restrictions à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions.....	104
5.3 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	104
5.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci 104	
5.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	104
5.6 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société.....	105
5.6.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration 105	
5.6.2 Règles applicables à la modification des statuts.....	105
5.7 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres .	106
5.8 Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société.....	106
5.9 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs de la Société et ses salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'offre publique	106
5.10 Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre	106
6. Modalités de mise à disposition des informations relatives à la Société.....	107
7. Personnes assumant la responsabilité du projet de note en réponse.....	108

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Introduction

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 231-13 et 233-1 1° et suivants du règlement général de l'AMF, Groupe Marc de Lacharrière, société de droit français au capital de 30.932.736 euros, dont le siège social est situé 11 bis, rue Casimir Périer, 75007 Paris, France (adresse de correspondance : 97 rue de Lille, 75007 Paris), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 331 604 983 (« **Groupe Marc de Lacharrière** », « **GML** » ou l'« **Initiateur** »), a déposé le 30 mai 2017 auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** ») qui serait, le cas échéant, suivie d'un retrait obligatoire, aux termes de laquelle GML s'est engagée de manière irrévocable à proposer à tous les actionnaires de F. Marc de Lacharrière (Fimalac), société anonyme de droit français au capital de 108.680.000 euros, dont le siège social est situé 97, rue de Lille, 75007 Paris, et immatriculée auprès du registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 542 044 136 (« **Fimalac** » ou la « **Société** »), ayant 24.700.000 actions au 15 mai 2017 d'une valeur nominale de 4,40 euros chacune et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000037947, d'acquérir au prix unitaire de 131 euros par action (dividende de 2,10 euros détaché) (le « **Prix de l'Offre** »), sous réserve des termes et conditions de l'Offre rappelés ci-après, la totalité des actions existantes (en ce compris les Actions Gratuites (telles que définies à la section 1.2)) et non détenues par l'Initiateur ou assimilées à celles-ci, soit un nombre maximum de 1.461.354 actions représentant 5,92% du capital et 6,20% des droits de vote¹.

Il est précisé que :

- (i) les actions assimilées qui ne sont pas visées par l'Offre comprennent² :
 - les actions Fimalac détenues par M. Marc Ladreit de Lacharrière, certains membres de sa famille et d'autres personnes liées à GML, qui agissent de concert avec GML (cf. section 2.2 ci-après), représentant ensemble 0,74% du capital et 0,89% des droits de vote de la Société, assimilées à celles détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9, I, 3° du code de commerce ; et
 - les actions auto-détenues par la Société, représentant 0,19% du capital de la Société, assimilées à celles détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9, I, 2° du code de commerce.
- (ii) les Actions Gratuites (telles que définies à la section 1.2 ci-après) qui auront fait l'objet d'un Engagement de Liquidité (tels que définis à la section 1.2) conclu préalablement à la clôture de l'Offre seront assimilées aux actions détenues par l'Initiateur application de l'article L. 233-9, 4° du code de commerce et ne pourront être ni apportées à l'Offre ni transférées à l'Initiateur dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire (cf. section 1.2).

Conformément aux articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, si à l'issue de l'Offre, les actionnaires minoritaires de Fimalac ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société, l'Initiateur mettra en œuvre, dans un délai maximum de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, un retrait obligatoire. Cette procédure s'effectuera au même prix que l'Offre, net de tous frais.

¹ Sur la base d'un nombre total au 15 mai 2017 de 24.700.000 actions et 25.121.244 droits de vote de la Société, en application des dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

² Sur la base d'un nombre total au 15 mai 2017 de 24.700.000 actions et 25.121.244 droits de vote de la Société, en application des dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

***Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de
l'Autorité des marchés financiers***

La présentation et les caractéristiques de l'Offre sont décrites respectivement aux sections 1 et 2 du projet de note d'information déposé le 30 mai 2017 auprès de l'AMF et disponible sur le site internet de l'AMF (<http://www.amf-france.org>) (le « **Projet de Note d'Information** »).

L'Offre a été présentée par BNP Paribas, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank et Société Générale (les « **Etablissements Présentateurs** ») pour le compte de l'Initiateur le 30 mai 2017. Seuls BNP Paribas et Crédit Agricole Corporate and Investment Bank garantissent, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée.

1.2 Cas particulier des porteurs d'Actions Gratuites

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

Le conseil d'administration a fait usage de cette autorisation en attribuant, le 26 mars 2013, 41.600 actions (les « **Actions Gratuites** ») au profit de certains dirigeants et cadres de la Société et de ses filiales. Ces Actions Gratuites sont définitivement acquises depuis l'expiration d'un délai de trois ans à compter de la date d'attribution et pourront être cédées après un délai de trois années complémentaires de conservation.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques du plan d'attribution d'Actions Gratuites au 15 mai 2017 :

Principaux termes et conditions	Plan d'Actions Gratuites 2011
Date d'autorisation d'assemblée générale extraordinaire autorisant le plan d'attribution d'actions gratuites	04/02/2011
Date d'attribution des actions gratuites et nombre d'actions gratuites par date d'attribution	26/03/2013
Nombre d'actions gratuites consenties	41.600
Date de fin de la période d'acquisition	26/03/2016
Date de fin de la période de conservation	26/03/2019

A ce jour, 41.600 Actions Gratuites sont toujours soumises à un engagement de conservation jusqu'au 26 mars 2019. Parmi celles-ci, 29.000 sont, à la connaissance de la Société, détenues par les personnes agissant de concert avec GML (cf. section 2.2 ci-après).

***Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de
l'Autorité des marchés financiers***

La Société note que, compte-tenu de ce qui précède, l'Initiateur propose que les Actions Gratuites dont les titulaires n'agissent pas de concert avec l'Initiateur (soit 12.600 Actions Gratuites) fassent l'objet, à compter de la décision de conformité de l'Offre par l'AMF, de promesses croisées d'achat et de vente entre lesdits titulaires et l'Initiateur (les « **Engagements de Liquidité** »). Aux termes des Engagements de Liquidité, dans l'hypothèse où les actions de Fimalac ne seraient plus admises à la négociation sur Euronext Paris au terme d'un retrait obligatoire ou d'une demande de radiation auprès d'Euronext :

- l'Initiateur prendra un engagement irrévocable d'acquérir les Actions Gratuites auprès desdits titulaires d'Actions Gratuites, sous forme de promesses unilatérales d'achat exerçables pendant 2 mois à compter de l'expiration de la période de conservation susvisée (soit le 26 mars 2019) ; et
- lesdits titulaires d'Actions Gratuites prendront un engagement irrévocable de céder à l'Initiateur leurs Actions Gratuites, sous forme de promesses unilatérales de vente exerçables pendant 3 mois à compter de l'expiration de la période d'expiration des promesses unilatérales d'achat susvisées.

Le prix d'exercice des promesses au titre des Engagements de Liquidité sera déterminé à dire d'expert, sur une base annuelle, selon une méthode cohérente avec la méthode de détermination du montant de l'indemnisation par action au titre du retrait obligatoire. Lesdits Engagements de Liquidité ne comporteront aucune clause de complément de prix.

En application de l'article L. 233-9, 4° du code de commerce, les Actions Gratuites qui auront fait l'objet d'un Engagement de Liquidité conclu préalablement à la clôture de l'Offre (les « **Actions Gratuites Assimilées** ») seront assimilées aux actions détenues par l'Initiateur et ne pourront être ni apportées à l'Offre ni transférées à l'Initiateur dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire.

1.3 Termes de l'Offre

L'Initiateur offre aux actionnaires de la Société d'acquérir la totalité de leurs actions Fimalac en contrepartie d'une somme en numéraire de 131 euros par action (dividende de 2,10 euros détaché).

1.4 Déroulement de l'Offre

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation.

L'Offre étant réalisée par achats sur le marché, le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, trois jours de négociation après chaque exécution ; les frais de courtage (à savoir les frais de courtage et la TVA y afférente) demeurant à la charge de l'actionnaire apportant ses actions à l'Offre. Le membre du marché acheteur agissant pour le compte de l'Initiateur est EXANE BNP Paribas.

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la section 2.1.6 du Projet de Note d'Information.

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

Les modalités de l'Offre ainsi que les restrictions susvisées sont décrites de manière plus détaillée respectivement aux sections 2.1.4 et 2.1.7 du Projet de Note d'Information.

2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OPERATION

2.1 Contexte de l'Offre

Il est rappelé qu'à la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur détient³ :

- directement, 23.010.282 actions, représentant 93,16% du capital et 92,72% des droits de vote de la Société ; et
- de concert avec M. Marc Ladreit de Lacharrière, certains membres de sa famille et d'autres personnes liées à GML (cf. section 2.2 ci-après), 23.192.450 actions Fimalac représentant 93,90% du capital et 93,61% des droits de vote de la Société (à l'exclusion des actions auto-détenues par la Société).

Le calendrier envisagé par GML pour cette Offre permet de proposer aux actionnaires minoritaires de Fimalac une sortie du capital à de bonnes conditions, GML ayant la possibilité de saisir actuellement une fenêtre de financement favorable pour emprunter à un taux d'intérêt bas avant une hausse possible et durable des taux d'intérêt.

Du point de vue boursier, l'Offre permet de répondre au manque de liquidité du titre Fimalac, les volumes échangés sur le marché s'avérant plus faibles qu'attendu au cours de ces derniers mois. De plus, des mouvements spéculatifs reposant sur l'attente d'une sortie de la cote ont entraîné une volatilité inhabituelle du cours de l'action Fimalac. L'Offre assurerait aux actionnaires une liquidité immédiate, à un prix faisant ressortir une prime par rapport aux cours de bourse.

Par ailleurs, certaines des activités de Fimalac ont connu une conjoncture difficile depuis fin 2015, notamment celles liées au tourisme, aux loisirs ou aux divertissements. Si l'environnement économique incertain et les facteurs de risques devaient perdurer pour ces activités, les résultats futurs du Groupe pourraient en être négativement affectés dans les hypothèses pessimistes.

Au moyen de cette Offre, GML propose aux actionnaires de Fimalac des primes de 19,1% sur le cours de clôture de l'action Fimalac du 12 mai 2017, jour de négociation précédant l'annonce de l'opération le 15 mai 2017, de 20,2% sur la moyenne pondérée par les volumes des cours de bourse sur une période de 3 mois et de 40,5% sur la moyenne pondérée par les volumes des cours de bourse sur les deux dernières années précédant l'annonce de l'opération.

De plus, la Société n'envisage pas d'avoir recours aux marchés financiers actions dans l'avenir pour se financer. De surcroît, les coûts récurrents induits par la cotation sur Euronext Paris et les contraintes réglementaires afférentes semblent aujourd'hui disproportionnés par rapport à la faible liquidité de l'action, et plus généralement au bénéfice de la cotation.

Pour ces raisons, l'Initiateur a l'intention, si les conditions sont réunies à l'issue de l'Offre, de mettre en œuvre un retrait obligatoire, conformément à l'article 237-14 du règlement général de l'AMF, afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 131 euros par action (dividende de 2,10 euros détaché), égale au Prix de l'Offre, nette de tous frais.

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre sont présentés à la section 3 du Projet de Note d'Information.

³ Sur la base d'un nombre total au 15 mai 2017 de 24.700.000 actions et 25.121.244 droits de vote de la Société, en application des dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

2.2 Répartition du capital et des droits de vote théoriques de Fimalac

Au 15 mai 2017, le capital social de Fimalac s'élevait, à 108.680.000 euros, divisé en 24.700.000 actions ordinaires de 4,40 euros de valeur nominale chacune, conférant 25.121.244 droits de vote.

Le tableau ci-après présente, à la connaissance de la Société, la répartition du capital social et les droits de vote de la Société

Actionnaires	Nombre d'actions	% Capital	Nombre de droits de vote	% Droits de vote*
GML	23.010.282	93,16%	23.293.930	92,72%
M. Marc Ladreit de Lacharrière	100.450 ⁴	0,41%	100.900	0,40%
Mme Eléonore Ladreit de Lacharrière	11.950 ⁵	0,05%	12.400	0,05%
M. Jérémie Ladreit de Lacharrière	450	0,00%	900	0,00%
Mme Bérangère Ladreit de Lacharrière	450	0,00%	900	0,00%
Mme Clarisse Ladreit de Lacharrière	450	0,00%	900	0,00%
M. Bernard de Lattre	16.132	0,07%	29.476	0,12%
Mme Véronique Morali	52.286 ⁶	0,21%	77.072	0,31%
Sous-total concert GML**	23.192.450	93,90%	23.516.478	93,61%
Public	1.461.354	5,92%	1.558.570	6,20%
Actions auto-détenues	46.196 ⁷	0,19%	46.196***	0,18%***
Total	24.700.000	100%	25.121.244	100%

* Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce compris les actions privées de droits de vote. Il est rappelé que la Société a mis en place des droits de vote double (cf. section 5.4 du présent projet de note en réponse). Au 15 mai 2017, GML et les personnes agissant de concert avec elles détenaient ensemble 324.025 actions bénéficiant de droits de vote double.

** A l'exclusion des actions auto-détenues par la Société. Il est précisé que MM. Marc Ladreit de Lacharrière, Jérémie Ladreit de Lacharrière et Bernard de Lattre et Mme Clarisse Ladreit de Lacharrière doivent chacun, en leur qualité d'administrateur, détenir 450 actions Fimalac en application du règlement intérieur du conseil d'administration de la Société.

*** Droits de vote théoriques – les droits de vote attachés aux actions auto-détenues étant suspendus.

⁴ Dont 20.000 Actions Gratuites.

⁵ Dont 1.500 Actions Gratuites.

⁶ Dont 7.500 Actions Gratuites.

⁷ Dont 8.663 actions détenues directement par la Société et 37.533 actions détenues dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec EXANE BNP Paribas en date du 30 septembre 2005.

***Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de
l'Autorité des marchés financiers***

Les accords liant les personnes agissant de concert avec GML sont décrits à la section 1.4 du Projet de Note d'Information.

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE FIMALAC

3.1 Avis motivé du conseil d'administration

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration de Fimalac se sont réunis le 6 juin 2017 sous la présidence de Monsieur Marc Ladreit de Lacharrière, Président-Directeur Général de la Société, à l'effet d'examiner l'Offre (suivie éventuellement d'un retrait obligatoire) et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

M. Marc Ladreit de Lacharrière, Mme Clarisse Ladreit de Lacharrière, M. Jérémie Ladreit de Lacharrière, M. Pierre Blayau, M. Philippe Lagayette, M. Bernard de Lattre, M. Thierry Moulounguet, M. Bernard Pierre, M. Etienne Pflimlin, GML en qualité d'administrateur représenté par Mme Eléonore Ladreit de Lacharrière et M. Jean-Charles Naouri étaient présents ou représentés. M. Henri Lachmann et M. Thomas Piquemal, censeurs, étaient absents et excusés.

Le conseil d'administration a ainsi rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité des membres présents étant précisé que les administrateurs qui représentent GML ou lui sont liés (en ce compris M. Marc Ladreit de Lacharrière, M. Jérémie Ladreit de Lacharrière, Mme Eléonore de Lacharrière, Mme Clarisse Ladreit de Lacharrière et M. Bernard de Lattre), et qui ont fait état d'un conflit d'intérêts potentiel relativement aux décisions que pourrait être amené à prendre le Conseil dans le cadre de l'Offre, n'ont pris part ni aux discussions ni au vote.

L'avis motivé du conseil d'administration rendu le 6 juin 2017 est intégralement reproduit ci-après :

« Le Président rappelle aux membres du conseil d'administration qu'il leur appartient maintenant (i) d'examiner les conditions du projet d'Offre, et (ii) de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente cette Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le Président a remis à cet effet aux membres du conseil d'administration, préalablement à la présente réunion :

- le projet de note d'information établi par Groupe Marc de Lacharrière contenant les caractéristiques du projet d'Offre, notamment les motifs et les intentions de l'initiateur ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par BNP Paribas, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank et Société Générale en leur qualité d'établissements présentateurs de l'Offre ;*
- l'attestation de l'expert indépendant (le cabinet Associés en Finance), nommé par le conseil d'administration lors de sa séance du 15 mai 2017 et qui a procédé à la mise en œuvre d'une approche multicritères en vue de l'évaluation de la Société, conclut au caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du prix offert de 131 euros par action (dividende de 2,10 euros détaché), y compris dans le cas de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à la suite de l'Offre ; et*
- le projet de note en réponse de la Société.*

Le conseil d'administration, ayant pris connaissance du projet de note d'information relative à l'Offre, des travaux d'évaluation menés par les établissements présentateurs et du projet de rapport du cabinet Associés en Finance désigné en qualité d'expert indépendant constate que :

- l'expert indépendant conclut au caractère équitable du prix de l'Offre pour les actionnaires de la Société ;*
- l'Offre constitue une opportunité offerte aux actionnaires de la Société de céder leurs actions à un prix comportant une prime attractive ;*

***Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de
l'Autorité des marchés financiers***

- *l'Offre n'aura pas de conséquence directe sur la stratégie de la Société, ses capacités financières, ni de conséquence en matière d'emploi ; et*
- *dans l'hypothèse où les actionnaires minoritaires ne détiendraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre, ou à défaut, si les conditions le permettent, l'Initiateur demandera la radiation des actions de la Société du marché réglementé d'Euronext Paris.*

Au vu de ce qui précède, le conseil d'administration considère, à l'unanimité des votants, que :

- *les conditions financières du projet d'Offre sont équitables pour les actionnaires, l'examen des évaluations réalisées par BNP Paribas, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank et Société Générale, établissements présentateurs de l'Offre, et l'expert indépendant faisant apparaître que le projet d'Offre assure aux actionnaires minoritaires une prime réelle au regard des principales méthodes de valorisation mises en œuvre dans lesdites évaluations ;*
- *le projet d'Offre est conforme à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et est sans conséquence directe pour ses salariés.*

Après en avoir délibéré, compte tenu de l'opportunité de liquidité immédiate que cette Offre représente, à un prix attractif, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, le conseil d'administration, à l'unanimité des votants, recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre. »

En outre, le conseil d'administration a pris acte que les 46.196 actions auto-détenues à ce jour par la Société n'étaient pas visées par l'Offre.

3.2 Intention de la Société quant aux actions auto-détenues

Le conseil d'administration du 6 juin 2017 a pris acte que les actions auto-détenues par la Société (soit, à ce jour, 46.196 actions⁸) ne sont pas visées par l'Offre. Par conséquent, il a été décidé de mettre fin au programme de rachat d'actions et de résilier le contrat de liquidité conclu avec EXANE BNP Paribas en date du 30 septembre 2005, à compter de la publication des résultats de l'Offre, en cas d'atteinte par l'Initiateur du seuil de 95% du capital et des droits de vote de la Société nécessaire à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Pour rappel, l'exécution de ce contrat de liquidité est suspendue depuis l'annonce de l'Offre le 15 mai 2017. A cette date, 37.533 actions Fimalac figuraient au compte-titre du contrat de liquidité géré par EXANE BNP Paribas.

En cas de résiliation du contrat de liquidité, EXANE BNP Paribas restituerait à la Société 35.997 actions (correspondant à la quasi-totalité des 36.000 actions Fimalac initialement affectées audit contrat de liquidité), le solde de 1.536 actions Fimalac ayant alors vocation à être cédé sur le marché avant le retrait obligatoire ou transférées à l'Initiateur.

La Société envisage d'annuler tout ou partie des 44.660 actions auto-détenues qu'elle détiendra à l'issue des opérations précitées, antérieurement ou postérieurement à la mise en œuvre du retrait obligatoire.

3.3 Intention des membres du conseil d'administration de la Société

A la date du présent projet de note en réponse, les membres du conseil d'administration sont tous détenteurs d'au moins 450 actions conformément au règlement intérieur du conseil d'administration de la Société.

⁸ Dont 8.663 actions détenues directement par la Société et 37.533 actions détenues dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec EXANE BNP Paribas en date du 30 septembre 2005.

***Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de
l'Autorité des marchés financiers***

Conformément aux dispositions de l'article 231-19, 6° du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration de la Société ont indiqué selon le tableau suivant leur intention d'apporter ou de ne pas apporter leurs titres à l'Offre, étant précisé que chaque membre du conseil d'administration conservera *a minima* 450 actions en application du règlement intérieur du conseil d'administration de la Société :

Membres du conseil d'administration	Intention d'apport à l'Offre
M. Marc Ladreit de Lacharrière*	Non (actions non visées par l'Offre)
GML (<i>Initiateur</i>)	Non (actions non visées par l'Offre)
M. Pierre Blayau	Non
Mme Clarisse Ladreit de Lacharrière*	Non (actions non visées par l'Offre)
M. Jérémie Ladreit de Lacharrière*	Non (actions non visées par l'Offre)
M. Philippe Lagayette	Non
M. Bernard de Lattre*	Non (actions non visées par l'Offre)
M. Thierry Moulonguet	Non
M. Jean-Charles Naouri	Non
M. Etienne Pflimlin	Non
M. Bernard Pierre*	Non
M. Thomas Piquemal (<i>censeur</i>)	Non

* *Il est rappelé que MM. Marc Ladreit de Lacharrière, Jérémie Ladreit de Lacharrière et Bernard de Lattre et Mmes Eléonore Ladreit de Lacharrière et Clarisse Ladreit de Lacharrière représentent GML, agissent de concert avec lui ou lui sont liés.*

Les membres du conseil d'administration de Fimalac autres que les personnes agissant de concert avec GML qui n'auraient pas apporté les actions qu'ils détiennent dans le capital de Fimalac à l'Offre pourraient voir ces actions transférées à l'Initiateur dans le cadre du retrait obligatoire, le cas échéant.

4. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-1, I et 261-1, II du règlement général de l'AMF, le cabinet Associés en Finance, représenté par Mme Catherine Meyer, a été désigné le 15 mai 2017 par le conseil d'administration de Fimalac en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et le retrait obligatoire éventuel.

Ce rapport est reproduit ci-après.

**Expertise indépendante d'Associés en Finance sur le caractère
équitable des termes et conditions de l'Offre Publique d'Achat
Simplifiée initiée par Groupe Marc de Lacharrière visant les actions
Fimalac, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire**

6 juin 2017

Sommaire

I.	Missions et moyens	4
II.	Fimalac : présentation, analyse et stratégie.....	6
	II.A. Historique	6
	II.B. Actionnariat et organigramme	7
	II.B.1. Actionnariat de Fimalac	7
	II.B.2. Organigramme du Groupe.....	8
	II.C. Présentation des activités du groupe	8
	II.C.1. Fitch Group	8
	II.C.2. Groupe Barrière	9
	II.C.3. La Société Fermière du Casino Municipal de Cannes	9
	II.C.4. Webedia.....	9
	II.C.5. Fimalac Entertainment.....	9
	II.C.6. Immobilier	10
	II.D. Analyse financière de Fimalac	10
	II.D.1. Analyse du compte de résultat	10
	II.D.2. Analyse du bilan	11
III.	Méthodes d'évaluation de Fimalac.....	11
	III.A. Méthodes de valorisation écartées.....	11
	III.A.1. Méthode de l'actif net comptable.....	11
	III.A.2. Valorisation par les dividendes ou par l'actualisation des flux prévisionnels	12
	III.A.3. Méthode des comparables boursiers	12
	III.A.4. Méthode des transactions comparables.....	12
	III.A.5. Analyse des objectifs de cours des analystes financiers	12
	III.B. Méthodes de valorisation retenues	13
IV.	Analyse du cours de bourse de Fimalac	13
V.	Valorisation de Fimalac par la méthode de l'actif net réévalué.....	16
	V.A. Synthèse des méthodes retenues pour valoriser les différentes filiales	16
	V.B. Evaluation de la participation de Fimalac dans Fitch Group	17
	V.C. Evaluation de la participation de Fimalac dans Webedia	23
	V.D. Evaluation de la participation de Fimalac dans le pôle Entertainment	34
	V.E. Evaluation des participations de Fimalac dans le Groupe Barrière.....	42
	V.F. Evaluation de la participation de Fimalac dans la Société Fermière du Casino Municipal de Cannes.....	52
	V.G. Actifs immobiliers	59
	V.H. Frais de holding	62

V.I. Eléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres pour Fimalac	63
V.J. Synthèse de la valorisation de Fimalac par la méthode de l'actif net réévalué	64
VI. Transactions récentes sur le capital de Fimalac	65
VII. Synthèse de la valorisation de la société Fimalac.....	65
VIII. Analyse des éléments connexes à l'Offre : mécanisme prévu pour les porteurs d'actions gratuites	66
IX. Analyse des éléments d'appréciation des banques présentatrices	67
IX.A. Les méthodes écartées	67
IX.B. Les méthodes retenues pour l'évaluation de Fimalac.....	67
IX.B.1. Analyse des cours de bourse	67
IX.B.3. Synthèse	72
X. Conclusion d'Associés en Finance	73
Annexes	74
Annexe 1 Présentation de l'expert	75
Annexe 2 Présentation détaillé du modèle Trival®	79
Trival® : modèle de coût des fonds propres	79
Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital	81
Annexe 3 Présentation des comparables boursiers retenus pour la valorisation de Webedia	83
Annexe 4 Présentation des transactions de comparables boursiers retenus pour la valorisation de Webedia	84
Annexe 5 Présentation des comparables boursiers retenus pour la valorisation de Fimalac Entertainment	85
Annexe 6 Présentation des transactions de comparables boursiers retenus pour la valorisation de Fimalac Entertainment	88
Annexe 7 Présentation des comparables boursiers retenus pour la valorisation de Groupe Barrière et de SFCMC	90

I. Missions et moyens

Contexte et mission

Le Groupe Marc de Lacharrière (**ci-après « GML »** ou **« l'Initiateur »**) a annoncé le 15 mai 2017 son projet de lancer une offre publique d'achat simplifiée sur le solde des actions du groupe Fimalac qu'il ne détient pas encore. Le prix offert est de 131 € par action (dividende de 2,10 € par action détaché).

GML détient actuellement en direct ou de concert 93,9% du capital de Fimalac.

Associés en Finance, Jacquillat et Detroyat Associés (**ci-après « Associés en Finance »**) a été désigné par le Conseil d'Administration de la société Fimalac le 15 mai 2017 en qualité d'expert indépendant pour apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, sur les fondements de l'article 261-1 I du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (**ci-après « AMF »**).

Conformément à l'article 261-1 I alinéas 1° et 3° du Règlement Général de l'AMF, « la société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration [...] » notamment lorsque « la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre ».

La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (**ci-après « l'Offre »** ou **« l'OPAS »**) initiée par Groupe Marc de Lacharrière sur les actions Fimalac. L'Offre vise la totalité des actions ordinaires de Fimalac non encore détenues par GML, soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du présent rapport, un nombre maximum de 1 461 354 actions, représentant 5,92% du capital. L'offre sera suivie de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'OPAS si GML franchit les seuils requis de détention du capital. La nomination d'Associés en Finance en tant qu'expert se réfère de ce fait également à l'article 261-1 II du Règlement Général de l'AMF au titre du possible retrait obligatoire.

Indépendance

Associés en Finance confirme ne pas avoir de conflits d'intérêt et être indépendant de l'ensemble des intervenants sur cette opération au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante. Ainsi, Associés en Finance et ses salariés :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de Fimalac ou de ses filiales au cours des dix-huit derniers mois précédant sa désignation ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au titre de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois précédant sa désignation ;
- n'entretiennent pas de relations répétées avec une banque susceptibles d'affecter l'indépendance d'Associés en Finance. Pour information, Associés en Finance est intervenu comme expert indépendant dans le cadre de l'offre publique d'échange assortie d'une offre alternative en numéraire initiée par Tikehau Capital sur Salvepar en janvier 2017, pour laquelle BNP Paribas et Crédit Agricole étaient les deux banques présentatrices ;

-
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre, susceptible d'affecter leur indépendance ;
 - ne se sont vus confier aucune mission – autre que celle faisant l'objet de la présente Mission – par les sociétés concernées par l'Offre pour les mois à venir.

En conséquence, Associés en Finance remplit les critères d'indépendance requis pour effectuer cette mission.

Avertissement

Les informations utilisées pour la réalisation des travaux d'Associés en Finance ont soit été fournies par Fimalac et ses conseils, soit étaient publiques.

Associés en Finance n'a effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de Fimalac, et de leurs filiales et participations. Associés en Finance n'a effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont Fimalac ou ses filiales pourraient faire l'objet. De manière générale, ont été tenues pour acquises, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui ont été communiqués ou auxquels Associés en Finance a eu accès sans qu'Associés en Finance puisse encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations. Associés en Finance ne peut garantir l'exactitude des prévisions, estimations et informations fournies.

Le présent rapport d'expertise et sa conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre ne constituent pas une recommandation à l'attention des actionnaires de Fimalac quant à la manière dont ils devraient agir dans le cadre de l'Offre.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Associés en Finance a été nommé le 15 mai 2017 en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration de Fimalac. Sa mission s'est déroulée jusqu'au 6 juin 2017. La liste des personnes associées à cette mission est présentée en annexe.

II. Fimalac : présentation, analyse et stratégie

II.A. Historique

Fimalac a été créée par Marc Ladreit de Lacharrière en 1991 et connaît depuis un fort développement. La société mère Fimalac intervient en tant que société holding et n'a pas d'activité économique propre. Elle détient des participations dans plusieurs sociétés opérationnelles et, à ce titre, intervient activement dans la définition de leurs grands axes stratégiques.

Le groupe Fimalac diversifie ses activités directement ou par l'intermédiaire de sa filiale Fimalac Développement, et se positionne aujourd'hui autour de cinq pôles d'activités :

- Les services financiers avec une participation de 20% dans Fitch Group ;
- Le secteur numérique développé depuis juillet 2013 avec le rachat de Webedia. En 2016, Webedia touche 28 millions de visiteurs uniques en France chaque jour et 90 millions à l'international ;
- Le secteur divertissement avec notamment son association dès 2010 avec Gilbert Coullier. Depuis le groupe a progressivement investi dans ce secteur en prenant des participations dans d'autres sociétés de production, d'exploitation de salles et de billetterie ;
- L'hôtellerie et loisirs depuis 2011. Fimalac détient 40 % du Groupe Barrière, leader en France et en Suisse sur le marché des casinos et référence de l'hôtellerie, et 10 % de la Société Fermière du Casino Municipal de Cannes qui exploite deux casinos et deux hôtels prestigieux à Cannes ;
- Les activités immobilières : à partir de 2007, le groupe a acquis des biens immobiliers à Londres et Paris. Depuis 2016, le groupe détient également des biens immobiliers à New York et Levallois-Perret.

II.B. Actionnariat et organigramme

II.B.1. Actionnariat de Fimalac

Figure 1
Répartition du capital au 15 mai 2017

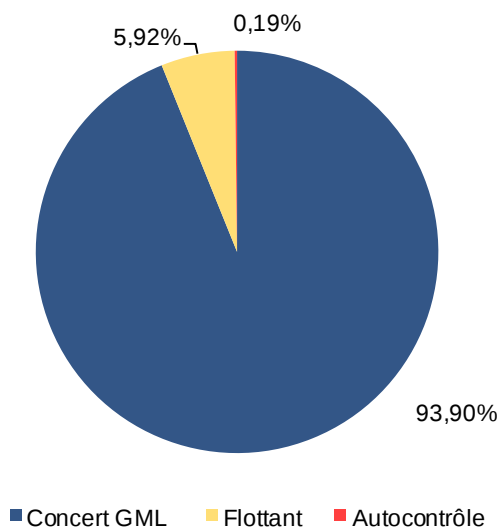
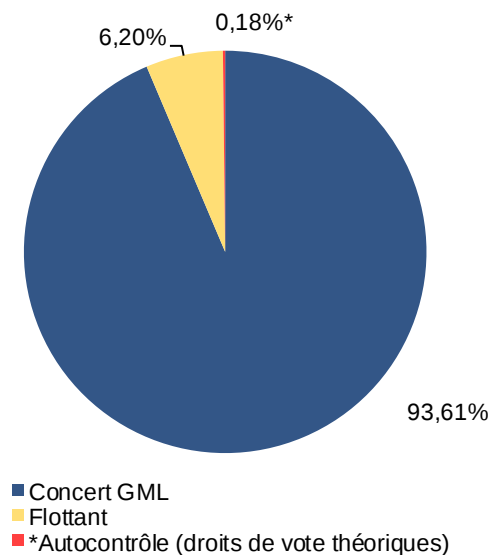


Figure 2
Répartition des droits de vote théoriques au 15 mai 2017



Sources : Fimalac, Associés en Finance

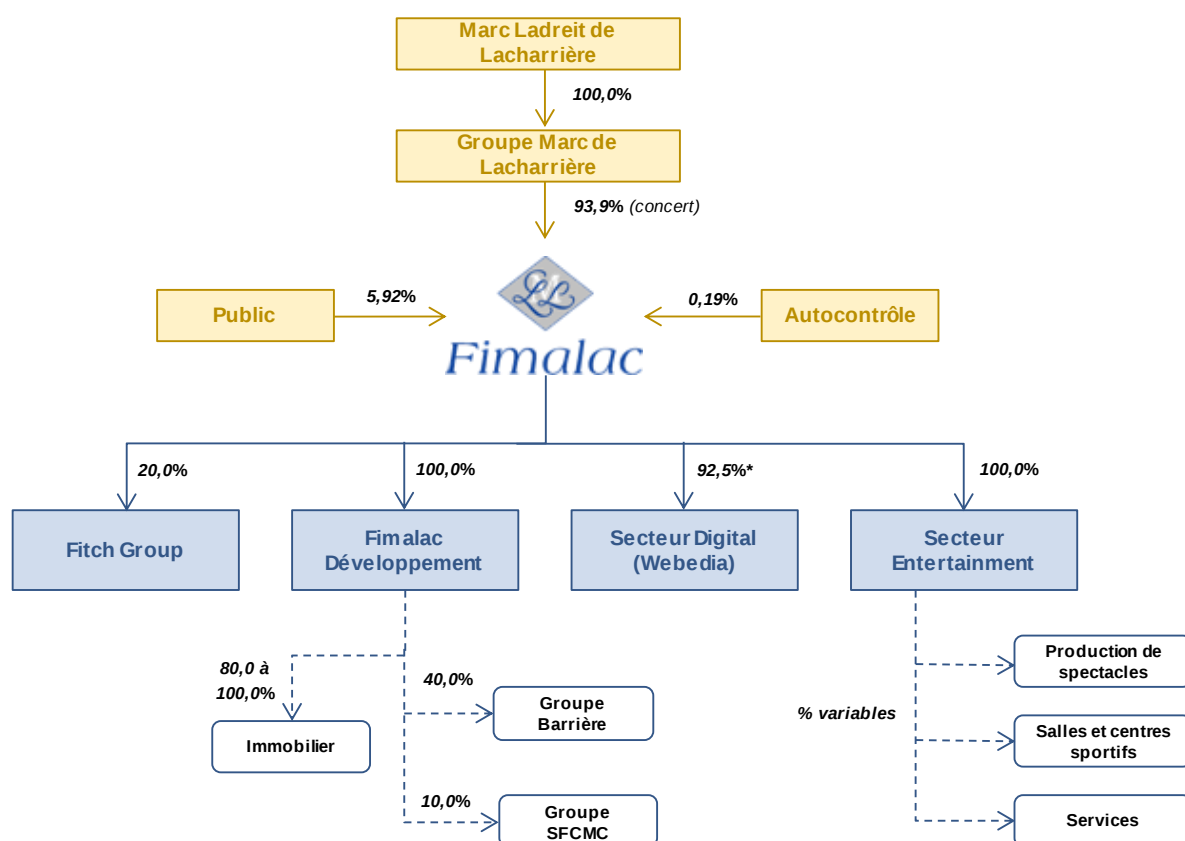
Le conseil d'administration de Fimalac a pris la décision dans sa réunion du 6 avril 2017 de réduire le capital social par annulation de 1 440 000 actions auto-détenues représentant 5,51% du capital avant annulation. Après cette réduction, le capital social est désormais constitué de 24 700 000 actions.

L'autocontrôle résiduel se limite au 15 mai 2017 à 0,19% du nouveau capital social. GML, actionnaire majoritaire de Fimalac, détient 93,90 % du nouveau capital, de concert principalement avec M. Marc Ladreit de Lacharrière. La part du public ressort à 5,92 % du nouveau capital social.

II.B.2. Organigramme du Groupe

Les sociétés Fitch Group, Groupe Barrière et SFCMC sont mises en équivalence dans les comptes consolidés de Fimalac. La Figure 3 présente l'organigramme simplifié du Groupe au 15 mai 2017.

Figure 3
Organigramme du Groupe



* Pourcentage sur capital dilué

Sources : Fimalac, Associés en Finance

II.C. Présentation des activités du groupe

Fimalac détient directement ou indirectement par l'intermédiaire de Fimalac Développement, des participations dans des secteurs très diversifiés.

II.C.1. Fitch Group

Fitch Group est une société de services financiers. Ses principaux concurrents sont Standard & Poor's et Moody's. L'activité principale du groupe est la notation de crédit et d'émetteurs. Cette

activité est née en 1992 suite à la création par Fimalac d'un département de notation financière et par le rachat de la société IBCA. La détention de Fimalac dans Fitch Group a été ramenée en plusieurs étapes à 20%. La dernière transaction a porté en 2015 sur 30% du capital de Fitch et a généré d'importantes plus-values pour Fimalac.

Le groupe est divisé en quatre entités : Fitch Ratings (activité historique de Fitch), Fitch Solutions (filiale créée en 2008), Fitch Learning (2013) et BMI (Business Monitor International acquis en 2014).

II.C.2. Groupe Barrière

Le groupe Barrière est le leader français sur le marché des casinos et une référence dans l'hôtellerie de luxe. Le groupe exploite 31 casinos (dont 26 en France, 3 en Suisse, 1 en Egypte et 1 à Abidjan en cours d'ouverture), 16 hôtels de luxe (15 en France et 1 au Maroc) et plus de 120 restaurants et bars dans ses hôtels et casinos.

Depuis mars 2011, Fimalac Développement détient 40% des titres de la société. Suite à cette prise de participations, les parties ont signé un pacte d'actionnaires qui vise principalement à organiser la gouvernance de la société et la coopération entre les parties.

II.C.3. La Société Fermière du Casino Municipal de Cannes

La Société Fermière du Casino Municipal de Cannes (SFCMC) est cotée sur le premier marché d'Euronext Paris. Cette société exploite deux casinos (le Barrière Cannes Croisette et le Barrière les Princes) et deux hôtels prestigieux à Cannes (le Majestic Barrière et l'Hôtel Gray d'Albion).

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

II.C.4. Webedia

Webedia, fondé par Cédric Siré, est une entreprise spécialisée dans les médias en ligne. Elle débute son activité avec la création de PurePeople, puis Shopoon (rebaptisé Pureshopping et acquis auprès du groupe La Redoute), PureTrend, et se développe par l'acquisition de Ozap (rebaptisé PureMédias) ou encore via des youtubers.

Depuis son achat par Fimalac en 2013, Webedia se développe autour de cinq axes verticaux : le cinéma, les jeux vidéo, la mode, la cuisine et les voyages. Selon le classement de Nielsen de janvier 2017, Webedia se classe au 5^{ème} rang en termes d'audience en France, juste derrière Facebook.

II.C.5. Fimalac Entertainment

Le groupe est présent dans toute la chaîne de valeur du spectacle vivant depuis 2010. Les activités de Fimalac Entertainment sont réparties au sein de 3 pôles :

- Le pôle « Production » de spectacles, concerts et événements ;
- Le pôle « Billetterie » via la billetterie en ligne, MyTicket et une joint-venture avec la FNAC ;
- Le pôle « Exploitation de salles » de spectacles, théâtres, complexes sportifs,...

II.C.6. Immobilier

Fimalac possède plusieurs actifs immobiliers : deux immeubles rue de Lille à Paris, l'immeuble du 30 North Colonnade à Londres, l'immeuble du 693 Fifth Avenue, à New York, et l'immeuble Libertis, à Levallois-Perret.

II.D. Analyse financière de Fimalac

II.D.1. Analyse du compte de résultat

L'analyse du compte de résultat présentée au Tableau 1 doit être appréciée en tenant compte de l'importance des sociétés mises en équivalence au sein du périmètre, cas notamment des participations détenues dans Fitch Group (20 %) et Barrière (40 %), ainsi que des éléments exceptionnels élevés qui avaient été enregistrés en 2015. Suite à un changement de date de clôture d'exercice, les comptes arrêtés à fin décembre 2012 correspondent à un an et un trimestre.

Tableau 1
Compte de résultat consolidé de Fimalac sur la période 2012-2016 (en M€)

	15 mois				
	31/12/12	31/12/13	31/12/14	31/12/15	31/12/16
Chiffre d'affaires	42,5	67,8	114,8	224,7	347,6
Autres produits de l'activité	15,7	17,3	19,9	46,2	49,1
Charges de personnel	-17,1	-34,1	-52,1	-108,5	-159,4
Autres charges	-73,5	-59,2	-82,4	-262,3	-239,3
Dotations aux amortissements et provisions	-8,4	-8,8	-11,5	-20,8	-51
Résultat opérationnel	-40,8	-17	-11,3	-120,7	-53
Coût de l'endettement financier net	-16,1	0,5	-8,1	-45,5	7,9
Autres produits et charges financiers	0,6	5,9	4,5	28	1,2
Charge d'impôts	-9,4	-3,3	9,3	10,1	7,2
Quote-part du résultat net des mises en équivalence (hors Fitch)	10,3	12,2	10,8	16,5	29,4
Quote-part du résultat net de Fitch	42,2	78,1	81,5	40,1	64,1
Résultat de cession	228,7	-0,2	-0,2	1652,9	0
Résultat net de Fitch (avant cession)	54,5				
Résultat net	270	76,2	86,5	1581,4	56,8
Résultat net part des minoritaires	72,2	-2,8	-0,5	-1,6	-3,8
Résultat net part du groupe	197,8	79	87	1583	60,6

Sources : Fimalac, Associés en Finance

Entre 2012 et 2016, le profil de la société a beaucoup évolué, le chiffre d'affaires passant de 43 M€ à 348 M€ sur la période. Cette évolution s'explique par le déploiement de Fimalac dans des secteurs très différents. Le secteur Digital et le secteur Entertainment se développent tant par croissance organique que par croissance externe en France et à l'étranger. Le secteur Entertainment est toujours en phase d'investissement et de consolidation, que ce soit dans la production de spectacles ou l'exploitation de salles et de centres sportifs.

Le résultat net consolidé (part du Groupe) de Fimalac s'est établi pour l'exercice 2016 à 60,6 M€, sans cession significative d'actif, alors que l'exercice 2015 incluait une plus-value de 1 652,9 M€ résultant de la cession partielle de 30 % de Fitch réalisée en mars 2015 ainsi qu'une plus-value de 27,4 M€ (comprise dans le résultat financier) provenant de la vente des titres NextRadioTV détenus par le Groupe. Des charges exceptionnelles avaient par ailleurs été enregistrées en 2015 pour mise à niveau d'actifs ou pour couvrir des risques potentiels ; l'exercice 2016 prend en compte également des charges exceptionnelles de nature comparable mais d'un niveau plus faible.

Le résultat consolidé de l'exercice 2016 comprend une quote-part de résultats mis en équivalence de 64,2 M€ pour la participation de 20 % détenue dans Fitch (40,1 M€ en 2015), qui reflète une bonne performance opérationnelle et la prise en compte d'éléments non récurrents positifs. La participation de 40 % détenue dans Barrière contribue à une quote-part de résultats mis en équivalence de 29,5 M€, en forte progression (16,6 M€ en 2015) en raison de gains exceptionnels sur cession ou liquidation d'actifs non stratégiques.

Sur l'exercice 2016, le secteur Digital de Fimalac, dont le pivot est la société Webedia, a continué à étendre ses activités, avec un chiffre d'affaires 2016 en avance sur le plan de marche. Quant au secteur Entertainment, l'année a souffert de moindres fréquentations de salles, notamment en raison des actes terroristes, qui ont freiné son développement. Fitch et Barrière ont enregistré des résultats satisfaisants en 2016, malgré un environnement économique difficile et l'impact des attentats pour le second.

II.D.2. Analyse du bilan

Tableau 2
Bilan consolidé de Fimalac sur la période 2012-2016

	31/12/12	31/12/13	31/12/14	31/12/15	31/12/16
Actifs non courants	921	1128	1170	1454	2208
<i>dont écart d'acquisitions</i>	9	150	279	524	530
Actifs courants	104	143	163	1674	1048
<i>dont trésorerie et équivalents de trésorerie</i>	70	44	31	1482	709
<i>Actifs destinés à être cédés</i>		1	199		
Total Actif	1024	1271	1532	3128	3256
Capitaux propres	777	780	832	2203	2040
Passifs non courants	122	268	318	492	695
<i>dont dettes financières à long terme</i>	102	246	295	431	640
Passifs courants	125	222	382	433	521
<i>dont dettes financières à court terme</i>	98	154	28	258	253
Total Passif	1024	1270	1532	3128	3256

Sources : Fimalac, Associés en Finance

A l'actif du bilan consolidé au 31 décembre 2016, la trésorerie et équivalents de trésorerie totalisent 709 M€. Au passif du bilan consolidé au 31 décembre 2016, les dettes financières à long et court terme totalisent 893 M€ (ce montant incluant des dettes sur rachat de minoritaires et des compléments de prix, en sus de concours bancaires et obligataires).

III. Méthodes d'évaluation de Fimalac

III.A. Méthodes de valorisation écartées

III.A.1. Méthode de l'actif net comptable

L'évaluation par la valeur comptable des capitaux propres est une méthode patrimoniale basée sur une logique de coûts historiques qui ne rend qu'imparfaitement compte du potentiel d'évolution future de la Société et de la valeur réévaluée de ses actifs. A titre d'information, l'actif net par action

ressortant des derniers comptes publiés par Fimalac s'établit à 82,5 €¹ par action au 31 décembre 2016.

III.A.2. Valorisation par les dividendes ou par l'actualisation des flux prévisionnels

Cette approche consiste à évaluer une entreprise sur la base de la valeur actualisée de ses dividendes futurs. Dans le cas présent nous ne retenons pas cette méthode peu pertinente dans le cas d'une société holding.

De la même façon, la méthode d'actualisation des flux prévisionnels n'est pas pertinente pour une société holding, dont la valorisation dépend davantage de perspectives de plus-values sur ses filiales ou participations que sur des flux aléatoires dans le temps. En revanche, cette méthode est utilisée pour valoriser certains des actifs de Fimalac.

III.A.3. Méthode des comparables boursiers

La Méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples auxquels s'échangent les titres de sociétés cotées du même secteur ou présentant des caractéristiques opérationnelles proches, et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants pour la société étudiée.

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

L'activité de Fimalac rend l'évolution du niveau de résultat totalement dépendante des cycles et de la stratégie d'investissement, mais aussi de la base de coûts. Chaque société d'investissement a sa propre stratégie. Dès lors, identifier des sociétés directement comparables n'a pas été possible et retenir cette méthode d'évaluation pour valoriser Fimalac n'apparaît pas pertinent. Elle est en revanche utilisée pour valoriser certaines participations de Fimalac.

III.A.4. Méthode des transactions comparables

La méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes sur des sociétés jugées comparables. Cette méthode ne peut être mise en œuvre dans le cas de sociétés holdings comme Fimalac, chaque société de ce type possédant sa propre structure d'investissement et de typologie d'actifs.

III.A.5. Analyse des objectifs de cours des analystes financiers

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne constitue pas en tant que telle une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions. De plus, l'objectif de cours des analystes ne peut être considéré comme une valorisation instantanée de la Société mais comme une vue à moyen terme compte tenu d'un scénario donné.

¹ Nombre total d'actions (hors autocontrôle) de 24 654 552 à fin décembre 2016

L'action Fimalac fait l'objet d'un suivi très restreint compte tenu de son faible flottant. Aucun analyste n'a publié d'étude récemment sur la société Fimalac. Cette méthode n'est donc pas applicable dans le cas présent.

III.B. Méthodes de valorisation retenues

III.B.1. L'analyse du cours de bourse de Fimalac

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

III.B.2. La méthode de l'Actif net réévalué

Cette méthode permet de calculer une valeur théorique des capitaux propres en procédant à une revalorisation des actifs et passifs en valeur de marché. Cette méthode est particulièrement pertinente pour des sociétés holdings, ce qui est le cas de Fimalac qui détient plusieurs participations dans des secteurs d'activités variés.

III.B.3. Les transactions récentes sur le capital de Fimalac

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

IV. Analyse du cours de bourse de Fimalac

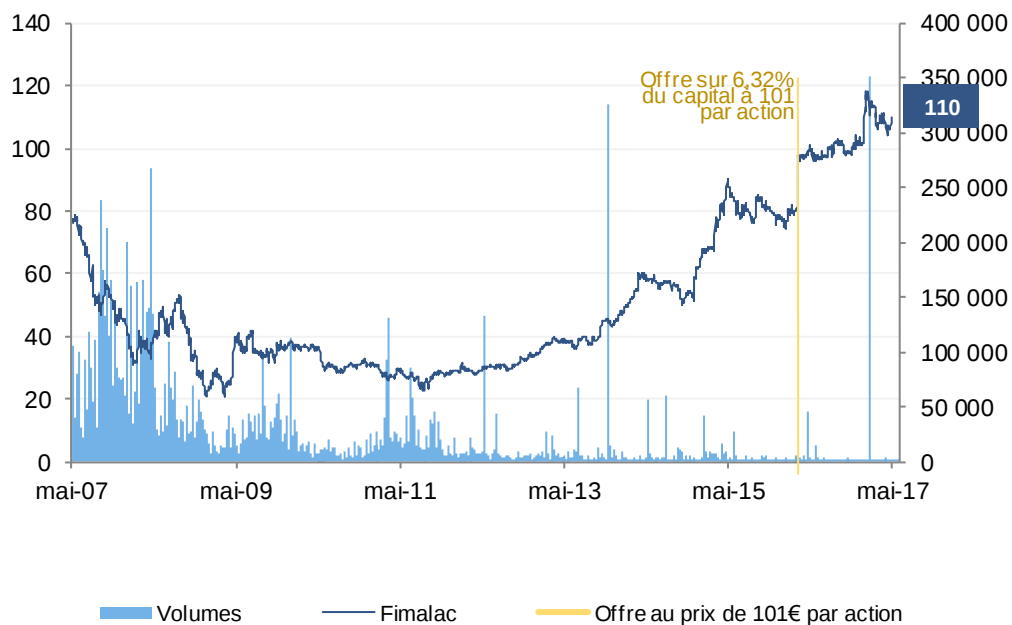
Evolution du cours de l'action Fimalac

Les actions Fimalac sont actuellement cotées sur le compartiment A du marché Euronext Paris (code ISIN FR0000037947). L'action Fimalac a fait l'objet en avril 2016 d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur 6,32% du capital social et 6,28% des droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total de 26 920 000 actions au prix de 101€ par action (soit 1 700 000 actions). Suite à cette opération le flottant est passé de 12,04% à 6,20% après annulation de l'autocontrôle. Au 15 mai 2017, le nombre d'actions Fimalac composant le capital est de 24 700 000 actions.

Depuis le 12 mai 2016, date ultime fixée pour le dépôt des ordres présentés à l'offre publique d'achat simplifiée, le cours de l'action Fimalac a oscillé entre 95,85€ (24 mai 2016) et 118,34€ (16 janvier 2017).

La Figure 4 illustre l'évolution du cours de bourse de l'action Fimalac sur les 10 dernières années à la date du 12 mai 2017. Le cours de bourse affiche une belle progression depuis 2014, tirée par l'annonce de la cession de 30% de Fitch Group à Hearst fin 2014. La publication des résultats 2015 avait également été bien accueillie par le marché. Après avoir atteint son plus haut historique le 16 janvier 2017, le cours de bourse a reculé, il clôture à 110,0 € le 12 mai 2017.

Figure 4
Performance boursière de l'action Fimalac sur la période mai 2007 – mai 2017



Sources : Bloomberg, Associés en Finance

Sur les 10 dernières années, le cours de bourse de Fimalac n'a jamais atteint le prix de l'offre proposé aux actionnaires. Suite à l'annonce de l'Offre, le cours de bourse s'est ajusté au prix proposé par GML (le cours moyen de Fimalac depuis l'annonce s'établit en moyenne à 132,32 € par action, soit un cours légèrement inférieur au prix d'Offre compte tenu du détachement à venir du dividende de 2,1 €).

Le Tableau 3 détaille les volumes échangés sur le titre sur l'année écoulée. En moyenne sur un an, 1 970 titres sont échangés par jour de négociation. Les volumes cumulés échangés sur un an s'établissent à 508 350 titres soit 2,1% du capital de la société ou 33,2% du flottant. Du point de vue boursier, l'Offre permet de répondre au manque de liquidité du titre Fimalac, les volumes échangés sur le marché s'avérant faibles au cours de ces derniers mois.

Tableau 3
Historique du cours de bourse et des volumes échangés (en milliers) sur Fimalac sur 1 an

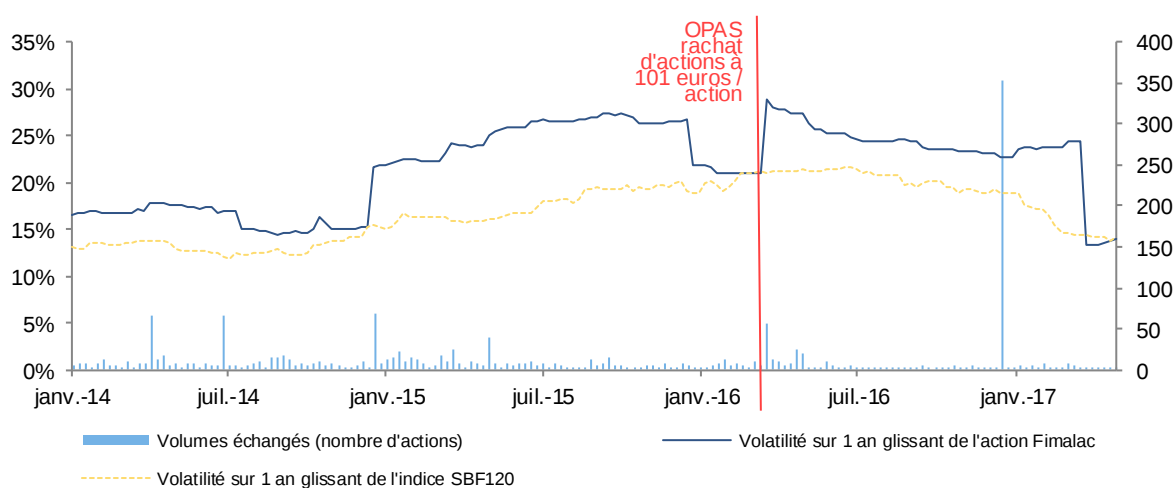
Date	Cours de clôture	Nbre moyen d'actions échangées	/ # total d'actions (%)	/ # total flottant (%)	Nbre cumulé d'actions échangées	/ # total d'actions (%)	/ # total flottant (%)
12-mai-17	110,00	0,31	0,00%	0,02%	0,31	0,00%	0,02%
Moy. 1M	106,82	0,42	0,00%	0,03%	8,44	0,03%	0,55%
Moy. 3M	108,93	0,59	0,00%	0,04%	37,14	0,15%	2,43%
Moy. 6M	107,91	3,38	0,01%	0,22%	428,65	1,74%	27,99%
Moy. 9M	105,28	2,42	0,01%	0,16%	465,31	1,88%	30,38%
Moy. 12M	103,40	1,97	0,01%	0,13%	508,35	2,06%	33,20%
Plus haut 12M (16 janvier 2017)		118,34 €					
Plus bas 12M (24 mai 2016)		95,85 €					

Sources : Associés en Finance, Bloomberg

Volatilité du cours de l'action Fimalac

La volatilité d'une action est une mesure de l'incertitude sur sa rentabilité, calculée ici à partir de données de performances boursières passées. La volatilité présentée dans la Figure 5 est calculée sur la base de la série de rentabilités hebdomadaires historiques de l'action Fimalac.

Figure 5
Volatilité sur 1 an glissant de l'action Fimalac sur la période 2014 – mai 2017



Sources : Associés en Finance, Bloomberg

L'annonce de la cession de 30% de Fitch avait fait augmenter la volatilité du titre début 2015 autour de 25%. Début 2016, la volatilité de l'action Fimalac retombe autour de 20%, semblable à la volatilité de l'indice SBF120.

L'annonce de l'offre publique d'achat en mars 2016 au prix de 101€ a fait naturellement augmenter le cours de l'action. Parallèlement à la forte hausse du cours à partir de mars 2016 à un niveau

supérieur à 100€, la volatilité de l'action a augmenté pour atteindre un point haut à 28,8% en mars 2016.

Mi-décembre 2016, la société a procédé à l'achat de 350 000 de ses propres actions au prix de 102,14 € par action.

Primes extériorisées

Le prix d'offre de 131 euros par action (dividende de 2,10 euros détaché) extériorise une prime de +21,4% par rapport au cours de clôture au 12 mai 2017 (dividende détaché). Les niveaux de primes extériorisés sur les périodes de référence plus longues s'établissent entre +22,8% et 29,3% (cf. Tableau 4).

Tableau 4
Moyenne des cours pondérés par les volumes au 12 mai 2017 et primes extériorisées

Données boursières Fimalac	Cours moyen pondéré (€) (dividende de 2,10€ détaché)	Prime (en %)
Dernier cours de bourse au 12/05/2017	107,90	21,4%
Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 10 derniers jours	105,62	24,0%
Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois	104,75	25,1%
Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 3 mois	106,70	22,8%
Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 6 mois	105,88	23,7%
Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 1 an	101,30	29,3%
<i>Plus haut sur 1 an (16 janvier 2017)</i>	118,34	10,7%
<i>Plus bas sur 1 an (24 mai 2016)</i>	95,85	36,7%

Sources : Associés en Finance, Bloomberg

V. Valorisation de Fimalac par la méthode de l'actif net réévalué

L'approche la plus pertinente pour valoriser une société holding détenant des participations dans des activités très diverses est la méthode de l'actif net réévalué. Chacune des filiales ou participations est réévaluée en tenant compte des méthodes les plus pertinentes pour chacune d'entre elles.

V.A. Synthèse des méthodes retenues pour valoriser les différentes filiales

Le Tableau 5 synthétise les méthodes retenues pour valoriser chacune des filiales ou participations de la Société.

Tableau 5
Méthodes de valorisation retenues pour chacune des filiales et participations de la Société

Fitch (20%)	Application du protocole de cession conclu entre Fimalac et Hearst en 2014	Méthode privilégiée
Webedia (92,5% du capital dilué)	Actualisation des flux de trésorerie	Méthode privilégiée
	Transactions récentes	Méthode privilégiée
	Méthode des comparables boursiers	Méthode secondaire
	Méthode des transactions de comparables	Méthode secondaire
Groupe Barrière (40%)	Actualisation des flux de trésorerie	Méthode privilégiée
	Méthode des comparables boursiers	Méthode secondaire
SFCMC (10%)	Actualisation des flux de trésorerie	Méthode privilégiée
	Méthode des comparables boursiers	Méthode secondaire
	Référence au cours de bourse	Méthode secondaire
Secteur Entertainment (100%)	Méthode des comparables boursiers	Méthode privilégiée
	Méthode des transactions de comparables	Méthode privilégiée
Actifs immobiliers 97 et 101 rue de Lille - Paris (100%)	Valorisation sur la base d'un rapport d'expert immobilier (97 rue de Lille) et sur le prix d'acquisition (101 rue de Lille)	Méthode privilégiée
Actifs immobiliers North Colonnade - Londres (80%)	Valorisation sur la base d'un rapport d'expert immobilier	Méthode privilégiée
Actifs immobiliers 693 Fifth Avenue - New York (100%)	Prix d'acquisition	Méthode privilégiée
Actifs immobiliers Libertis - Levallois-Perret (100%)	Prix d'acquisition	Méthode privilégiée

Source : Associés en Finance

V.B. Evaluation de la participation de Fimalac dans Fitch Group

V.B.1. Généralités

Présentation

Créé en 1913 à New York sous le nom de Fitch Publishing Company, Fitch Group est aujourd'hui un des leaders de l'information financière dans le monde, opérant dans plus de 150 pays.

L'activité principale du groupe est la notation de crédit et d'émetteurs. Cette activité est née en 1992 suite à la création par Fimalac d'un département de notation financière et par le rachat la même année de la société IBCA.

En 1997, Fimalac réalise l'acquisition de Fitch et fusionne ses activités avec IBCA. En 2000, la société poursuit sa politique de croissance externe avec les acquisitions de Duff & Phelps (Etats-Unis) et BankWatch (Canada) et devient la troisième agence mondiale de notation.

Le groupe est divisé en quatre entités : Fitch Ratings (activité historique de Fitch), Fitch Solutions (2008), Fitch Learning (2013) et BMI (Business Monitor International acquis en 2014). Le chiffre d'affaires consolidé 2016 est de 1 171 M\$ et se répartit comme l'indiquent la Figure 6 et géographiquement comme la Figure 7.

Figure 6
Répartition du chiffre d'affaires 2016 par division

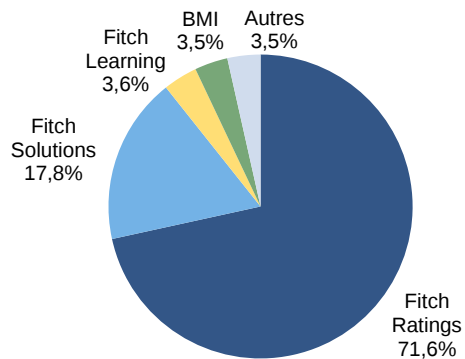
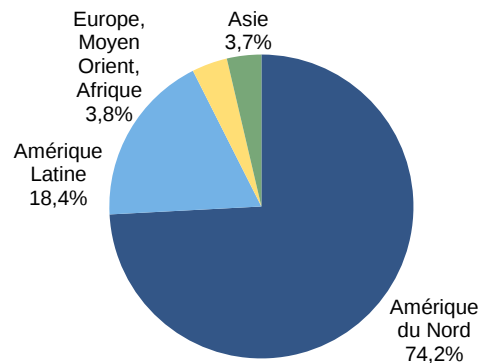


Figure 7
Répartition du chiffre d'affaires 2016 par zone géographique



Source : Rapport Annuel 2016 Fimalac

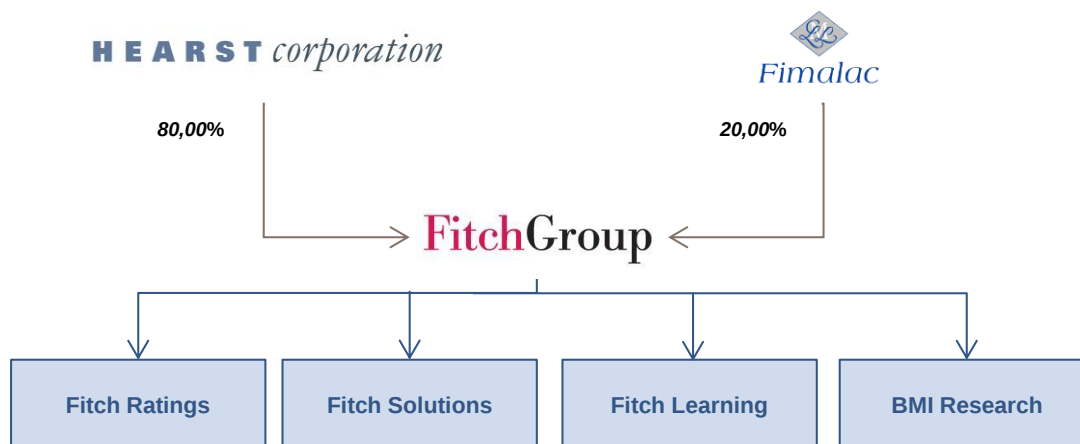
Actionnariat

Fitch Group n'est pas une société cotée. Son actionnariat est partagé entre Fimalac et le groupe américain Hearst Corporation qui a acquis une participation à hauteur de 20% en 2006.

Par la suite, de nouvelles cessions sont intervenues entre 2009 et 2015 (20% en 2009, 10% en 2012 et 30% en 2015) transférant à Hearst 80% du capital de Fitch Group.

Fimalac détient à la date du présent rapport une participation de 20% dans Fitch Group. Pour autant, Fimalac conserve des droits importants au sein de la Société. Marc Ladreit de Lacharrière demeurera Président du Conseil d'Administration de Fitch Group jusqu'au moins en 2020 et Président de son comité stratégique.

Figure 8
Organigramme du Fitch Group



Source : Rapport Annuel 2016 Fimalac

Marché et concurrence

Fitch Ratings est en concurrence à l'échelle locale et internationale avec d'autres agences de notation, mais aussi avec des banques d'investissement, des sociétés de courtage, des gestionnaires d'actifs et des sociétés d'études indépendantes publiant des opinions de crédit, des données et des analyses.

Les principaux concurrents de Fitch Group sont les deux autres grandes agences de notation : Moody's Investors Service (Moody's) et Standard & Poor's Rating Services (S&P), filiale de The McGraw-Hill Companies.

Les trois grandes agences ont une certaine spécialisation par type d'émetteur. Ainsi, Moody's est spécialisé dans la notation d'institutions non financières privées, Fitch dans la notation d'institution financières, et S&P dans la notation d'Etats.

Au 31 Décembre 2016, le chiffre d'affaires de S&P s'établissait à 5 661 M\$, celui de Moody's à 3 604 M\$, et celui de Fitch à 1 171 M \$.

Les différentes activités de Fitch Group

- **Division Fitch Ratings**, département de notation financière.

La division Fitch Ratings constitue le cœur de l'activité du groupe Fitch. Son savoir-faire dans la notation financière est mondialement reconnu.

Au cours de l'exercice 2016, le chiffre d'affaires de la plupart des segments a évolué de manière satisfaisante à la faveur d'une hausse des émissions, de la demande pour les opinions de crédit de Fitch ainsi que des efforts en vue de développer l'activité du Groupe à l'échelle mondiale.

- **Division Fitch Solutions**, département de recherche.

Cette division a été créée en 2008, elle gère les activités de commercialisation de données et d'outils analytiques du groupe.

- **Division Fitch Learning**, dans l'enseignement et la formation.

Créé en 2013 suite à l'acquisition de 7city, ce département fournit des activités de formation continue et d'enseignement professionnel dans le domaine de la finance. Fitch Learning propose des offres de formation sur-mesure à des particuliers ainsi qu'à des entreprises.

- **Division BMI**, Business Monitor International (information financière).

En 2014, Fitch Group a acquis Business Monitor International pour se développer dans le domaine de l'information financière. BMI regroupe aujourd'hui les activités d'analyse de risques pays et d'études sectorielles.

V.B.2. Données financières

Les activités de Fitch Group ont enregistré un chiffre d'affaires de 1 170,9 M\$ en 2016, par rapport à 1 168,7 M\$ pour la période équivalente de 2015. Converti en euros, le chiffre d'affaires ressort à 1 057,8 M€, contre 1 051,5 M€, soit une augmentation de + 0,6 % en données publiées et de + 2,3 % en données comparables (à taux de change et périmètre constants). L'EBITDA s'est établi à 526,1 M\$ sur l'exercice 2016 par rapport à 508,0 M\$ lors de la période correspondante de l'année 2015.

Le groupe anticipe des résultats 2017 en hausse. La division *Rating* devrait profiter des taux d'intérêt actuels bas qui incitent les entreprises à émettre. Il en est de même pour les banques qui ont des besoins toujours importants en termes de fonds propres et quasi fonds propres. En revanche, les divisions Fitch Learning et BMI enregistrent des résultats moins bons qu'escomptés.

V.B.3. Mise en œuvre de la valorisation

V.B.3.a. Pacte d'actionnaires et conséquences sur la valorisation

Concomitamment à la dernière cession de mars 2015, les deux parties, Fimalac et Hearst, ont conclu un avenant à leur pacte d'actionnaires de 2006.

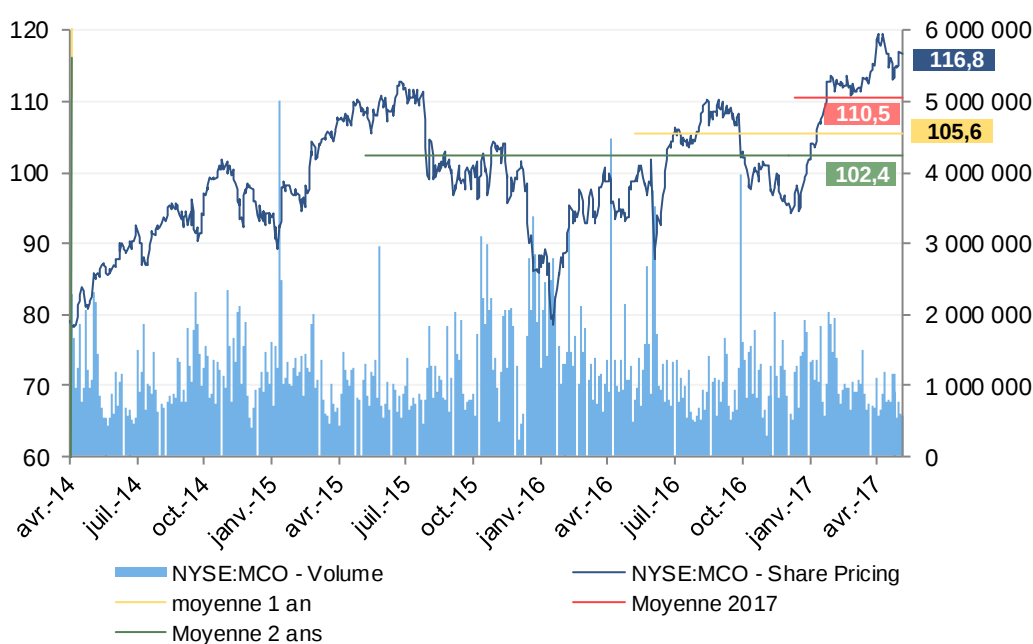
Le protocole comporte une promesse d'achat par Hearst de la participation de 20% encore détenue par Fimalac à compter du deuxième anniversaire de la cession des 30%, soit depuis mars 2017 et ce pour une durée indéterminée. Le protocole indique que Fimalac peut irrévocablement exiger de Hearst qu'il acquière sa participation dans Fitch (en une ou deux occasions séparées, la première devant dans ce cas couvrir au minimum 50% de sa participation) pour un prix en numéraire en dollars, intégralement payable à la date de l'acquisition. Il existe concomitamment une promesse de vente au profit du groupe Hearst en cas de décès de M. Marc Ladreit de Lacharrière exerçable au bout de deux ans.

En cas d'exercice de l'une ou l'autre de ces options, le protocole prévoit une méthode de fixation du prix. Celui-ci est fondé sur le multiple Valeur d'entreprise / EBITDA de Moody's. Le multiple ainsi obtenu est ensuite appliqué au dernier EBITDA de Fitch Group.

Le protocole en place et le fait que l'option de vente soit dès à présent exerçable à la main de Fimalac conduit à considérer la valeur ressortant de l'application de ce protocole d'accord à la date d'aujourd'hui comme l'élément de référence pour la valorisation de Fitch.

Pour autant, il s'agit d'un point de référence élevé et qui n'est pas exempt de risque, dans la mesure où (i) le cours de Moody's est à son point le plus haut actuellement (cf. Figure 9), dans un contexte où les niveaux actuels de taux d'intérêt favorisent l'activité des agences de notation, (ii) le protocole, appliqué à date, prévoit la valorisation des acquisitions récentes à leur niveau d'acquisition², (iii) le produit de cession qui reviendrait *in fine* à Fimalac demeure sensible au niveau de la parité euro dollar.

Figure 9
Evolution du cours de bourse de Moody's depuis avril 2014



Sources : Associés en Finance, Capital IQ

Les conditions d'application du protocole d'accord induisent un multiple EV/EBITDA à la date d'aujourd'hui de 13,5x.

Ce niveau de référence de multiple VE/EBITDA de Moody's est historiquement élevé en raison de la hausse du cours de Moody's comme illustré dans la Figure 9. Pour rappel, en avril 2009, la cession de 20% s'est faite sur la base d'un multiple d'EBITDA de 8,9x, en 2012, la cession de 10% s'est faite sur la base d'un multiple d'EBITDA de 7,6x et en mars 2015, la cession de 30% s'est faite sur la base d'un multiple de 12,8x.

² Les entreprises récemment acquises sont retenues pour une durée de cinq ans à leur valeur d'acquisition (soit jusqu'en 2018 et 2019 pour respectivement 7City et BMI)

L'activation de l'option de vente étant possible depuis mars 2017, seul est retenu dans le présent calcul le niveau d'EBITDA 2016 de Fitch (ajusté des bonus, comme prévu au protocole).

V.B.3.b. Résultats et sensibilité

La valeur de la participation de Fimalac à hauteur de 20% dans Fitch ressort dans nos calculs et selon l'application du protocole, dans une fourchette comprise entre 1 273 M€ et 1 534 M€, selon le niveau de la parité euro dollar et selon la période de référence des cours de Fitch retenue³.

La sensibilité à la période de référence du cours de Fitch permet de mesurer l'effet sur la valeur d'une cession décalée dans le temps par rapport aux conditions immédiates, une telle cession décalée pouvant se réaliser à des conditions moins élevées.

Le Tableau 6 indique également les résultats obtenus en calculant le multiple de référence de Moody's sur des bases légèrement différentes de la stricte application du protocole⁴.

La valorisation obtenue demeure sensible au niveau de la parité euro / dollar. Une variation de 5%, de cette parité induit un impact de 70 à 80 M€ sur la valorisation pour Fimalac de sa quote-part de Fitch.

Tableau 6
Tableau de sensibilité de la valorisation de la quote-part de Fimalac dans Fitch Group

Valeur de la quote-part détenue par Fimalac (M\$)			Multiple VE/EBITDA 16		Sensibilité à la parité EURUSD						
						-10%	-5%	Moy. 1M	Spot	+5%	+10%
						1,007	1,063	1,073	1,119	1,175	1,230
 Protocole		1 630		13,5x	Moy. 1M \$ 116,2	1 619	1 534	1 519	1 457	1 388	1 325
		1 455		12,0x	Moy. 2A \$ 102,4	1 446	1 370	1 356	1 301	1 239	1 183
		1 495		12,3x	Moy. 1A \$ 105,6	1 485	1 407	1 393	1 337	1 273	1 215
		1 557		12,8x	Moy. 2017 \$ 110,5	1 547	1 465	1 451	1 392	1 326	1 266
 Associés en Finance		1 667		13,8x	Moy. 1M \$ 116,2	1 655	1 568	1 553	1 490	1 419	1 354
		1 489		12,2x	Moy. 2A \$ 102,4	1 479	1 401	1 388	1 331	1 268	1 210
		1 530		12,6x	Moy. 1A \$ 105,6	1 519	1 439	1 425	1 367	1 302	1 243
		1 593		13,1x	Moy. 2017 \$ 110,5	1 582	1 499	1 484	1 424	1 356	1 294

Source : Associés en Finance

³ La valorisation présentée prend en compte, après application du protocole, deux éléments complémentaires : en premier lieu, la fiscalité latente (imposition au titre des plus-values mais également utilisation des reports déficitaires qui existent au niveau de Fimalac, et qui seraient utilisés en cas de cession de la participation résiduelle dans Fitch). Par ailleurs, une partie significative des liquidités de Fitch sont situées au Royaume-Uni, et leur rapatriement aux Etats-Unis, dans la tendance actuellement prônée par l'administration américaine, induirait un frottement fiscal.

⁴ Associés en Finance analyse par ce calcul le résultat obtenu lorsque l'on applique les éléments usuels de passage entre valeur des fonds propres et valeur d'entreprise, et plus spécifiquement la prise en compte du nombre d'actions diluée, des intérêts minoritaires, des provisions pour retraites et des actifs financiers.

V.C. Evaluation de la participation de Fimalac dans Webedia

V.C.1. Généralités et chiffres clés de Webedia

Présentation

Webedia est le premier groupe internet en France dédié aux thématiques du loisir et du divertissement. L'entreprise exploite cinquante marques, présentes en France et à l'étranger notamment aux Etats-Unis, au Brésil, en Allemagne et en Espagne. En parallèle de ses activités d'exploitation de marques Internet, Webedia accompagne de grands clients Français et Internationaux dans la définition et la réalisation de leurs stratégies digitales, et leur propose des solutions de publicité, de content marketing et de e-commerce. En février 2017, elle était classée 5^{ème} des groupes les plus visités en France, avec 28,3 millions de visiteurs sur le mois⁵.

Les chiffres clés du groupe sont présentés dans le Tableau 7.

Tableau 7
Résultats Financiers et Budget 2017

	2015		2016		2017	
	CA	EBITDA/CA	CA	EBITDA/CA	CA	EBITDA/CA
Publishing France Historique	54 288	37%	54 857	33%	59 195	31%
Acquisition Publishing France	57 100	16%	86 719	19%	142 137	18%
Brand Services France	18 545	12%	23 984	2%	35 924	18%
International	44 854	21%	58 772	19%	90 616	20%
Fonctions Transverses	-	nd	-	nd	-	nd
Total hors projets en développements	174 787	15%	224 332	13%	327 872	15%

L'intention du Groupe Fimalac pour les prochaines années est de poursuivre le développement de son pôle Digital, tant en France qu'à l'international, pour en faire un leader sur ses thématiques spécialisées. Le service aux grandes marques est aussi un thème de développement. De multiples initiatives ont été prises récemment, par exemple dans le domaine du « e-sport » ou pour le développement de talents sur Youtube.

Les activités de l'exercice 2016 sont globalement en avance sur le plan de marche initial. Le secteur Digital a enregistré un chiffre d'affaires en 2016 de 224 M€, y compris l'impact des acquisitions réalisées au cours de l'exercice *prorata temporis* et un EBITDA de 30 M€ sur environ 50 marques.

Actionnariat de Webedia

Suite à l'augmentation de capital réalisée en février 2016 pour financer les développements de ce secteur, Fimalac détenait 79,2 % de Webedia au 31 décembre 2015. Au 7 avril 2017, la part du

⁵ Selon le classement Mediametrie/NetRatings de février 2017, un groupe étant la consolidation des marques détenues par une même entité.

groupe dans l'actionnariat de Webedia se monte à 94.75% (pré-dilution) et à 92,46% après prise en compte des instruments dilutifs (**Tableau 8**).

Tableau 8
Actionnariat de Webedia

	PRE-DILUTION	POST-DILUTION
Fimalac	94,75%	92,46%
Managers	3,37%	5,71%
GML /MLL	1,64%	1,60%
Autres	0,23%	0,23%
Total	100,0%	100,0%

Source : Webedia, Associés en Finance

Le secteur internet et la stratégie de développement de Webedia

Au 25 mars 2017, on recense 3.7 milliards d'utilisateurs d'Internet dans le monde, soit un taux de pénétration de près de 50%⁶, et une hausse de près de 10% par rapport au taux de pénétration de 2015. Une forte disparité existe entre les pays en développement et les pays développés, notamment sur le continent Africain, où le taux de pénétration est inférieur à 30%.

Le secteur est en forte croissance au niveau mondial, et devrait continuer à croître rapidement au cours des prochaines années. Cette croissance s'explique par la mise en place d'infrastructures permettant aux populations d'avoir accès à internet, ainsi qu'au développement d'objets connectés.

En lien avec la croissance du secteur et du nombre d'utilisateurs, le montant des investissements publicitaires en ligne s'élevait à 3,45 Mds€ en 2016⁷. Le montant total des investissements publicitaires devrait croître de 4% à 5% à l'échelle mondiale à l'horizon 2019. Les dépenses publicitaires dans les supports internet mobiles devraient être les plus concernées par cette augmentation, avec une hausse prévue de 20%⁸.

Webedia se développe autour de 5 axes verticaux et 3 *business models* (cf. Figure 10). Les 5 axes de développement sont le cinéma, les jeux vidéo, la mode, la cuisine et les voyages. Ceux-ci sont ensuite déclinés en fonction de trois *business models* : l'activité la plus ancienne de *Publishing* dont les sources de revenus proviennent de la publicité, les activités de services et le e-commerce. Le schéma de la Figure 10 décline les différents axes et *business models* de Webedia et quelques-uns de ses sites.

Webedia a poursuivi sa politique active d'investissement en 2016. Webedia développe par ailleurs son implantation internationale, avec une présence sur la plupart de ses activités notamment en Allemagne, en Espagne, au Brésil et aux Etats-Unis.

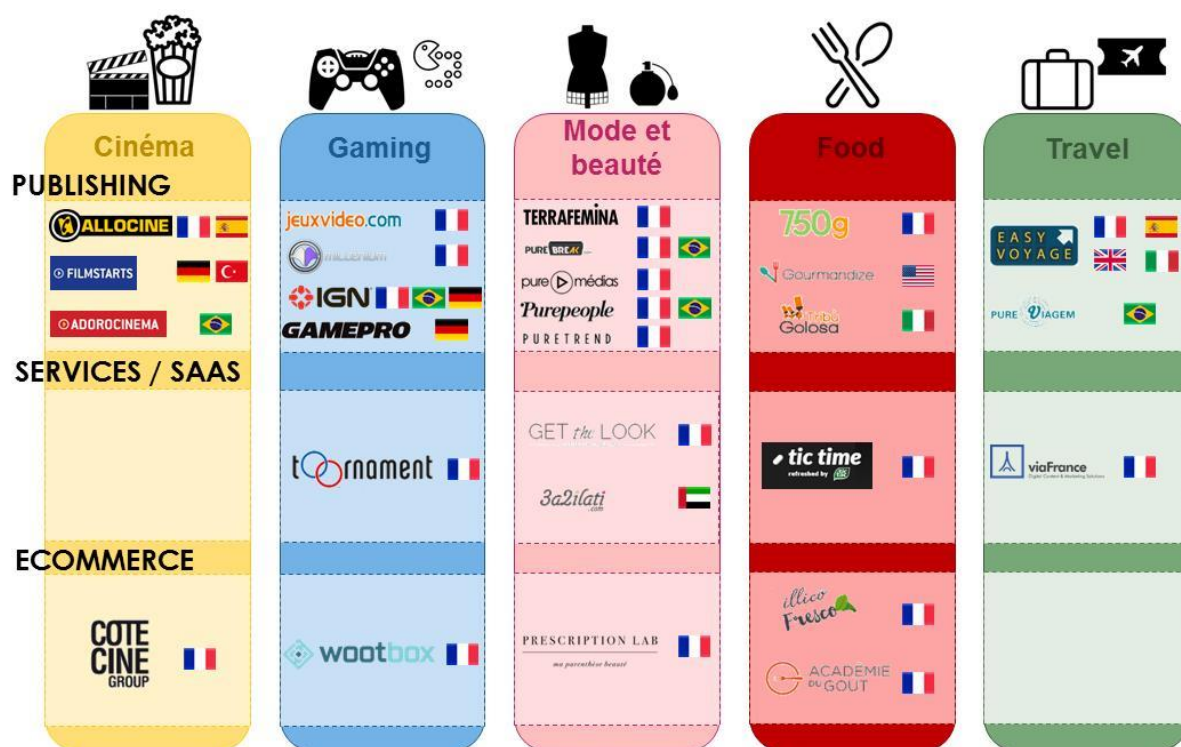
⁶ Source : Internet World Stat

⁷ Source : Observatoire de l'e-publicité

⁸ Source : Etude Zenith 2017

Pour financer ces nouvelles acquisitions, une nouvelle augmentation de capital de 300 M€ a été réalisée en février 2016. Celle-ci a été principalement souscrite par Fimalac (par incorporation de son compte-courant).

Figure 10
Verticalisation et Business Models de Webedia



Source : Webedia, Associés en Finance

Tableau 9
Matrice SWOT de Webedia

Forces	Faiblesses
- Positionnement unique en Europe qui vise à s'affranchir de la domination des GAFAS et des risques liés à l'Adblock - Modèle verticalisé avec plusieurs business models - Revenus diversifiés - De bons actifs sur les marchés en forte croissance (Data, Talents, eSport) - Forte capacité à évoluer rapidement et à dupliquer ses business models à l'étranger - De bons moyens financiers grâce à un actionnaire puissant - Capacité à recruter des profils pointus	- Le groupe n'est pas présent en Asie où la croissance est la plus importante - Activité récente, manque d'expérience dans le eCommerce - Déploiement à l'international parfois complexe - Forte dépendance aux revenus publicitaires qui dépendent des cycles économiques - Société en construction qui doit intégrer un nombre important d'acquisitions et générer les synergies attendues
Opportunités	Menaces
- Nombreuses synergies à mettre en œuvre - Développement sur les métiers de producteurs de contenu (Jeux-vidéo, TV show, cinéma...)	- Forte concurrence des GAFAS - Montée en puissance de l'Adblock qui réduit les revenus des sites - Marché publicitaire très compétitif - Un modèle économique qui évolue très vite - Risque technologique

Source : Webedia, Associés en Finance

V.C.2. Valorisation de la participation Webedia

Comme indiqué précédemment dans le Tableau 5, les méthodes retenues pour l'évaluation de Webedia sont à titre principal la méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie et la dernière transaction réalisée, et à titre indicatif, la méthode des multiples boursiers et des transactions de comparables.

V.C.2.a. Méthode DCF to firm

Associés en Finance a pris connaissance des budgets 2017 et 2018 établis par le management de Webedia. Ceux-ci intègrent un certain nombre d'acquisitions et de cessions. Le taux de croissance du chiffre d'affaires prévu est supérieur à 30% tandis que la marge d'EBITDA anticipée est également en nette progression.

Le budget communiqué est volontariste, notamment en terme de prévision de marge avec un périmètre de la société qui évolue significativement. Sur les trois dernières années, Webedia a acquis des participations dans plus de 40 sociétés, cette dynamique rend difficile l'appréciation des prévisions du groupe.

Pour tenir compte du caractère volontariste des budgets, deux scénarios de valorisation sont présentés : le premier retient pour les exercices 2017 et 2018 les anticipations de chiffre d'affaires et d'EBITDA communiquées par la société. Dans le second scénario, la réalisation de ce budget est décalée de deux années.

Prorogation du budget et autres données prévisionnelles : Scénario 1

A partir du budget, Associés en Finance a construit un plan d'affaires de long terme qui permet de revenir sur des niveaux normatifs d'équilibre en termes d'investissement et de maturité de l'activité. Pour l'extrapolation des données sur le long terme, la méthode d'élaboration des prévisions retenue dans Trival®, telle que décrite en annexe 2, a été utilisée. Les principales hypothèses de modélisation sont les suivantes :

- Les prévisions à long terme sur le chiffre d'affaires et la marge opérationnelle sont élaborées en liaison avec l'environnement économique et concurrentiel. La croissance de l'activité est progressivement réduite, conformément aux prévisions retenues pour les sociétés exposées à des facteurs de marché similaires dans Trival®.
- Le niveau d'investissement et le BFR en pourcentage du chiffre d'affaires sont maintenus stables au fur et à mesure de la normalisation de la croissance de la société. La variation du BFR est non significative et les investissements normatifs s'établissent à 2.5% du chiffre d'affaires.
- Associés en Finance retient le taux d'impôt de 28% issu de la Loi de Finance 2017 à partir de 2019, auquel s'ajoute la contribution sociale (3,3% de l'IS) ;

Les tendances du plan d'affaires et de l'extrapolation sont les suivantes :

- Une croissance moyenne annuelle du chiffre d'affaires d'environ +8% entre 2017 et 2030, et de 2,2% en moyenne au-delà ;
- Une marge d'EBITDA moyenne supérieure à 15% sur toute la durée des prévisions. Il est à noter que le développement dans le e-commerce aura tendance à réduire les marges en pourcentage du chiffre d'affaires.

Conformément aux principes de modélisation retenus dans Trival®, la croissance du chiffre d'affaires et des marges se réduit au fil du temps afin d'atteindre en fin de période de modélisation une rentabilité sur capitaux investis normative.

Prorogation du budget et autres données prévisionnelles : Scénario 2

Il s'agit d'un scénario plus prudent dans lequel la réalisation du budget a été décalée de deux ans.

Les tendances du plan d'affaires retenues dans le scénario 2, outre les éléments déjà soulignés sur les investissements et le BFR, sont les suivantes :

- Une croissance moyenne annuelle du chiffre d'affaires d'environ +9% entre 2017 et 2030, et de 2,2% en moyenne au-delà ;
- Une marge d'EBITDA également supérieure à 15% en moyenne mais décalée de 2 ans.

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

La méthode *DCF to firm* détermine dans un premier temps une valeur d'entreprise dont est ensuite déduite la dette (ou à laquelle inversement est ajoutée la trésorerie nette positive) ainsi que d'autres ajustements effectués pour aboutir à la valeur des fonds propres. Les méthodes habituellement

utilisées par les évaluateurs consistent à examiner la situation de la trésorerie et des provisions au bilan et à intégrer ces provisions avec discernement dans la valorisation lorsqu'elles peuvent être considérées comme des engagements et donc comme des équivalents de dettes.

Dans cet esprit, et sur la base des données communiquées à fin décembre 2016, Associés en Finance a pris en compte les éléments suivants pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de Webedia (cf. Tableau 10) :

- La dette bancaire et les équivalents de trésorerie et disponibilités ;
- Les dettes au titre des minoritaires et compléments de prix ;
- Les produits de l'exercice futur des BSCPE.

Des ajustements post-clôture sont également à prendre en compte, la société ayant procédé à des cessions et acquisitions depuis. Enfin, les déficits reportables ne sont pas intégrés, car il n'est pas prévu que ceux-ci puissent être utilisés dans un horizon de temps prévisible.

Tableau 10
Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (M€)

Eléments de passage réévalués au 28 avril 2017 sur la base des comptes au 31 décembre 2016	M€
Trésorerie nette	21,0
Compte courant Fimalac	(81,6)
Dettes minoritaires et compléments de prix	(124,8)
Dette financière nette au 31/12/2016	(185,4)
Produits de l'exercice des BSCPE	10,6
Ajustements post clôture	
Acquisitions / Cessions	8,2
Total ajustements	(166,6)

Sources : Fimalac, Associés en Finance

Les ajustements pris en compte pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres retranchent 166,6 M€.

Coût moyen pondéré du capital utilisé pour l'actualisation des flux prévisionnels

Le coût moyen pondéré du capital qui résulte des estimations d'Associés en Finance dans son modèle Trival® de *DCF to firm* prend en compte, pour chaque société, l'ensemble des risques encourus et la taille de la société conformément à la méthodologie Trival®. Le risque relatif de Webedia résulte des éléments suivants :

- Sur la base de l'analyse de la matrice de forces et faiblesses (Tableau 9), le risque de prévision retenu est de 8 sur une échelle croissante de risque de 1 à 9 dans le premier scénario. Cette note élevée est justifiée par des prévisions de croissance très forte dans un secteur où les modèles économiques évoluent très vite et où la compétition est rude. Dans le second scénario, le risque de prévision retenu est de 7 afin de prendre en compte les prévisions plus prudentes de croissance.
- Le risque financier est neutralisé et équivaut à 3 sur une échelle de 1 à 5.
- Le risque sectoriel s'élève à 0,82 sur la base du bêta boursier sectoriel de l'indice Eurostoxx Media.

Sur le fondement de ces éléments, le risque opérationnel du titre Webedia s'établit entre 1,25 et 1,41 selon le scénario retenu au 30 mai 2017. Calculé en valeur de marché, le coefficient de taille est de 1,29.

Calculé sur la base des primes moyennes constatées sur les trois derniers mois, le coût moyen pondéré des capitaux (WACC) après impôt s'élève à 9,0% pour Webedia dans le premier scénario et 8,04% dans le second, comme l'indique le Tableau 11. Le niveau des flux actualisés dans le second scénario est plus faible que dans le premier, en raison des hypothèses plus prudentes de croissance, qui justifient par conséquent un taux d'actualisation plus faible.

Tableau 11
WACC après impôt de Webedia à fin mai 2017

Dans le premier scénario, la note de risque de prévision est de 8

	Paramètres de marché	Paramètres Webedia
Prime de risque opérationnel	5,80%	8,19% = (1,41*5,80%)
Prime de taille	2,98%	3,86% = (1,29*2,98%)
Ordonnée à l'origine	-3,05%	-3,05%
WACC après impôt	5,73%	9,00%

Dans le second scénario, la note de risque de prévision est de 7

	Paramètres de marché	Paramètres Webedia
Prime de risque opérationnel	5,80%	7,23% = (1,25*5,80%)
Prime de taille	2,98%	3,86% = (1,29*2,98%)
Ordonnée à l'origine	-3,05%	-3,05%
WACC après impôt	5,73%	8,04%

Source : Associés en Finance

L'évaluation de Webedia par la méthode *DCF to firm* et sur la base de la moyenne 3 mois du coût moyen pondéré des capitaux après impôt s'établit à 750 M€ soit 576 euros par action, au 30 mai 2017.

Il convient à cet égard de souligner que les taux d'actualisation constatés sur les marchés financiers (taux sur les fonds propres, et taux Wacc) sont actuellement à des niveaux historiquement très bas.

Analyse de sensibilité des résultats obtenus

Le Tableau 12 indique la sensibilité de la valorisation obtenue au taux d'actualisation. La fourchette de prix retenue est comprise entre 539 € et 616 € par action Webedia.

Tableau 12
Analyse de la sensibilité au taux d'actualisation de la valorisation de Webedia à fin mai 2017

		Coût du capital				
		-0,50%	-0,25%	Moy. 3 mois	0,25%	0,50%
		8,50%	8,75%	9,00%	9,25%	9,50%
Scénario 1	Valeur d'entreprise @100%	964	939	914	891	869
	Valeur des fonds propres @100%	798	772	748	725	702
	Valeur de l'action	612 €	593 €	574 €	556 €	539 €
Scénario 2	Valeur d'entreprise @100%	974	945	918	892	867
	Valeur des fonds propres @100%	807	779	751	725	701
	Valeur de l'action	620 €	598 €	577 €	557 €	538 €
Moy. Scénarios 1 et 2	Valeur d'entreprise @100%	969	942	916	892	868
	Valeur des fonds propres @100%	802	775	750	725	701
	Valeur de l'action	616 €	595 €	576 €	557 €	539 €

Source : Associés en Finance

V.C.2.b. Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)

La Méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples auxquels s'échangent les titres de sociétés cotées du même secteur ou présentant des caractéristiques opérationnelles proches, et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants pour la société étudiée.

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

Compte tenu des spécificités que l'activité de Webedia présente et de son développement sur plusieurs axes et plusieurs *business model*, il n'existe pas de société qui lui soit pleinement comparable. Toutefois a été retenu un échantillon de 18 sociétés cotées opérant sur des domaines d'activités comparables à l'un des *business models* de Webedia. Rappelons que les différentes activités de Webedia peuvent afficher des marges très différentes les unes des autres.

Le Tableau de l'annexe 3 décrit plus précisément les différentes sociétés retenues, tandis que le Tableau 13 en présente les caractéristiques opérationnelles, en termes de marges et de croissance.

Tableau 13
Caractéristiques opérationnelles de l'échantillon retenu (M€)

Société	Pays	Pays	CA	EBITDA	EBIT	TCAM 2017-2019			Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
			2016R	2016R	2016R	CA	EBITDA	EBIT	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
Tier 1 : Europe														
Criteo S.A.		France	652,8	159,1	111,4	19,8%	26,4%	42,8%	31,0%	32,4%	34,5%	15,9%	18,9%	22,5%
Axel Springer SE		Germany	3 290,2	539,9	311,0	3,4%	7,3%	9,3%	18,6%	19,5%	20,0%	13,5%	14,5%	15,1%
XING AG		Germany	145,9	41,0	37,3	17,8%	23,2%	24,0%	32,9%	33,8%	36,0%	25,9%	27,2%	28,7%
Scout24 AG		Germany	442,1	199,0	140,6	9,2%	12,2%	11,0%	51,6%	53,3%	54,4%	49,6%	50,4%	51,3%
Schibsted ASA		Norway	1 678,8	227,9	171,9	6,6%	24,8%	31,2%	15,3%	18,7%	21,0%	12,0%	15,4%	18,2%
Amadeus IT Group, S.A.		Spain	4 472,9	1 702,5	1 241,7	6,0%	6,5%	6,5%	38,2%	38,4%	38,6%	27,5%	27,5%	27,8%
Rightmove plc		United Kingdom	253,1	187,5	186,0	8,8%	9,2%	9,2%	75,7%	76,1%	76,3%	74,8%	75,0%	75,3%
Auto Trader Group plc		United Kingdom	349,7	234,2	224,5	7,1%	9,1%	9,3%	69,1%	70,6%	71,7%	66,6%	68,3%	69,3%
Tier 2 : Autres zones géographiques														
Expedia, Inc.		United States	7 843,6	959,4	517,6	12,1%	19,3%	40,6%	18,2%	19,4%	20,6%	7,3%	9,2%	11,4%
TripAdvisor, Inc.		United States	1 323,1	192,2	149,3	11,0%	16,5%	36,8%	20,3%	19,7%	22,3%	8,6%	8,9%	13,0%
WebMD Health Corp.		United States	630,3	168,3	152,4	5,1%	6,1%	5,6%	32,9%	33,1%	33,5%	23,7%	23,6%	23,9%
Yelp Inc.		United States	637,5	19,2	(1,3)	16,5%	29,1%	nd	16,6%	18,2%	20,3%	(0,9%)	1,9%	4,0%
XO Group Inc.		United States	136,0	18,1	16,0	nd	nd	nd	17,6%	20,7%	nd	8,5%	12,1%	nd
The Priceline Group Inc.		United States	9 604,2	3 711,0	3 434,7	15,3%	17,0%	17,5%	38,0%	38,5%	39,2%	37,1%	38,4%	38,6%
Sabre Corporation		United States	3 015,8	649,4	469,9	6,9%	8,4%	10,0%	30,6%	30,9%	31,4%	20,4%	20,7%	21,6%
IAC/InterActiveCorp		United States	2 807,1	375,1	250,4	10,9%	22,4%	29,8%	18,6%	20,9%	22,6%	11,4%	14,2%	15,6%
Yahoo Japan Corporation		Japan	6 483,3	1 833,9	1 560,9	7,3%	9,5%	9,6%	27,2%	27,6%	28,3%	22,7%	23,2%	23,7%
Webjet Limited		Australia	118,5	31,5	27,7	17,4%	26,3%	28,0%	31,7%	33,1%	36,7%	27,6%	29,3%	32,8%
Moyenne						11,2%	17,3%	22,4%	25,8%	27,0%	28,9%	17,4%	19,0%	21,2%
Médiane						10,9%	18,2%	24,0%	27,2%	27,6%	29,9%	15,9%	18,9%	22,1%

Source : Associés en Finance, Capital IQ

Notes : données financières calendarisées au 31-déc ; les multiples présentés tiennent compte des prévisions de dettes pour chaque exercice considéré

Les multiples boursiers sont présentés dans le Tableau 14 pour les deux sous-échantillons (le premier regroupe des sociétés européennes tandis que le second regroupe des sociétés américaines et une japonaise). Les multiples sont calculés sur la base des cours moyens pondérés par les volumes sur un mois au 30 mai 2017.

Nous avons écarté les multiples de chiffre d'affaires, compte tenu des différences de marge entre les différentes sociétés et retenu les multiples d'EBITDA et d'EBIT sur l'horizon le plus lointain, 2018 et 2019. Nous ne retenons pas les multiples d'EBITDA et d'EBIT 2017, les marges de Webedia ne reflétant pas encore le niveau de marges normatives de ses différentes activités.

Tableau 14
Valorisation par les multiples boursiers

Société	Capitalisation	Valeur	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT		
	boursière	d'entreprise	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
Tier 1 : Europe											
Criteo S.A.	3 050,6	2 869,8	3,28x	2,69x	2,29x	10,6x	8,3x	6,6x	20,7x	14,2x	10,1x
Axel Springer SE	5 877,2	7 320,7	2,13x	2,01x	1,91x	11,4x	10,3x	9,5x	15,7x	13,9x	12,6x
XING AG	1 220,3	1 149,7	6,47x	5,38x	4,49x	19,7x	15,9x	12,5x	25,0x	19,8x	15,6x
Scout24 AG	3 568,4	4 169,1	8,49x	7,52x	6,66x	16,5x	14,1x	12,2x	17,1x	14,9x	13,0x
Schibsted ASA	4 984,8	5 190,1	3,12x	2,76x	2,53x	20,4x	14,8x	12,1x	26,0x	17,9x	13,9x
Amadeus IT Group, S.A.	22 376,8	24 357,0	4,95x	4,58x	4,24x	13,0x	11,9x	11,0x	18,0x	16,6x	15,3x
Rightmove plc	4 493,2	4 472,7	ns	ns	ns	21,2x	19,3x	17,8x	21,5x	19,6x	18,0x
Auto Trader Group plc	4 592,9	4 999,1	ns	ns	ns	18,9x	17,2x	15,8x	19,6x	17,8x	16,3x
Tier 2 : Autres zones géographiques											
Expedia, Inc.	19 050,6	20 289,7	2,33x	2,05x	1,85x	12,8x	10,6x	9,0x	32,0x	22,3x	16,2x
TripAdvisor, Inc.	5 573,2	5 100,3	3,42x	2,93x	2,57x	16,9x	14,9x	11,5x	ns	32,9x	19,7x
WebMD Health Corp.	1 797,9	1 808,0	2,87x	2,79x	2,60x	8,7x	8,4x	7,7x	12,1x	11,8x	10,8x
Yelp Inc.	2 141,2	1 707,2	2,24x	1,89x	1,65x	13,5x	10,4x	8,1x	ns	ns	ns
XO Group Inc.	381,6	289,4	1,97x	1,79x	nd	11,2x	8,7x	nd	23,1x	14,8x	nd
The Priceline Group Inc.	81 179,1	83 784,6	7,49x	6,23x	5,19x	19,7x	16,2x	13,3x	20,2x	16,2x	13,5x
Sabre Corporation	5 920,7	8 848,3	2,71x	2,50x	2,28x	8,9x	8,1x	7,3x	13,3x	12,1x	10,6x
IAC/InterActiveCorp	7 010,5	7 542,7	2,64x	2,35x	2,15x	14,2x	11,3x	9,5x	23,2x	16,5x	13,8x
Yahoo Japan Corporation	22 226,0	18 755,1	2,49x	2,23x	1,99x	9,2x	8,1x	7,0x	11,0x	9,6x	8,4x
Webjet Limited	811,1	785,9	5,15x	4,25x	3,59x	16,2x	12,9x	9,8x	18,7x	14,5x	10,9x
Moyenne			3,86x	3,37x	3,06x	14,6x	12,3x	10,6x	19,8x	16,8x	13,7x
Mediane			2,99x	2,73x	2,53x	13,9x	11,6x	9,8x	19,9x	16,2x	13,6x

Sources : Associés en Finance, Capital IQ

Notes : données financières calendarisées au 31-déc ; les multiples présentés tiennent compte des prévisions de dettes pour chaque exercice considéré

En appliquant les multiples d'EBITDA et d'EBIT moyens 2018 et 2019 de l'échantillon (cf. Tableau 14) aux prévisions d'EBITDA et d'EBIT figurant dans le budget de Webedia et extrapolées dans le modèle *DCF to firm* d'Associés en Finance, les résultats de l'évaluation par cette méthode aboutissent à une valeur d'entreprise moyenne de 858 M€, à une valeur des fonds propres moyenne de 702 M€ et à une valeur implicite de 539 € par action Webedia, comprise entre 517€ et 616€.

V.C.2.c. Méthode des transactions (à titre secondaire)

Quelques transactions réalisées sur les cinq dernières années comparables à l'une des activités du groupe (Tier 1) ont été identifiées et ont été également retenues les principales acquisitions réalisées par Webedia depuis 2013 (Tier 2) (cf. Tableau 15). Les transactions sont détaillées dans l'annexe 4.

Tableau 15
Multiples de transactions de l'échantillon retenu

Date d'annonce	Cible	Acquéreur	%acquis	VE/CA	VE/EBITDA
Tier 1					
mars-16	PriceRunner	NS Intressenter	100,0%	4,0x	9,5x
juin-15	Dailymotion	Vivendi	80,0%	4,2x	n.a.
mars-15	7Pixel	Gruppo MutuiOnline	74,9%	4,9x	9,4x
juin-14	Car&Boat Media	Axel Springer Digital Class	51,0%	2,9x	n.a.
nov-13	MyLittleParis	Aufeminin Group	60,0%	2,9x	n.a.
sept-13	Meetic	Match.com	13,1%	2,5x	11,4x
mai-12	LeGuide.com	Lagardère Active	59,3%	2,6x	9,2x
Moyenne Tier 1				3,4x	9,9x
Médiane Tier 1				2,9x	9,4x
Tier 2 : acquisitions réalisées par Webedia dernièrement					
juil-16	n.c.	Webedia	n.c.	2,9x	9,0x
févr-17	n.c.	Webedia	n.c.	4,4x	9,5x (1)
Moyenne Tier 2				3,6x	9,3x
Médiane Tier 2				3,6x	9,3x
Moyenne Tier 1 & 2				3,5x	9,7x
Médiane Tier 1 & 2				2,9x	9,4x

(1) sur la base de l'EBITDA estimé 2017

Sources : Fimalac, Associés en Finance et Capital IQ

L'EBITDA 2016 de Webedia n'étant pas à un niveau normatif, le multiple de chiffre d'affaires est retenu ici.

Sur cette base, et compte tenu des ajustements permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres décrits précédemment, le prix par action de Webedia issu de la méthode des transactions comparables ressort entre 380 € et 611 € selon l'année de référence considérée.

V.C.2.d. Transactions récentes (à titre principal)

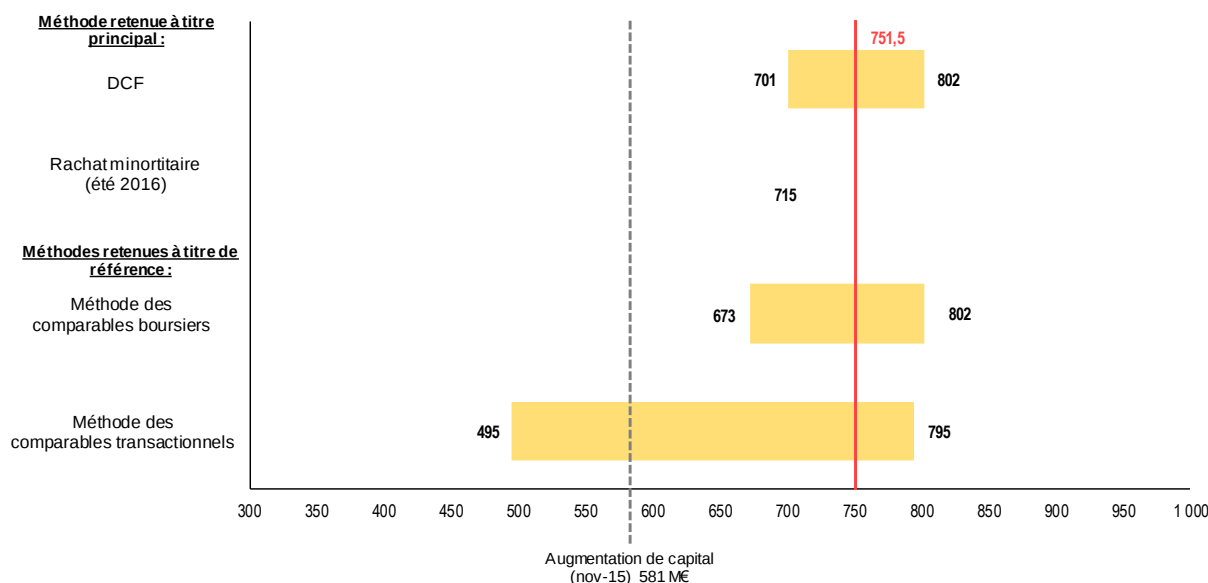
La société a procédé à une augmentation de capital en février 2016 sur la base d'une valorisation effectuée en novembre 2015. Cette opération a été réalisée au prix unitaire de 440€ par action, pour un montant total, en valeur des fonds propres de la société Webedia, de 581,4 M€.

Enfin, en août 2016, la société a également procédé à des rachats de minoritaires au prix unitaire de 562.5€ par action, soit pour un montant total en valeur des fonds propres de 715 M€. Cette transaction récente est considérée comme significative de la valeur de Webedia car résultant d'un processus de négociation entre les différents partis.

V.C.2.e. Synthèse de la valorisation de Webedia

La fourchette de valorisation de Webedia en valeur d'entreprise s'établit entre 868 M€ et 969 M€. La Figure 11 présente la synthèse de la valorisation en fonds propres de Webedia.

Figure 11
Synthèse de la valorisation de valeur des capitaux propres pour 100% de Webedia



Sources : Fimalac, Associés en Finance et Capital IQ,

La fourchette de valeurs de la quote-part de Fimalac dans Webedia (92,46%) est comprise entre 649 M€ et 742 M€, correspondant aux bornes extériorisées par la méthode DCF, la plus représentative du potentiel de création de valeur de Webedia, avec une valeur centrale de 751,5 M€.

V.D. Evaluation de la participation de Fimalac dans le pôle Entertainment

V.D.1. Présentation et chiffre clés du pôle Entertainment

Présentation

A partir de 2010, Fimalac crée une nouvelle division dans le secteur de l'Entertainment. Cette division fait aujourd'hui partie des leaders en France dans la production de spectacles et l'exploitation de salles et de centres sportifs. Fimalac Entertainment s'est construit par l'acquisition de sociétés déjà spécialisées dans ces domaines. Ainsi, en 2010, Fimalac a acquis 40% de la société Gilbert Coullier, un des leaders dans la production de spectacles en France et a également pris le contrôle majoritaire de Vega, société leader en France dans le domaine de l'exploitation de salles.

Les activités sont réparties au sein de 3 pôles :

- **Le pôle « Production »**, spécialisé dans l'organisation de spectacles, concerts et événements en France. Ce pôle regroupe notamment les sociétés de production : Pôle Nord Production, Gilbert Coullier Productions, Thierry Suc Productions, Auguri Productions, K-Wet Productions, Encore Productions, Miala, ...
- **Le pôle « Billetterie »**, spécialisé dans la gestion de logiciels de billetterie pour des événements culturels et sportifs. La filiale Entertainment possède notamment MyTicket (billetterie en ligne) et a mis en place une JV avec la Fnac.

-
- **Le pôle « Exploitation de salles »**, spécialisé dans la gestion et l'exploitation d'infrastructures dédiées au spectacle et au sport. Ce pôle se divise en 2 sous-pôles :
 - o L'exploitation de salles parisiennes telles que le théâtre Marigny, le Comédia, le théâtre de la Porte Saint-Martin, la salle Pleyel et le Comédie-Club ;
 - o L'exploitation de salles de spectacle et salles polyvalentes en province, ainsi que des piscines, patinoires et centres sportifs.

Chiffres clés de la branche Entertainment en 2016 :

- CA consolidé : 112,6 m€
- 1 203 employés
- 101 salles de spectacles sous gestion
- Plus de 200 artistes produits
- 4 parcs d'exposition
- 10 complexes sportifs
- 33 complexes aquatiques
- 4 patinoires
- 14 sociétés de production
- 12,4 millions de spectateurs ou visiteurs
- 8 000 événements par an

Marché et concurrence

Le secteur de l'Entertainment est un marché concurrentiel. La filiale Entertainment doit faire face aux ambitions de grands groupes étrangers tels que le géant du divertissement américain Live Nation mais également du groupe Vivendi.

Le secteur de l'Entertainment est un secteur relativement risqué. En effet, la rentabilité dépend fortement du succès commercial des spectacles produits dont le prix unitaire est élevé et qui doivent être amortis dans un laps de temps limité. Selon le succès rencontré, la rentabilité d'un spectacle peut être très élevée ou générer des pertes significatives. Le secteur est aujourd'hui pénalisé par l'environnement post-attentat qui a entraîné une diminution de la fréquentation des salles de spectacle et par la multiplication des comédies musicales en 2016 qui ont saturé le marché.

Matrice SWOT

La matrice SWOT représentée dans le Tableau 16 résume l'analyse des forces et faiblesses qu'Associés en Finance a menée sur le pôle Entertainment de Fimalac, sur laquelle s'appuie ensuite la détermination du risque attaché à cette activité.

Tableau 16
Matrice SWOT du pôle Entertainment

Forces	Faiblesses
- Leader sur le marché de la production de spectacles et d'exploitation de salles en France - Savoir faire des équipes	- Sensibilité à la conjoncture économique - Peu d'économie d'échelle - Fort aléa sur la rentabilité de chaque spectacle
Opportunités	Menaces
- Synergies possibles au sein de la branche avec des entités du groupe Fimalac (ex : Groupe Barrière) - le marché des spectacles est en croissance dans le monde - Nombreuses opportunités de nouvelles acquisitions	- Marché compétitif avec de faibles marges - Persistance de l'état d'urgence et des craintes post-attentats, induisant une baisse de la fréquentation

Source : Associés en Finance

V.D.2. Valorisation du pôle Entertainment

Comme indiqué en introduction sur les méthodes de valorisation, les méthodes retenues pour l'évaluation de la filiale Entertainment sont à titre principal la méthode des multiples boursiers et la méthode des transactions de comparables.

Compte tenu de la difficulté à établir des prévisions à moyen et long termes et à prévoir une marge normative sur ces activités, la méthode d'actualisation des flux prévisionnels ne peut être mise en œuvre.

V.D.2.a. Méthode des comparables boursiers

La pertinence de cette méthode analogique est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de groupes similaires en termes de profil de risque, de secteur d'activité, de taille et de rentabilité, mais aussi à la stabilité et à la régularité des niveaux de marges et de croissance sur l'horizon de mise en œuvre de ce type de méthode (en général prévisions à deux ou trois ans), ce qui n'est pas le cas actuellement, le niveau de marge de Fimalac Entertainment étant très faible. Par ailleurs, nous disposons uniquement d'une prévision de chiffre d'affaires et de marge d'EBITDA pour l'année 2017.

Compte tenu des spécificités de l'activité du pôle Entertainment présent sur plusieurs axes, il n'existe pas de société qui lui soit pleinement comparable. Toutefois a été identifié un échantillon de 13 sociétés comparables cotées opérant dans le domaine du divertissement. Les deux sociétés les plus comparables en termes d'activité sont Live Nation Entertainment et CTS Eventim. Elles sont toutes les deux actives dans les domaines de la production de spectacles, la billetterie en ligne et la gestion de salles de spectacles. Afin de retenir un plus grand nombre de comparables boursiers, ont été aussi retenues des sociétés opérant dans la gestion de multiplexes de cinéma et de théâtres ainsi que des sociétés plus présentes dans l'organisation et la gestion d'événements culturels (comme GL Events).

L'annexe 5 décrit plus précisément les différentes sociétés retenues, tandis que le Tableau 17 en présente les caractéristiques opérationnelles, en termes de marges et de croissance. Les niveaux de marge des comparables boursiers varient fortement d'une société à l'autre.

Tableau 17
Caractéristiques opérationnelles de l'échantillon retenu (M€)

Société	Pays	CA	EBITDA	EBIT	TCAM 2017-2019			Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
		2016R	2016R	2016R	CA	EBITDA	EBIT	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
Tier 1													
Live Nation Entertainment		7 469,3	535,3	174,4	7,6%	11,0%	27,5%	7,9%	8,2%	8,4%	2,8%	3,3%	3,9%
CTS Eventim		829,9	172,2	156,6	5,5%	10,2%	10,1%	22,7%	24,0%	24,7%	19,5%	20,8%	21,3%
Tier 2													
GL Events		953,0	129,2	77,1	1,0%	nd	1,3%	14,3%	14,0%	nd	9,0%	8,7%	9,1%
Fiera Milano		221,0	(3,7)	(12,1)	(1,5%)	19,0%	19,4%	8,5%	0,6%	12,4%	6,4%	(2,4%)	9,3%
DEAG Deutsche Entertainment		184,8	1,4	0,2	8,4%	33,5%	42,6%	4,2%	5,5%	6,4%	3,2%	4,5%	5,4%
Viad		1 077,2	106,6	68,4	nd	nd	nd	11,0%	11,2%	nd	6,5%	6,8%	nd
AMUSE		405,2	52,2	44,5	nd	nd	nd	11,2%	11,0%	11,1%	10,0%	10,1%	10,2%
Tier 3													
AMC Entertainment		2 892,8	488,8	249,0	4,1%	6,8%	18,9%	18,3%	18,8%	19,3%	6,7%	8,2%	8,7%
Cinemark		2 609,4	585,8	398,9	5,0%	6,5%	6,9%	24,6%	24,9%	25,3%	15,5%	15,8%	16,1%
Regal Entertainment		2 858,2	514,0	307,7	2,3%	3,5%	6,0%	20,4%	20,6%	20,9%	11,7%	12,1%	12,5%
Cineplex		981,3	152,3	82,0	7,1%	11,6%	12,9%	17,5%	18,4%	19,0%	10,2%	11,0%	11,3%
Cineworld Group		917,9	198,2	130,8	6,9%	6,9%	7,2%	22,3%	22,3%	22,3%	15,3%	15,3%	15,3%
Moyenne					4,6%	12,1%	15,3%	15,2%	15,0%	17,0%	9,7%	9,5%	11,2%
Médiane					5,3%	10,2%	11,5%	15,9%	16,2%	19,1%	9,5%	9,4%	10,2%

Sources : Associés en Finance, Capital IQ

Les multiples boursiers sont présentés dans le Tableau 18 pour les trois échantillons (le premier regroupe les sociétés les plus comparables en terme d'activité, le second regroupent des sociétés dont l'activité principale est l'évènementiel et le troisième correspond à des sociétés qui gèrent des salles de cinéma et de théâtre). Les multiples sont calculés sur la base des cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois à fin mai 2017.

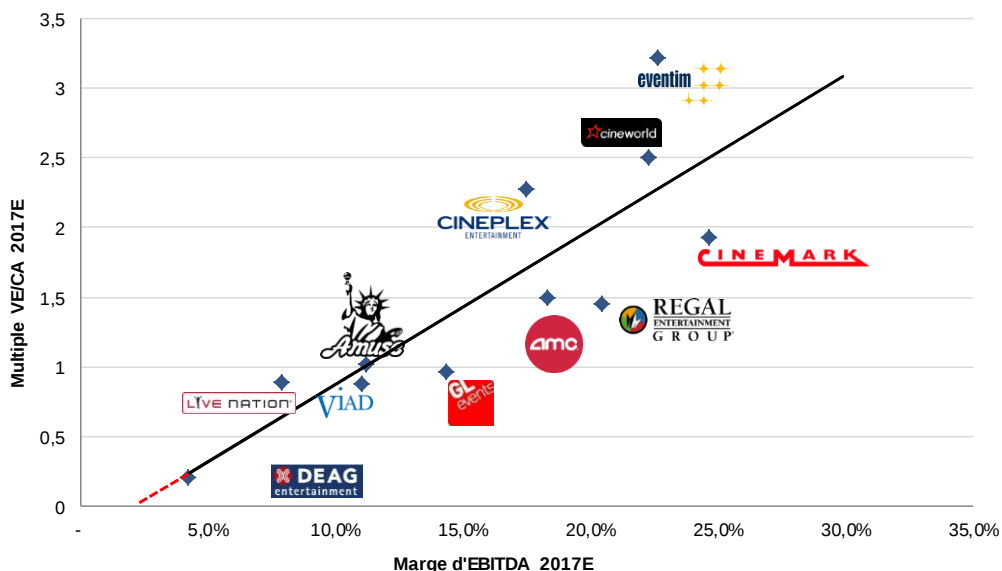
Tableau 18
Multiples de l'échantillon retenu

	Capitalisation	Valeur	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT		
Société	boursière	d'entreprise	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
Tier 1											
Live Nation Entertainment	6 211,9	6 796,0	0,89x	0,82x	0,70x	11,3x	10,0x	8,4x	32,1x	24,8x	18,0x
CTS Eventim	3 466,0	3 005,4	3,22x	3,02x	2,78x	14,2x	12,6x	11,2x	16,5x	14,6x	13,1x
Tier 2											
GL Events	521,4	960,5	0,96x	0,89x	0,86x	6,7x	6,3x	6,0x	10,7x	10,2x	9,7x
Fiera Milano	119,4	134,6	0,51x	0,66x	0,35x	5,9x	ns	2,8x	8,0x	ns	3,8x
DEAG Deutsche Entertainment	48,3	43,7	0,21x	0,16x	0,15x	4,9x	3,0x	2,3x	6,6x	3,6x	2,8x
Viad	832,8	835,1	0,87x	0,79x	nd	7,9x	7,1x	nd	13,4x	11,6x	nd
AMUSE	403,8	238,2	1,02x	1,13x	4,49x	9,1x	10,3x	ns	10,2x	11,1x	ns
Tier 3											
AMC Entertainment	3 074,0	7 185,2	1,50x	1,39x	1,30x	8,2x	7,4x	6,8x	22,4x	17,0x	14,9x
Cinemark	4 351,8	5 576,4	1,93x	1,80x	1,67x	7,8x	7,2x	6,6x	12,5x	11,4x	10,4x
Regal Entertainment	2 916,8	4 303,0	1,46x	1,37x	1,29x	7,1x	6,7x	6,2x	12,5x	11,3x	10,3x
Cineplex	2 229,8	2 509,7	2,27x	2,12x	1,93x	13,0x	11,5x	10,1x	22,4x	19,3x	17,1x
Cineworld Group	2 253,9	2 577,9	2,50x	2,29x	2,11x	11,2x	10,3x	9,5x	16,4x	15,0x	13,8x
Moyenne			1,44x	1,37x	1,60x	9,0x	8,4x	7,0x	15,3x	13,6x	11,4x
Mediane			1,24x	1,25x	1,30x	8,1x	7,4x	6,7x	12,9x	11,6x	11,7x

Source : Associés en Finance, Capital IQ

Les niveaux de marge d'EBITDA de Fimalac Entertainment étant très faibles, nous retenons une analyse par régression via les multiples VE/CA ajustés en fonction de la marge d'EBITDA comme présenté dans la Figure 12. La qualité de la régression est satisfaisante puisque le coefficient R² s'établit à 0,71.

Figure 12
Régression entre le multiple VE / Chiffre d'affaires et la marge d'EBITDA



Source : Associés en Finance

Un multiple induit compris entre 0,18x et 0,22x le chiffre d'affaires 2017^E valorise le pôle Entertainment entre 21 M€ et 25 M€ en valeur d'entreprise. Compte tenu des ajustements permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, la valorisation du pôle Entertainment issue de la méthode des comparables boursiers ressort entre 31 M€ et 35 M€.

La filiale Entertainment est en situation de trésorerie nette positive, les éléments de passage pris en compte pour obtenir la valeur des fonds propres s'élèvent à 10,1 M€. Les déficits reportables ne sont pas pris en compte car ces derniers, non activés, ne sont pas considérés comme pouvant être utilisés dans un horizon prévisible.

V.D.2.b. Méthode des transactions de comparables boursiers

Nous avons identifié quelques transactions comparables (Tableau 19) à l'une des activités du groupe (billetterie et divertissement) dont les activités sont détaillées dans l'annexe 6.

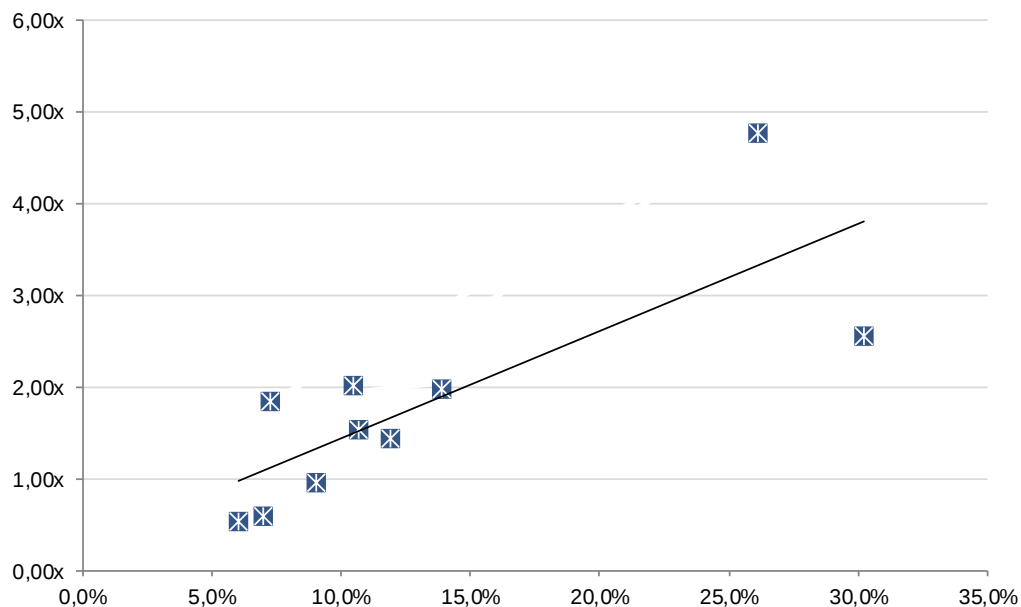
Tableau 19
Multiples de transactions de l'échantillon retenu

Date d'annonce	Cible		Acquéreur		Données fin. (M€)		Multiples	
	Nom	Pays	Nom	% acquis	VE	CA	EBITDA	
déc.-16	BD Sport Group		Gaming Nation Inc.	100,0%	13	2,56x	8,5x	
août-16	Augustus Group		The Marketing Group Plc	100,0%	8	1,84x	25,4x	
juil.-16	Pinewood Group		Aermont Capital LLP; PW Real Estate Fund III LP	100,0%	454	4,78x	18,3x	
juil.-16	Odeon and UCI Cinemas Holdings		AMC Entertainment Holdings, Inc.	100,0%	1 940	2,02x	19,4x	
mai-16	TICKETBIS		StubHub	100,0%	454	1,58x	ns	
oct.-15	Ticketfly		Pandora Media	100,0%	1 940	4,88x	ns	
sept.-15	Entertainment One		Canada Pension Plan Investment Board	18,1%	1 568	1,44x	12,1x	
août-15	Syzygy		WPP Jubilee Limited	20,5%	89	1,53x	14,3x	
juin-15	Reef Television		Ten Alps plc (nka: Zinc Media Group plc)	100,0%	8	0,96x	10,6x	
avr.-15	Gerrards Cross, Esher, Muswell Hill And Barnet		Everyman Media Group plc	100,0%	10	1,97x	14,2x	
janv.-13	Billetreduc.com		Lagardère	100,0%	12	0,60x	8,6x	
juin-11	West End Theatre Bookings		encore tickets limited	100,0%	12	0,54x	9,7x	
Moyenne						2,06x	15,3x	
Médiane						1,71x	14,3x	

Source : Associés en Finance, Capital IQ

Pour les mêmes raisons que précédemment, nous retenons une analyse par régression via les multiples VE/CA ajustés en fonction de la marge d'EBITDA (Figure 13). La qualité de la régression reste correcte (R^2 de 0,63).

Figure 13
Régression entre le multiple VE / Chiffre d'affaires et la marge d'EBITDA

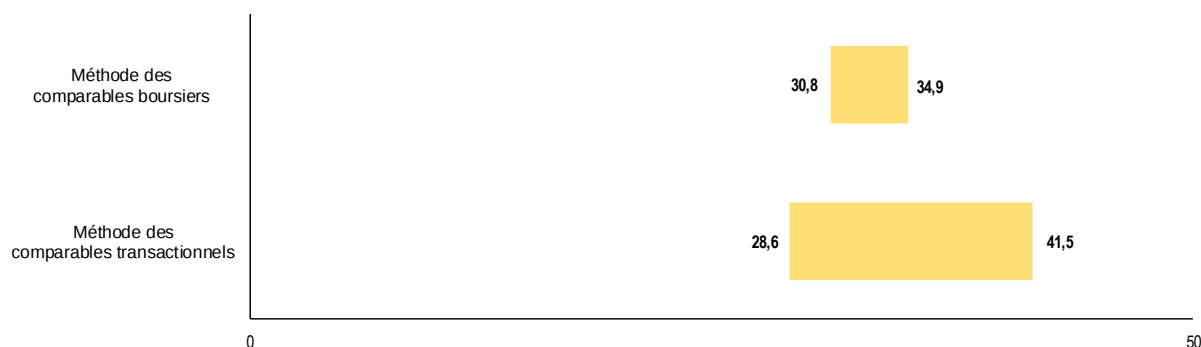


Source : Associés en Finance

Cette méthode valorise le pôle Entertainment entre 18,5 M€ et 31,5 M€ en valeur d'entreprise (prise en compte de l'EBITDA 2016 ou un EBITDA LTM au 31/04/2017). Compte tenu des ajustements permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, la valorisation du pôle Entertainment issu de la méthode des transactions de comparables boursiers ressort entre 28,6 M€ et 41,5 M€.

V.D.2.a. Synthèse de la valorisation du pôle Entertainment

Figure 14
Synthèse de la valorisation des capitaux propres du pôle Entertainment (en M€)



Sources : Associés en Finance, Capital IQ

La fourchette de valeur de la quote-part de Fimalac dans le pôle Entertainment est comprise entre 32,9 M€ et 35,1 M€, correspondant aux moyennes extériorisées par les méthodes des comparables boursiers et des transactions de comparables boursiers.

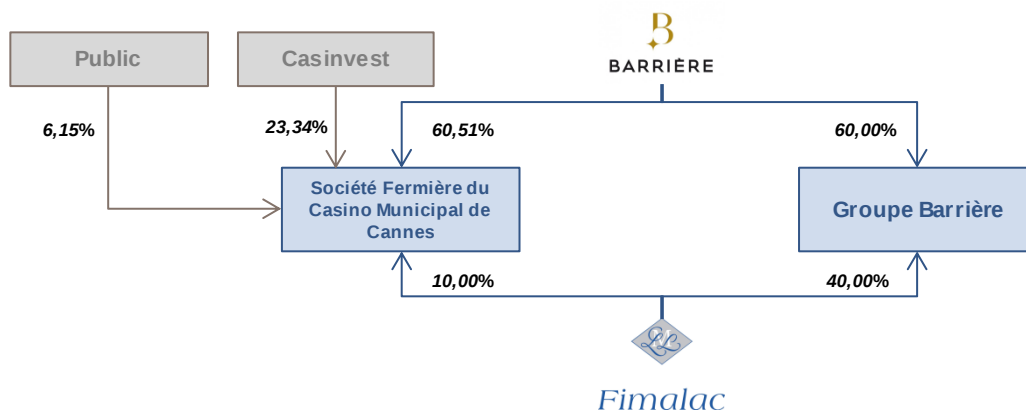
V.E. Evaluation des participations de Fimalac dans le Groupe Barrière

V.E.1. Présentation du Groupe Barrière

Le Groupe Barrière (ci-après « **GB** ») est le leader français sur le marché des casinos et une référence dans l'hôtellerie de luxe. Le groupe exploite 31 casinos (dont 26 en France, 3 en Suisse, 1 en Egypte et 1 à Abidjan), 16 hôtels de luxe (15 en France et 1 au Maroc) et plus de 120 restaurants et bars dans ses hôtels et casinos, ainsi que 10% de la Société Fermière du Casino Municipal de Cannes (SFCMC). Suite à cette prise de participations, les parties ont signé un pacte d'actionnaires qui organise la gouvernance de la société et la coopération entre les parties, ainsi que les droits de préemption en cas de cession.

L'organigramme de GB est représenté sur la **Figure 15**.

Figure 15
Organigramme du Groupe Barrière



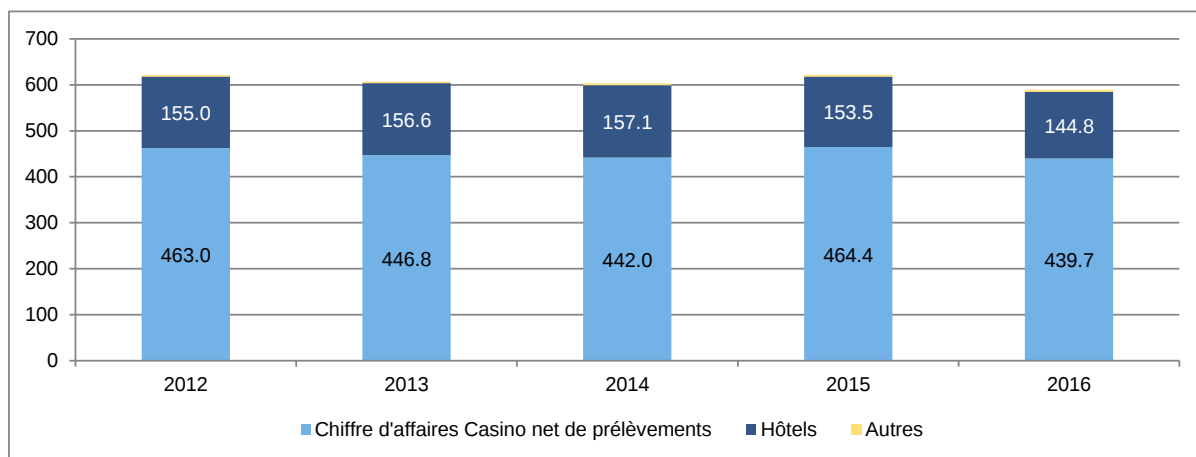
Source : Rapport Annuel 2016 GB

Données financières

Les activités « Casinos » pèsent le poids le plus important dans les comptes du Groupe Barrière, comme le souligne la Figure 16. Elles représentent près de 75% en moyenne du CA net de prélèvements⁹ de GB, et environ 95% de l'EBITDA agrégé des deux activités « Casinos » et « Hôtellerie ».

⁹ L'activité « Casinos » est soumise à une fiscalité importante. De ce fait, le CA doit être considéré après déduction des prélèvements. Les prélèvements représentent environ 50% du CA Casinos brut.

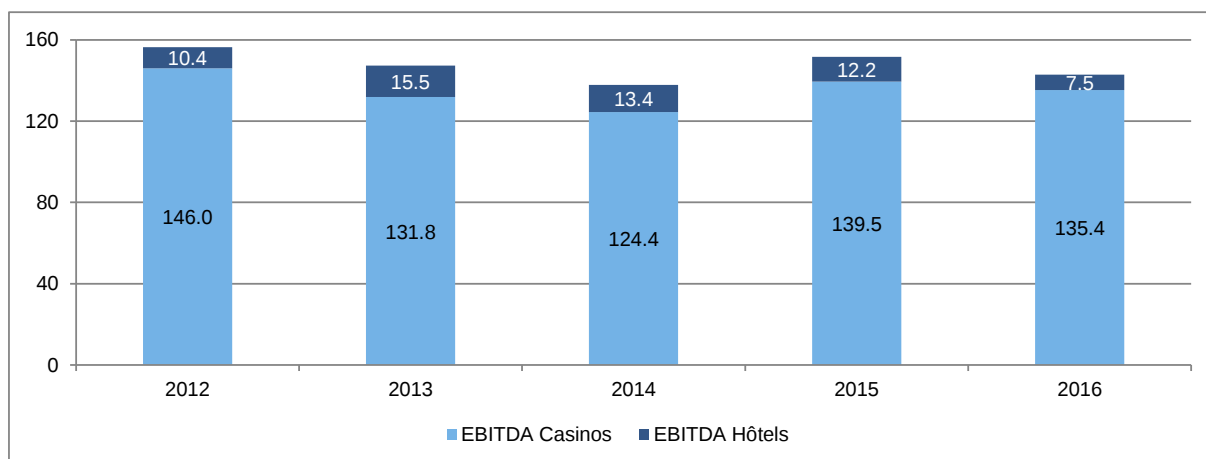
Figure 16
Evolution et répartition du chiffre d'affaires par activité de Groupe Barrière



Source : Rapports Annuels GB

L'activité de GB a stagné ces dernières années, comme toutes les activités liées au tourisme, et a souffert de la conjoncture économique et du contexte spécifique engendré depuis 2015 par les attentats, qui pèsent sur l'attractivité de la destination « France » et sur la fréquentation des hôtels et activités de loisirs. En particulier, l'activité en 2016 a été difficile, tant en chiffre d'affaires qu'en EBITDA, compte tenu de la désaffection des touristes et des craintes liées aux attentats.

Figure 17
EBITDA par activité de Groupe Barrière (hors « Autres »)



Source : Rapports Annuels GB

Même si l'activité est sensible au contexte économique, la marge d'EBITDA des activités « Casino » est restée assez stable, GB bénéficiant de sa position de leader, et cette marge a évolué sur les cinq dernières années entre 28,2% et 31,5% du CA net de prélèvements, tandis que celle des activités

« Hôtels », beaucoup plus faible et plus volatile, s'est établie entre 5,2% (en 2016) et 9,9%. La marge 2016 des Hôtels a en particulier accusé le coup des facteurs défavorables déjà décrits.

GB a enregistré en 2016 un résultat en nette croissance, mais celui-ci résulte de plus-values de cession sur certains actifs non stratégiques, tandis que la marge sur CA net que représente le résultat courant avant impôt est pour sa part assez stable sur les dernières années, entre 10% et 12%.

Enfin, on peut souligner que les activités de GB sont consommatrices de capitaux, qu'il s'agisse de rénovation et remise aux standards de qualité les plus actuels des hôtels, ou d'investissements en nouvelles machines pour les casinos. Ces investissements sont nécessaires pour maintenir le socle de clientèle, qui, notamment sur les activités casinotières, est exigeante et a tendance à délaisser un casino si celui-ci ne se dote pas des machines les plus récentes. Les investissements se sont accrus et représentent sur les trois dernières années entre 8,5% et 11% du chiffre d'affaires net de GB.

Matrice SWOT

L'activité de l'hôtellerie et des casinos est une activité cyclique soumise à la conjoncture économique française et internationale. Le risque client supporté par les hôtels et casinos du groupe est d'autant plus important que les établissements sont essentiellement situés dans des régions balnéaires. De plus, le Groupe Barrière est soumis à une réglementation stricte. Comme déjà souligné, l'activité des casinos est notamment soumise à une fiscalité importante et à des législations spécifiques relatives aux jeux d'argent. Pour ces mêmes raisons, il existe des barrières à l'entrée assez fortes qui s'expliquent également par l'octroi de l'exploitation des casinos par des systèmes de type concessions (délégations de service public, etc.) qui protègent l'exploitant pendant un certain nombre d'années de l'entrée de nouveaux concurrents.

Pour autant, les exploitants de casinos sont exposés aux risques d'évolution de ce modèle de développement, qu'il s'agisse de l'expérimentation de clubs de jeux à Paris, ou d'une déréglementation plus large qui permettrait l'émergence de jeux d'argent sur Internet et l'émergence de nouvelles concurrences.

La Figure 18 résume l'analyse d'Associés en Finance sur les forces et faiblesses de Groupe Barrière, sur laquelle s'appuie ensuite la détermination du risque de la société.

Figure 18
Matrice SWOT de Groupe Barrière

Forces	Faiblesses
- Casinotier leader en France - Forte image de marque - Fortes barrières à l'entrée du fait de l'existence de concessions - Savoir-faire technique	- Sensibilité à l'attractivité de la destination "France" et impact des attentats - Sensibilité à la réglementation (contrôle des cartes d'identité, interdiction de fumer, etc.) et impact sur la fréquentation - Une certaine volatilité de la clientèle (par exemple sur les machines à sous) - Présence encore modérée sur Internet - Nécessité de renouvellements réguliers des équipements (notamment machines à sous)
Opportunités	Menaces
- Exploitation de la marque et du savoir-faire à l'international - Digitalisation (et synergies possibles avec Webedia) - Développement des offres complémentaires (Spa, golfs, etc.)	- Concurrence des clubs de jeux à Paris - Risques sur le renouvellement des concessions - Déréglementation (par exemple, quid de l'autorisation des jeux d'argent sur Internet ?) et entrée de nouveaux acteurs

Source : Associés en Finance

V.E.2. Valorisation

Comme indiqué en introduction sur les méthodes de valorisation, les méthodes retenues pour l'évaluation de GB sont à titre principal la méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, et, à titre indicatif, la méthode des multiples boursiers.

La méthode des transactions sur des sociétés comparables n'a pas été retenue, compte tenu du poids prépondérant dans la valorisation de GB des activités « Casinos ». En effet, toutes les transactions significatives qui ont été identifiées dans le secteur des Casinos sont anciennes (plus de cinq ans), ce qui rend de ce fait la méthode non significative en l'absence de données pertinentes sur la valorisation de la branche d'activités de GB la plus importante¹⁰. La méthode des transactions comparables est d'autant moins applicable que l'acquisition de la part de GB détenue par Fimalac ne permettrait pas d'obtenir le contrôle de GB.

¹⁰ Les quelques transactions plus récentes correspondent soit à des actifs isolés (acquisition du Casino de Besançon par Joa Groupe en 2015), soit à des transactions sur lesquelles les multiples extériorisés ressortent inférieurs aux multiples issus de la méthode des comparables boursiers, soit encore à des transactions sur lesquelles les données disponibles sont insuffisantes pour être exploitées.

V.E.2.a. Valorisation par la méthode de l'actualisation des flux prévisionnels, méthode retenue à titre principal

Associés en Finance a eu accès aux comptes passés de GB, au budget 2017 de GB, aux éléments prévisionnels élaborés par le groupe Fimalac sur trois ans, ainsi qu'aux éléments de dette nette de GB à fin mars 2017. A partir de ces éléments, les prévisions ont ensuite été extrapolées à plus long terme selon la méthodologie du modèle Trival déjà décrits, et en tenant compte des caractéristiques structurelles du secteur Loisirs / Tourisme.

Les principales hypothèses retenues sont les suivantes :

- Une croissance moyenne du chiffre d'affaires d'environ +2,9% entre 2017 et 2022¹¹, +2,2% entre 2022 et 2031, et +1,7% entre 2031 et 2051 ;
- Une marge d'EBITDA moyenne de 24,0% entre 2017 et 2022, de 23,4% entre 2022 et 2031, et de 21,0% entre 2031 et 2051 ;
- Des investissements entre 9% et 10% du chiffre d'affaires, à l'image des tendances constatées sur les dernières années ;
- Un BFR négatif : celui-ci a représenté entre -20% et -26% du chiffre d'affaires ces dernières années. Ce chiffre a eu tendance à se réduire au fil du temps. L'hypothèse retenue est celle d'un BFR tendant à long terme vers -18,5% du chiffre d'affaires ;
- Un taux d'impôt normatif de 29,8% conforme à la Loi de Finances 2017 (après contribution sociale).

Eléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres de GB

Les éléments de passage pris en compte dans le Tableau 20 sont basés sur les derniers comptes publiés ainsi que la mise à jour à partir des éléments de dette nette à fin mars 2017.

Tableau 20
Eléments de passage entre valeur d'entreprise et fonds propres pour GB (en M€)

Dette nette à fin mars 2017	(318.9)
Minoritaires et Engagement de rachat de minoritaires	(3.1)
Provisions et passifs non courants nets (dont provisions pour retraites et avantages au personnel) après fiscalité	(26.5)
Actifs financiers et créances sur l'Etat à long terme	24.6
Total ajustements	(323.9)

Source : Associés en Finance

¹¹ Rappelons que le chiffre d'affaires a en moyenne connu une évolution à la baisse ces dernières années

Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation retenu résulte de la mise en œuvre du modèle *DCF to firm* d'Associés en Finance, appliqué au cas d'espèce de GB.

Le taux d'actualisation repose sur :

- Les primes de marché d'Associés en Finance estimées sur les trois derniers mois à fin mai 2017 :
- D'un risque relatif de 1,15, résultant de la prise en compte du risque sectoriel de 0,95 (bêta boursier du secteur Loisirs / Tourisme), et d'un risque de prévision pour GB de 6 sur une échelle croissante de risque de 1 à 9, et découlant de l'analyse SWOT déjà présentée. Pour comparaison, le risque de prévision retenu pour un acteur diversifié comme Accor est de 4.
- D'un coefficient de taille relatif des actifs de GB de 1,29.

Il est par ailleurs tenu compte d'une prime complémentaire de 0,50%, qui reflète la faible négociabilité des titres GB compte tenu de l'existence d'un pacte d'actionnaires entre Fimalac et la famille Desseigne-Barrière.

Le taux d'actualisation (Wacc) dont les composantes sont détaillées au Tableau 21 ressort ainsi à 7,96%.

Tableau 21
Taux d'actualisation retenu pour GB

	Paramètres de marché	Paramètres GLB
Prime de risque opérationnel	5.80%	6,67% = (1,15*5,80%)
Prime de taille	2.98%	3,82% = (1,29*2,98%)
Ordonnée à l'origine	-3.05%	-3.05%
Prime de non négociabilité		0.50%
WACC après impôts	5.73%	7.96%

Source : Associés en Finance, Trival®

Sur cette base, la valeur d'entreprise de GB s'établit à 1 007 M€ en valeur centrale, soit 682,2 M€ pour la valeur de 100% des fonds propres. La quote-part de 40% de Fimalac ressort donc à 273 M€ par cette méthode.

Sensibilité de la valorisation au taux d'actualisation

Tableau 22
Sensibilité au taux Wacc de la valorisation des capitaux propres de Groupe Barrière, à 100% et en quote-part Fimalac

	-0,50%	-0,25%	Moyenne trois mois	0,25%	0,50%
Valorisation à 100%	749	715	682	651	622
Quote-part Fimalac (40%)	300	286	273	260	249

Source : Associés en Finance, Trival®

La valorisation à 100% des fonds propres de GB par la méthode DCF s'établit dans une fourchette de 622 M€ à 749 M€ selon le taux d'actualisation.

V.E.2.b. Valorisation par la méthode des multiples sur les sociétés comparables

Cette méthode est mise en œuvre en distinguant l'activité de Casinos de l'activité d'Hôtels.

Activité Casinos

Pour les Casinos, il conviendrait idéalement de retenir les seuls intervenants sur le marché français, soumis aux mêmes réglementations que GB. Ceci n'est toutefois pas possible puisque seul le groupe Partouche est coté (le troisième acteur, le groupe Joa, ne l'est pas). De ce fait, l'échantillon a été élargi à des groupes intervenant dans le secteur des divertissements / jeux, principalement européens. D'autres groupes ont également été examinés mais n'ont pas été retenus en raison d'absence de prévisions ou encore parce que leur taille ou leurs marges étaient trop différentes (notamment les grands groupes américains ou asiatiques, présents à Las Vegas et à Macao). La comparabilité des sociétés dans le secteur reste en tout état de cause limitée par les problématiques réglementaires spécifiques à chaque pays.

Une présentation des sociétés retenues est faite en annexe 7.

Tableau 23
Caractéristiques opérationnelles de l'échantillon retenu (M€)

Société	Pays	CA	EBITDA	EBIT	Marge d'EBITDA		Marge d'EBIT		CAPEX / CA	
		2016R	2016R	2016R	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
Rank	United Kingdom	865.6	147.5	94.3	17.2%	17.6%	10.9%	11.3%	(6.8%)	(6.6%)
Codere	Spain	nd	184.7	82.2	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Partouche	France	405.2	63.0	38.3	23.9%	24.5%	12.9%	13.8%	(7.0%)	(6.8%)
Snaitech S.p.A.	Italy	854.0	107.6	50.6	14.3%	15.0%	8.6%	9.3%	(2.3%)	(8.1%)
Boyd Gaming	United States	1 954.8	442.9	265.9	24.8%	25.9%	14.9%	15.7%	(6.8%)	(5.6%)
Moyenne					20.1%	20.8%	11.8%	12.5%	(5.7%)	(6.8%)
Médiane					20.5%	21.1%	11.9%	12.5%	(6.8%)	(6.7%)

Sources : Associés en Finance, CapitalIQ

Les multiples du Tableau 24 sont calculés sur la base des cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois au 30 mai 2017.

Tableau 24
Multiples de l'échantillon retenu

Société	Capitalisation	Valeur	VE / CA		VE / EBITDA		VE / EBIT	
	boursière	d'entreprise	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
Rank	949.4	987.3	1.10x	1.03x	6.4x	5.8x	10.1x	9.1x
Partouche	350.7	421.5	0.94x	0.85x	3.9x	3.5x	7.3x	6.2x
Snaitech S.p.A.	295.6	787.6	0.81x	0.80x	5.7x	5.3x	9.5x	8.6x
Codere	1 191.8	1 993.6	nd	nd	ns	nd	ns	nd
Boyd Gaming	2 479.9	5 201.3	2.41x	2.23x	9.7x	8.6x	16.2x	14.2x
Moyenne			1.32x	1.23x	6.4x	5.8x	10.8x	9.5x
Médiane			1.02x	0.94x	6.0x	5.6x	9.8x	8.9x

Source : Associés en Finance, CapitalIQ

Activité Hôtels

Pour les Hôtels, l'échantillon retenu incorpore des groupes intervenant sur des gammes d'hôtels variés (comme Accor) mais aussi sur des groupes plus typés « haut de gamme ». Leurs caractéristiques opérationnelles sont présentées dans le Tableau 25.

Il convient de noter que la marge des activités hôtelières de GB (marge d'EBITDA entre 5% et 10% selon les années) est sensiblement inférieure à celle des sociétés présentées (quelle que fois la typologie de leurs hôtels).

Une présentation des comparables boursiers retenus pour la valorisation de GB et de SFCMC figure en annexe 7.

Tableau 25
Caractéristiques opérationnelles de l'échantillon retenu (M€ ou pourcentages)

Société	Pays	CA	EBITDA	EBIT	Marge d'EBITDA		Marge d'EBIT		CAPEX / CA	
		2016R	2016R	2016R	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
Accor SA	France	5 621.8	488.8	386.5	17.9%	19.7%	12.6%	14.1%	(16.5%)	(7.9%)
Millennium & Copthorne Hotels plc	United Kingdom	1 050.2	251.0	172.6	23.8%	24.1%	16.3%	16.8%	(13.3%)	(15.5%)
Meliá Hotels International, S.A.	Spain	1 794.3	275.7	184.8	16.0%	16.5%	10.2%	10.8%	(6.5%)	(5.9%)
Marriott International, Inc.	United States	14 877.0	1 718.6	1 509.8	13.7%	14.4%	10.8%	11.5%	(2.2%)	(2.3%)
NH Hotel Group, S.A.	Spain	1 439.2	164.7	66.6	14.1%	15.2%	7.2%	8.8%	(7.7%)	(5.8%)
Hilton, Inc.	United States	10 368.4	2 317.2	1 789.8	21.1%	20.8%	15.6%	15.5%	(2.1%)	(1.5%)
Rezidor Hotel Group AB (publ)	Belgium	967.2	82.0	40.9	11.1%	13.2%	5.7%	8.6%	(6.8%)	(6.5%)
Hyatt Hotels Corporation	United States	3 944.5	573.4	270.9	16.7%	17.0%	6.5%	7.1%	(7.4%)	(6.4%)
Moyenne					16.8%	17.6%	10.6%	11.7%	(7.8%)	(6.5%)
Médiane					16.3%	16.8%	10.5%	11.1%	(7.1%)	(6.1%)

Sources : Associés en Finance, CapitalIQ

Les multiples du Tableau 26 sont calculés sur la base des cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois au 30 mai 2017.

Tableau 26
Multiples de l'échantillon retenu

Société	Capitalisation	Valeur	VE / CA		VE / EBITDA		VE / EBIT	
	boursière	d'entreprise	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
Accor SA	11 850.8	13 313.1	2.22x	2.08x	12.4x	10.5x	17.6x	14.7x
Millennium & Copthorne Hotels pl	1 725.7	2 776.6	2.49x	2.46x	10.5x	10.2x	15.3x	14.6x
Meliá Hotels International, S.A.	3 070.5	2 730.3	1.91x	1.75x	12.0x	10.6x	18.7x	16.3x
Marriott International, Inc.	34 543.9	40 783.9	2.11x	1.97x	15.4x	13.6x	19.6x	17.1x
NH Hotel Group, S.A.	1 716.0	1 623.2	1.58x	1.44x	11.2x	9.5x	21.9x	16.3x
Hilton, Inc.	18 471.6	23 741.7	2.87x	2.77x	13.6x	13.4x	18.4x	17.8x
Rezidor Hotel Group AB (publ)	536.8	540.6	0.55x	0.53x	5.0x	4.0x	9.8x	6.2x
Hyatt Hotels Corporation	6 274.2	7 331.5	1.75x	1.67x	10.5x	9.8x	26.8x	23.6x
Moyenne			1.94x	1.83x	11.3x	10.2x	18.5x	15.8x
Médiane			2.01x	1.86x	11.6x	10.4x	18.6x	16.3x

Source : Associés en Finance, CapitalIQ

Ces deux séries de multiples, appliqués aux agrégats prévisionnels 2017 et 2018 des deux branches d'activité de GB, permettent d'obtenir une valeur d'entreprise comprise entre 841 M€ et 963 M€, soit une valeur des fonds propres à 100% de 608 M€ en moyenne, comprise entre 584 M€ et 654 M€.

V.E.2.c. Synthèse de la valorisation de la quote-part de GB (40%) détenue par Fimalac

Tableau 27
Synthèse de la valorisation obtenue pour Groupe Barrière (M€) (valeur des fonds propres à 100% et en quote-part Fimalac)

	Minimum	Moyenne	Maximum
Valorisation à 100%	608	645	749
Quote-part Fimalac (40%)	243	258	300

Source : Associés en Finance

V.F. Evaluation de la participation de Fimalac dans la Société Fermière du Casino Municipal de Cannes

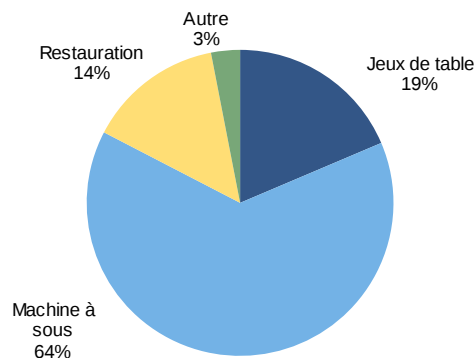
V.F.1. Présentation et chiffres clés

SFCMC exploite deux hôtels de luxe et deux casinos implantés en zone balnéaire française. Le groupe offre également des sources de restauration dans ses casinos et hôtels, ainsi qu'une activité bien-être avec un Spa au sein de l'un de ses hôtels.

Chiffres clés du groupe en 2016 :

- Chiffre d'affaires consolidé au 31 octobre 2016 : 119,4 M€ (net de prélèvements)
- Marge d'EBIT : 22%
- 2 hôtels et 2 Casinos en France
- 565 collaborateurs et 160 saisonniers

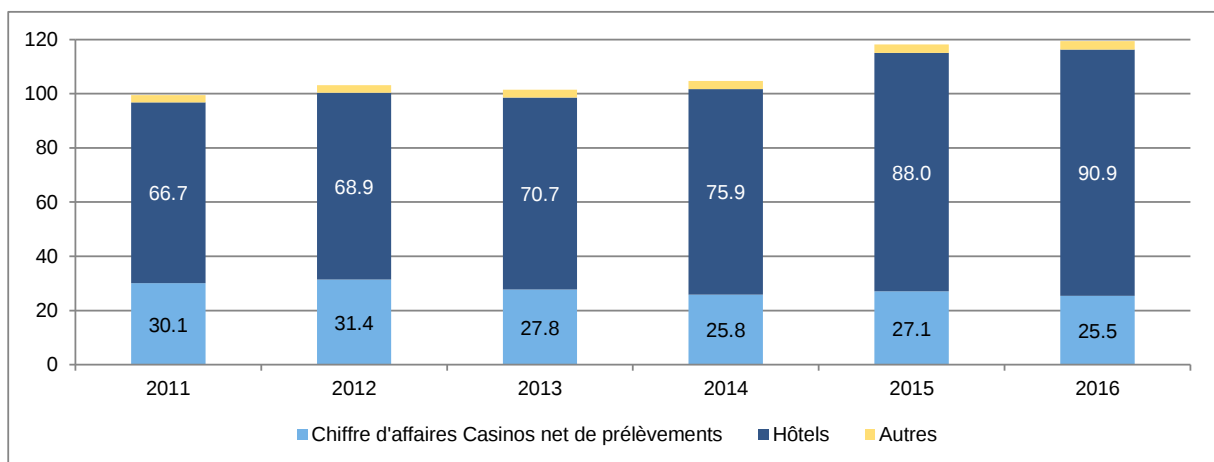
Figure 19
Répartition du chiffre d'affaires 2016 par segment



Source : Rapport annuel

Données financières

Figure 20
Evolution et répartition du chiffre d'affaires par activité de SFCMC

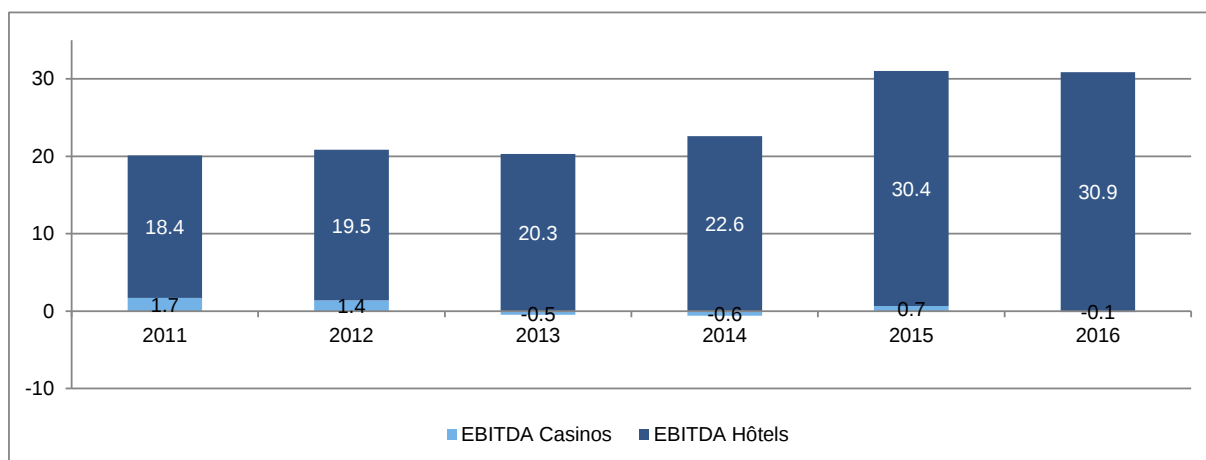


Source : Rapports Annuels SFCMC

Contrairement à ce qui pouvait être constaté sur GB, l'activité « Hôtels » est prépondérante dans le chiffre d'affaires de SFCMC. En revanche, comme pour GB, l'activité en 2016 a subi le contrecoup d'une conjoncture économique encore morose, et des conséquences des attentats sur le tourisme. Tant le chiffre d'affaires que l'EBITDA sont en léger recul en 2016.

L'activité « Hôtel » a assuré ces dernières années la quasi-totalité de l'EBITDA de SFCMC, et enregistre une marge nettement plus élevée que les activités correspondantes chez GB.

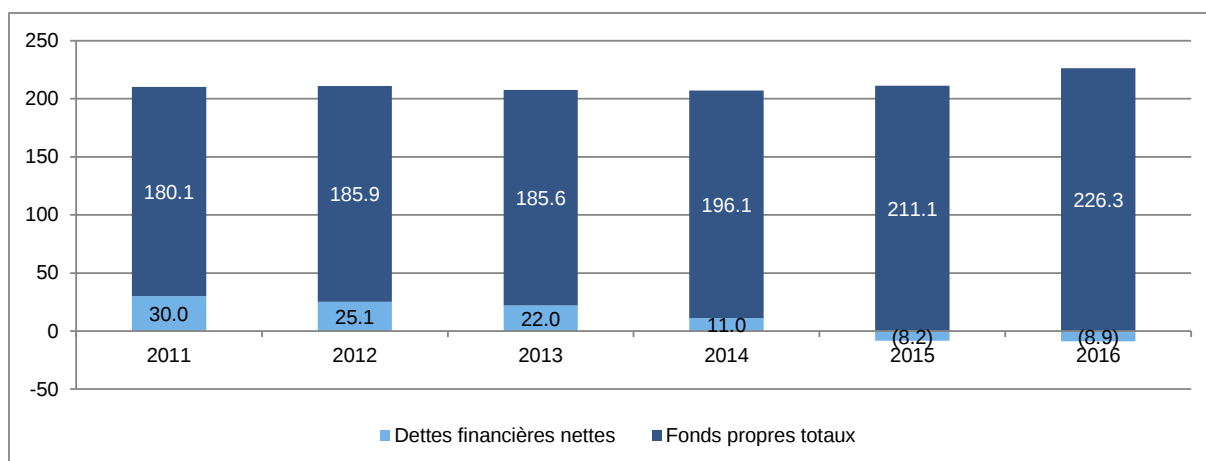
Figure 21
EBITDA par activité de SFCMC (hors « Autres »)



Source : Rapports Annuels SFCMC

Même si le profil opérationnel est un peu différent de celui du Groupe Barrière, des tendances similaires sont à noter en matière d'investissements. Comme pour Groupe Barrière, les investissements se sont accrus sur les trois dernières années, en raison des exigences toujours plus fortes des clients sur l'hôtellerie de luxe.

Figure 22
Fonds propres et dettes de SFCMC



Source : Rapports Annuels SFCMC

SFCMC s'est désendettée sur les cinq dernières années comme l'illustre la Figure 22, notamment en raison d'une politique de distribution de dividendes prudente. Ainsi, aucun dividende de SFCMC n'a été distribué sur les deux derniers exercices. SFCMC souligne à ce titre dans son dernier rapport

annuel le contexte économique et financier incertain et sa volonté de maintenir une politique soutenue d'investissements.

V.F.2. Valorisation

Les fondamentaux de SFCMC sont très proches de ceux de GB (la famille Barrière étant d'ailleurs également l'actionnaire majoritaire de SFCMC), justifiant l'utilisation des mêmes méthodes de valorisation que pour GB. S'y ajoute de plus la référence au cours de bourse coté.

Par ailleurs, la méthode des transactions comparables ne peut s'appliquer au cas de SFCMC, s'agissant d'une participation très minoritaire détenue par Fimalac.

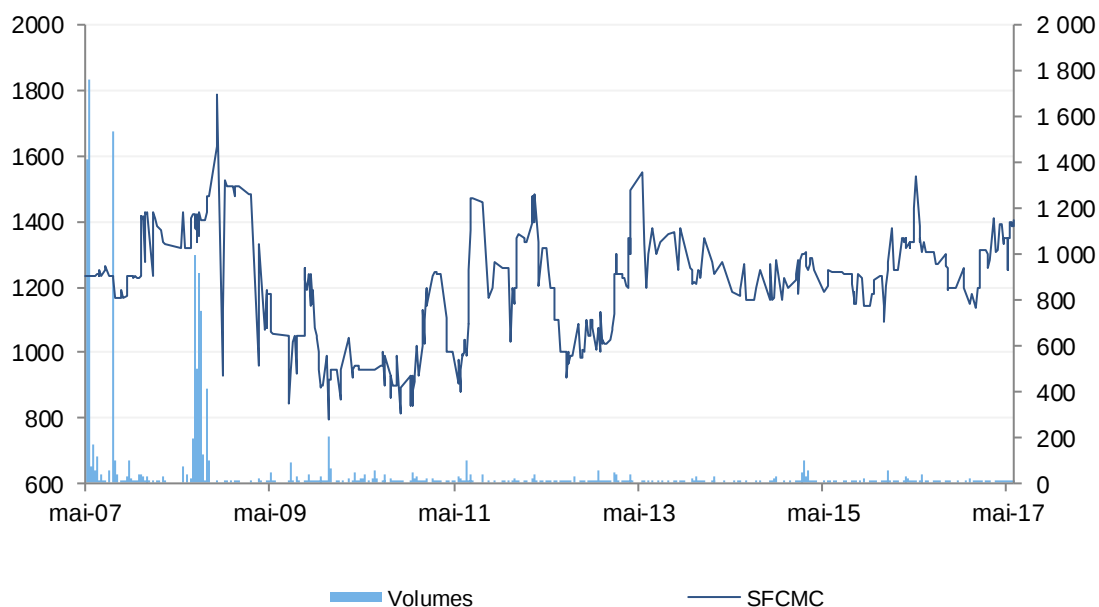
Il convient enfin de noter que le titre SFCMC, quoique coté, est trop peu liquide pour faire l'objet d'un suivi par les analystes financiers.

V.F.2.a. Analyse du cours de bourse

L'action SFCMC est cotée sur le Premier Marché d'Euronext Paris (code ISIN FR0000062101) mais son flottant est très faible (6,15%).

En raison de la faible liquidité, le titre ne cote pas tous les jours (le cours a coté 5 jours en avril 2017 pour exemple).

Figure 23
Historique du cours de bourse et des volumes échangés sur SFCMC depuis 10 ans



Sources : Associés en Finance, Bloomberg

Le Tableau 28 détaille les volumes échangés sur le titre sur l'année passée. Sur les douze derniers mois, le volume d'actions échangées est de 270 actions, soit un ratio moyen journalier quasi nul.

Tableau 28
Historique du cours de bourse et des volumes échangés sur SFCMC sur 1 an

Date	Cours de clôture	Nbre moyen d'actions échangées	/ # total d'actions (%)	/ # total flottant (%)	Nbre cumulé d'actions échangées	/ # total d'actions (%)	/ # total flottant (%)
30-mai-17	1 405,00						
Moy. 1M	1 365,64	0,003	0,002%	0,025%	0,060	0,03%	0,56%
Moy. 3M	1 350,47	0,001	0,001%	0,012%	0,080	0,05%	0,74%
Moy. 6M	1 293,91	0,001	0,001%	0,011%	0,150	0,09%	1,39%
Moy. 9M	1 264,43	0,001	0,001%	0,009%	0,180	0,10%	1,67%
Moy. 12M	1 272,62	0,001	0,001%	0,010%	0,270	0,15%	2,51%
Plus haut 12M (12 mai 2016)		1 540,00 €					
Plus bas 12M (30 décembre 2016)		1 137,02 €					

Sources : Associés en Finance, Capital IQ

Si cette très faible liquidité du titre rend moins pertinente la référence au cours de bourse, il n'en demeure pas moins que le cours constitue un point de repère sur la valorisation de SFCMC.

V.F.2.b. Valorisation par actualisation des flux prévisionnels

Pour procéder à la valorisation de SFCMC, Associés en Finance s'est appuyé sur les données historiques sur la société, le contexte opérationnel général du secteur Loisirs / Tourisme, ainsi que

par référence par rapport à GB ou aux sociétés. Associés en Finance a ainsi établi un plan d'affaires prévisionnel pour SFCMC, selon les principes habituels dans la mise en œuvre de Trival.

Les principales hypothèses retenues sont les suivantes :

- Une croissance moyenne du chiffre d'affaires d'environ +2,4% entre 2017 et 2022, +2,3% entre 2022 et 2031, et +2,0% entre 2031 et 2051 ;
- Une marge d'EBITDA moyenne de 27,5% entre 2017 et 2022, de 25,4% entre 2022 et 2031, et de 25,4% entre 2031 et 2051 ;
- Des investissements à hauteur de 8% d'affaires net ;
- Un BFR négatif à hauteur de 12% du chiffre d'affaires net ;
- Un taux d'impôt normatif de 28% issu de la Loi de Finances 2017 (auquel s'ajoute la contribution sociale, soit un taux d'impôt total de 29,8%)

Éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres

Les éléments de passage pris en compte dans le Tableau 29 sont basés sur les comptes publiés par SFCMC. Ces éléments de passage sont également pris en compte dans la méthode des multiples boursiers.

Tableau 29
Éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres

Éléments de passage sur la base des informations à fin octobre 2016		M€
Dette nette à fin octobre 2016		8.9
- Provisions pour retraites et médailles du travail (fiscalisées)		(3.7)
+ Actifs financiers		4.0
- Minoritaires		(5.4)
Total ajustements de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres		3.6

Sources : Associés en Finance, comptes publiés

Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation retenu résulte de la mise en œuvre du modèle *DCF to firm* d'Associés en Finance, appliqué au cas d'espèce de SFCMC.

Le taux d'actualisation repose sur :

- Les primes de marché d'Associés en Finance estimées sur les trois derniers mois à fin mai 2017 ;
- D'un risque relatif de 1,15, identique à celui de GB (la qualité des actifs de SFCMC se compense avec le risque spécifique de la société liée à une faible diversification) ;
- D'un coefficient de taille relatif des actifs de 1,62 (la taille de SFCMC est nettement plus faible que celle de GB).

Le taux d'actualisation (Wacc) ressort ainsi à 8,44% (Tableau 30).

Tableau 30
Taux d'actualisation retenu pour SFCMC

	Paramètres de marché	Paramètres SFCMC
Prime de risque opérationnel	5.80%	6,67% = (1,15*5,80%)
Prime de taille	2.98%	4.83% = (1,62*2.98%)
Ordonnée à l'origine	-3.05%	-3.05%
WACC après impôt	5.73%	8.44%

Source : Associés en Finance, Trival®

Sur cette base, la valeur d'entreprise de SFCMC s'établit à 262 M€ en valeur centrale, soit 266,4 M€ pour la valeur de 100% des fonds propres. La quote-part de 10% de Fimalac ressort donc à 26,7 M€ dans cette méthode.

La valeur obtenue par cette méthode est supérieure d'environ 12% au cours coté de SFCMC.

Sensibilité de la valorisation au taux d'actualisation

Tableau 31
Sensibilité au taux Wacc de la valorisation des capitaux propres SFCMC, à 100% et en quote-part Fimalac

	Coût du capital				
	0,50%	0,25%	Moyenne trois mois	-0,25%	-0,50%
Valorisation à 100%	253	259	266	273	280
Quote-part Fimalac (10%)	25	26	27	27	28

Source : Associés en Finance, Trival®

La valorisation à 100% des fonds propres de SFCMC par la méthode DCF s'établit dans une fourchette de 253 M€ à 280 M€ selon le taux d'actualisation.

V.F.2.c. Valorisation par la méthode des multiples boursiers

La démarche adoptée est équivalente dans son principe à celle présentée pour GB : valorisation séparée des activités Casinos et des activités Hôtels, sur la base de deux échantillons différenciés de sociétés comparables. Les échantillons retenus sont les mêmes que pour GB, compte tenu de la proximité de leurs activités. Toutefois, contrairement à GB, l'EBITDA de SFCMC provient quasi exclusivement de son activité d'hôtels.

La valorisation de SFCMC selon cette méthode s'élève à 432 M€ en moyenne en fonds propres, comprise entre 368 M€ et 508 M€. Cette valeur moyenne s'avère très supérieure à la capitalisation boursière du titre, ainsi qu'à la valeur obtenue par actualisation des flux prévisionnels. L'application

de la méthode des multiples ne tient en effet pas compte de la faible taille de SFCMC par rapport aux sociétés présentées et de sa faible diversification, ce qui est directement pris en compte dans la méthode DCF. Cette différence de taille justifierait une décote sur les multiples pris en compte, et la valeur obtenue doit donc être considérée comme une référence haute pour la valorisation de SFCMC. Elle correspondrait à un cours de 2 466 € par action SFCMC.

V.F.2.d. Synthèse sur la valorisation de SFCMC

Tableau 32
Synthèse de la valorisation obtenue pour SFCMC (M€) (valeur des fonds propres à 100% et en quote-part Fimalac)

	Minimum	Moyenne	Maximum
Valorisation à 100%	239	310	426
Quote-part Fimalac (10%)	24	31	43

Source : Associés en Finance

Cette fourchette de valorisation, qui ressort des deux méthodes utilisées (actualisation des flux, et méthode des multiples), ainsi que du cours coté à titre de référence, n'intègre pas de décote liée à la position minoritaire de Fimalac dans SFCMC.

V.G. Actifs immobiliers

Fimalac possède plusieurs actifs immobiliers :

- Les immeubles des 97 et 101 rue de Lille dans le 7^{ème} arrondissement de Paris, acquis respectivement en 1992 et 2011
- L'immeuble du 30 North Colonnade à Londres, acquis en 2007
- L'immeuble du 693 Fifth Avenue, à New York, acquis en 2016
- L'immeuble Libertis, à Levallois-Perret, acquis en 2016

V.G.1. Valorisation

Les actifs immobiliers ont été évalués selon une approche de long terme, reflétant la volonté du groupe de les détenir durablement. Il convient de noter que les immeubles sont évalués au travers des sociétés qui détiennent l'actif, et qui portent le financement y compris les dettes. La valeur retenue est donc liée tant à la valorisation de l'actif immobilier qu'au poids de la dette.

V.G.1.a. Rue de Lille

L'ensemble immobilier est de qualité. Le 97 rue de Lille se compose de 2 bâtiments datant du XVIIIème siècle, à usage principalement de bureaux. Un rapport d'expert immobilier a été réalisé en février 2016 afin de valoriser cet ensemble, qui est utilisé dans la présente expertise. Il ressort de ces travaux d'expertise une valeur d'ensemble immobilier comprise entre 17,5 M€ et 19,3 M€.

L'immeuble basé au 101 rue de Lille a été acquis fin 2010 puis rénové, le tout pour un montant de 13 M€. En l'absence d'expertise immobilière récente, a été retenue une valorisation de cet immeuble à son coût d'acquisition.

V.G.1.b. 30 North Colonnade

L'immeuble du 30 North Colonnade détenu à Londres est occupé à 40% par Fitch et à 60% par KPMG. Il a été acquis par Fimalac et Hearst en 2007 et a été financé en partie par fonds propres et par endettement.

La valorisation s'appuie sur la valeur de l'expert réalisée en novembre 2016 qui retient deux scénarios en fonction du type de cession (cession de la société et cession de l'actif, ces deux modes de cessions entraînant des droits de mutation différents). En cas de revente de l'immeuble, Fimalac aurait de plus à assumer un risque de change euro/livre sterling. Le Tableau 33 présente les différentes hypothèses de taux de change retenus sur la base des taux spot et des taux *forward* 2018 à 2021.

Tableau 33
Valorisation de l'immeuble à Londres sur la base de la valeur d'expertise

Valeur d'expertise	M€	
	Cession de la société	Cession de l'actif
Valorisation au prix d'expertise	245,3	256,4
Éléments de passage (dette financière nette)	-209,2	-209,2
Valeur des fonds propres à 100%	36,1	47,2
Valeur des fonds propres à 80%	28,8	37,7
Valorisation en € et en quote-part Fimalac	M€	
Spot - 0,86992	33,2	43,4
Forward 2018 - 0,88	32,8	42,9
Forward 2019 - 0,89	32,4	42,4
Forward 2020 et 2021 - 0,90	32,0	41,9

Sources : Fimalac, Associés en Finance, Bloomberg

Par ailleurs, la sortie de la zone euro de la Grande Bretagne pourrait avoir un impact significatif sur la valeur de l'immobilier de bureaux à Londres, avec une diminution des loyers. Nous retenons une hypothèse de 12,5% qui correspond à un milieu de fourchette de baisse de prix avancée par différents experts. Le Tableau 34 montre l'impact d'une telle baisse des prix immobiliers sur la valorisation du bien.

Tableau 34
Valorisation de l'immeuble à Londres dans l'hypothèse d'une baisse des prix de 12,5%

Valorisation en supposant une baisse des prix de 12.5%	M€	
	Cession de la société	Cession de l'actif
Valorisation en supposant une baisse des prix de 12.5%	214,6	224,3
Éléments de passage (dette financière nette)	-209,2	-209,2
Valeur des fonds propres à 100%	5,4	15,1
Valeur des fonds propres à 80%	4,3	12,1

Valorisation en € et en quote-part Fimalac	M€	
Spot - 0,86992	5,0	13,9
Forward 2018 - 0,88	4,9	13,7
Forward 2019 - 0,89	4,8	13,6
Forward 2020 et 2021 - 0,90	4,8	13,4

Sources : Fimalac, Associés en Finance, Capital IQ

La structure qui détient l'immeuble londonien porte un endettement encore assez important. Aussi toute variation en baisse du prix de l'actif impacte fortement la valeur revenant à Fimalac, après prise en compte de l'endettement de la structure-mère. Ce poids de l'endettement explique qu'une variation relativement modérée du prix de l'actif se traduise par un fort écart dans la fourchette finale de valorisation. Celle-ci s'établit en définitive entre 4,8 M€ et 43,4 M€.

V.G.1.c. Immeuble à New York

L'immeuble du 693 Fifth Avenue à New York a été acquis en juin 2016. L'acquisition étant récente, la valorisation se base sur le montant de la transaction, soit 530,4 M\$, financée en partie par endettement. En cas de revente de l'immeuble, Fimalac aurait à assumer un risque de change euro/dollar. Le Tableau 35 présente les différentes hypothèses de taux de change retenus sur la base des taux *forward* 2018 à 2021.

Il convient de noter qu'il existe un facteur de risque sur la valorisation de cet immeuble, dans la mesure où certaines surfaces restent vacantes.

Tableau 35
Valeur en Quote-part Fimalac, sur la base de la valeur d'acquisition

	\$m
Valorisation au prix d'acquisition	530,4
Valeur d'entreprise	530,4
Eléments de passage (dette financière nette)	-271,8
Valeur des fonds propres à 100%	258,6
Valorisation en € et en quote-part Fimalac, selon le taux de change	
Spot - 1,1186	231,2
Forward 2018 - 1,13	222,9
Forward 2019 - 1,16	219,2
Forward 2020 - 1,18	213,7
Forward 2021 - 1,21	210,2

Sources : Fimalac, Associés en Finance, Bloomberg

Nous retenons en valeur centrale la moyenne de ces différentes valorisations.

V.G.1.d. Libertis

L'immeuble Libertis basé à Levallois-Perret a été acquis en juin 2016, et est occupé par Webedia. L'acquisition étant très récente, comme référence de valorisation est prise la valeur d'acquisition dont est déduite la valeur de la dette y afférant. En valeur des fonds propres, la quote-part détenue par Fimalac dans l'immeuble Libertis se monte à 39,3 M€.

V.G.2. Synthèse de la valorisation des biens immobiliers

Tableau 36
Synthèse de la valorisation des biens immobiliers

	Minimum	Hypothèse centrale	Maximum
North Colonnade	4.8	38.3	43.4
Levallois (Libertis)	39.3	39.3	39.3
New York	210.2	220.7	231.2
97 rue de Lille	17.6	18.4	19.3
101 rue de Lille	13.1	13.1	13.1
Total valeur immobilier	285.0	329.8	346.2

Sources : Fimalac, Associés en Finance

V.H. Frais de holding

Au-delà de la valeur des différentes participations ou filiales de Fimalac, il convient de prendre en compte les frais générés au niveau de Fimalac, qui permettent la gestion de ces différents actifs. Les travaux menés par Associés en Finance reposent sur l'actualisation à valeur d'aujourd'hui de ces frais de holding, qui ont un caractère durable et qui devraient s'accroître en proportion de la

croissance des actifs gérés. De ce fait, les calculs sont basés sur les frais prévisionnels 2017 tels qu'estimés par la Société (en fonction notamment des conventions de prestations de services qui existent entre les différentes entités du Groupe), en les faisant croître dans une première phase de 2,5% par an jusqu'en 2020, puis de 1,5% pour calculer une valeur terminale à cet horizon. L'économie d'impôts générée par l'existence de ces charges est également intégrée dans les flux retenus, qui sont actualisés au taux de 6,09%, coût du capital estimé pour Fimalac dans son ensemble¹²

Ce calcul aboutit à un montant de -219,7 M€ pour les frais de holding. Ce chiffre est nettement inférieur aux décotes constatées entre la valeur d'actif net réévalué des sociétés holdings cotées et leur cours, qui s'établissent fréquemment entre 20% et 40% de la valeur d'ANR.

V.I. Eléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres pour Fimalac

Après réévaluation des différents actifs et déduction des frais de holding, la valorisation obtenue doit être ajustée des éléments de passage entre valeur des actifs de Fimalac et valeur de ses fonds propres.

Le détail de ces éléments de passage est indiqué dans le Tableau 37, sachant que Fimalac, hors endettement des filiales, déjà pris en compte au niveau de chacun des actifs déjà valorisés, présente un excédent de trésorerie (y compris les prêts accordés aux filiales immobilières et à Webedia).

Certains ajustements sont pris en compte par rapport aux valeurs enregistrées dans les comptes de Fimalac à fin 2016, notamment la conversion au taux de change actuel euro / dollar de la quote-part de trésorerie détenue en dollars, ou de certains autres actifs détenus en dollars, ainsi que la prise en compte en valeur de marché actuelle de certaines participations dans des sociétés cotées (principalement la participation dans Mercialys, ainsi que la valorisation de la participation dans la société Prodways qui a été introduite en bourse récemment).

Tableau 37
Eléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres

	M€
Trésorerie nette (ajustée de l'évolution de la parité euro dollar, pour sa quote-part en dollars)	262,8
Prêts aux filiales	237,7
Valorisation des actions et participations (y compris mise à valeur de marché actuelles)	217,8
Provisions pour retraites et autres avantages au personnel après fiscalité	(1,0)
Provisions pour litiges et garanties de passifs	(29,0)
Dividendes à payer	(51,8)
Total ajustements	636,5

Sources : Fimalac, Associés en Finance

¹² Prise en compte d'un risque de prévision médian, et du coefficient de taille de Fimalac calculé selon la méthodologie Trival.

V.J. Synthèse de la valorisation de Fimalac par la méthode de l'actif net réévalué

Le Tableau 38 décompose la valeur de Fimalac par activités / filiales, en M€ et en valeur ramenée en euros par action. La valeur de l'actif net réévalué de Fimalac est estimée par Associés en Finance entre 119 € et 138 € par action.

Cette valorisation repose sur un nombre total d'actions hors autocontrôle, de 24 654 802 (24 700 000 – 45 198).

Tableau 38
Comparaison des valorisations obtenues pour Fimalac par Associés en Finance par la méthode de l'actif net réévalué

Filiales / branches d'activités	% de détention	Quote-part des fonds propres détenus par Fimalac (M€)				Quote-part par action (€)			
		Min.	Moy.	Scénario central	Max	Min.	Moy.	Scénario central	Max
Fitch	20%	1 285	1 410	1 457	1 534	52	57	59	62
Webedia	92%	649	696	693	742	26	28	28	30
Groupe Barrière	40%	243	272	258	300	10	11	10	12
SFCMC	10%	24	33	31	43	1	1	1	2
Pôle Entertainment	100%	33	34	34	35	1	1	1	1
Actifs immobiliers		285	316	330	346	12	13	13	14
Frais de Holding		-220	-220	-220	-220	-9	-9	-9	-9
Passage de la VE aux FP		637	637	637	637	26	26	26	26
Total		2 935	3 176	3 219	3 416	119	129	130	139

Sources : Associés en Finance

Il convient de souligner que la valorisation de Fitch au prix qui ressortirait d'une cession immédiate aux conditions du Protocole d'Accord correspond à un prix historiquement élevé.

VI. Transactions récentes sur le capital de Fimalac

L'analyse des transactions récentes effectuées sur le capital de Fimalac constitue une référence supplémentaire dans l'appréciation de l'Offre.

Dans le cadre de son programme de rachat d'actions approuvé par l'assemblée générale des actionnaires du 10 juin 2015, Fimalac a proposé de racheter ses propres actions dans la limite de 6,32% de son capital en mars 2016, sous la forme d'une OPAS réalisée entre avril et mai 2016. Le prix offert de 101 euros représentait alors une prime de 26% sur le cours moyen 1 mois et de 24,7% sur le cours de clôture du 14 mars 2016.

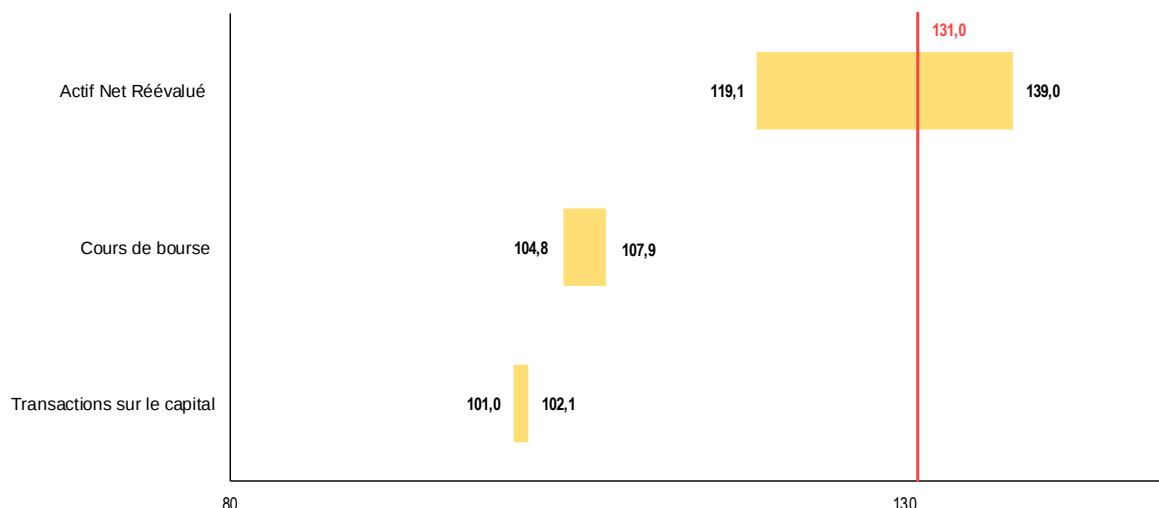
Cette transaction récente sur le capital de la Société a été réalisée à un prix de l'action inférieur au prix d'Offre proposé aujourd'hui.

Par ailleurs, rappelons que Fimalac a procédé mi-décembre 2016 à l'achat de 350 000 de ses propres actions au prix de 102,14 € par action, correspondant au cours de bourse au jour de la transaction, un prix là-encore inférieur au présent prix d'Offre.

VII. Synthèse de la valorisation de la société Fimalac

Les travaux de valorisation font ressortir une valeur d'ANR par action réévaluée comprise entre 119,1 € et 139 €, fourchette dans laquelle s'inscrit le prix d'Offre (Figure 24).

Figure 24
Synthèse de la valorisation de Fimalac par Associés en Finance



Source : Associés en Finance

La prime offerte aux actionnaires ressort à +21,4% sur le cours de l'action au 12 mai 2017, avant l'annonce de l'Opération (après correction pour le dividende qui sera détaché), et entre +23,7% et +25,1% sur les périodes de dix jours, un mois, trois mois et six mois précédant l'annonce (cours corrigés du dividende qui sera payé avant l'Offre).

VIII. Analyse des éléments connexes à l'Offre : mécanisme prévu pour les porteurs d'actions gratuites

Le 26 mars 2013, le Conseil d'Administration de Fimalac a attribué 41 600 actions gratuites au profit de certains dirigeants et cadres de la société et de ses filiales. Toutes ces actions ont été définitivement acquises le 26 mars 2016. Pour autant, elles sont toujours soumises à un engagement de conservation jusqu'au 26 mars 2019 et ne pourront donc pas, en théorie, être apportées à l'Offre¹³.

Il est donc prévu un mécanisme spécifique pour ces actions gratuites. Les actions gratuites dont les titulaires n'agissent pas de concert avec l'Initiateur (soit, selon le projet de Note d'Information, 12 600 Actions Gratuites) pourront faire l'objet de promesses croisées d'achat et de vente entre lesdits titulaires et l'Initiateur (les « Engagements de Liquidité »), qui seront proposées par l'Initiateur à compter de la décision de conformité de l'Offre par l'AMF. Dans l'hypothèse où les actions de Fimalac ne seraient plus admises à la négociation sur Euronext Paris au terme d'un retrait obligatoire ou d'une demande de radiation auprès d'Euronext, les engagements de liquidité suivants ont été actés :

- l'Initiateur prendra un engagement irrévocable d'acquérir les Actions Gratuites auprès desdits titulaires d'Actions Gratuites, sous forme de promesses unilatérales d'achat exerçables pendant 2 mois à compter de l'expiration de la période de conservation susvisée (soit le 26 mars 2019) ; et
- lesdits titulaires d'Actions Gratuites prendront un engagement irrévocable de céder à l'Initiateur leurs Actions Gratuites, sous forme de promesses unilatérales de vente exerçables pendant 3 mois à compter du Terme de la période d'expiration des promesses unilatérales d'achat susvisées.

Le prix d'exercice des promesses au titre des Engagements de Liquidité sera déterminé à dire d'expert, sur une base annuelle, selon une méthode cohérente avec la méthode de détermination de l'indemnisation par action au titre du Retrait Obligatoire. Lesdits Engagements de Liquidité ne comporteront aucune clause de complément de prix.

En cas de Retrait Obligatoire, il est prévu que les actions Fimalac qui n'auraient pas été présentées à l'Offre, à l'exception des actions Fimalac détenues par l'Initiateur et les personnes agissant de concert avec lui, des actions auto-détenues par la Société et des actions gratuites qui auront fait l'objet d'un engagement de liquidité conclu préalablement à la clôture de l'Offre, seront transférées à

¹³ Sauf dans l'hypothèse d'un cas de levée d'indisponibilité prévu par les dispositions légales ou réglementaires applicables

l'Initiateur moyennant une indemnisation de leur titulaire pour un montant identique au Prix de l'Offre, soit 131 € par action Fimalac (coupon détaché).

A l'examen des conditions proposées aux bénéficiaires d'actions gratuites, Associés en Finance considère qu'aucun élément à ce titre n'est de nature à remettre en question l'équité pour les actionnaires ni constituer un avantage particulier pour les bénéficiaires d'actions gratuites.

IX. Analyse des éléments d'appréciation des banques présentatrices

BNP Paribas, Crédit Agricole et Société Générale, banques présentatrices de l'Offre, font reposer les éléments d'appréciation des conditions de l'Offre sur la pratique courante d'une évaluation multicritères. Les banques présentatrices et Associés en Finance ont procédé à la réévaluation des actifs de la Société.

IX.A. Les méthodes écartées

Les banques présentatrices écartent les mêmes méthodes qu'Associés en Finance, c'est-à-dire les méthodes de valorisation par actualisation des flux de trésorerie, par les comparables boursiers et par les transactions comparables. De même, les établissements présentateurs ne retiennent pas les objectifs de cours des analystes sur Fimalac, du fait de la quasi absence de suivi du titre.

IX.B. Les méthodes retenues pour l'évaluation de Fimalac

Les méthodes utilisées par les banques présentatrices sont identiques à celles utilisées par Associés en Finance. L'évaluation multicritères est basée sur deux approches : l'analyse des cours de bourse et l'évaluation par l'Actif Net Réévalué. Associés en Finance présente de plus la comparaison entre l'Offre actuelle et les dernières transactions capitalistiques sur les actions d Fimalac.

IX.B.1. Analyse des cours de bourse

L'analyse du cours de bourse présentée par les banques présentatrices est similaire à celle de d'Associés en Finance, à l'exception de l'absence d'utilisation de la moyenne 10 jours comme référence supplémentaires pour l'appréciation du prix d'Offre. Toutefois, les banques présentatrices retiennent dans les éléments d'appréciation du prix de l'Offre, la date des cours au 28 avril 2017. Associés en Finance, de son côté, retient la date du 12 mai 2017, c'est-à-dire le dernier jour de négociation précédant l'annonce de la présente Offre.

IX.B.2. Evaluation de l'Actif Net Réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué permet de calculer une valeur théorique des capitaux propres en procédant à une revalorisation de marché des actifs et passifs. Cette méthode est donc particulièrement pertinente pour des sociétés holding, et, à ce titre, a été utilisée par les banques présentatrices et par Associés en Finance.

Les travaux menés diffèrent toutefois quant à la date de référence prise en compte : les banques présentatrices ont procédé à la réévaluation des participations sur la base des conditions de marché au 28 avril 2017, tandis qu'Associés en Finance a pris en compte les conditions de marché au 30 mai 2017.

Fitch Group

Les établissements présentateurs ont retenu la méthode de valorisation définie entre les parties, en tenant compte de la fiscalité qui serait associée à la cession de cette participation.

Sur la base de la même approche, les écarts entre les valeurs obtenues (fourchette de 1 151 M€ et 1 558 M€ pour les banques présentatrices et de 1 285 M€ et 1 534 M€ pour Associés en Finance) sont liés au cours retenu de Moody's pour le calcul du multiple, à la parité euro/dollar retenue (principal facteur explicatif) et au montant de la trésorerie dans les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres. L'écart de trésorerie entre les établissements présentateurs et Associés en Finance correspond à une différence de taux d'imposition retenu. Les établissements présentateurs ont retenu un écart d'imposition plus faible qu'Associés en Finance entre le taux d'imposition effectif au Royaume-Uni et le taux d'imposition américain.

Webedia

- Actualisation des flux de trésorerie

La société Fimalac a transmis un budget 2017-2018. Les établissements présentateurs ont extrapolé le budget de 2019 à l'année normative, prenant en considération le taux de croissance à perpétuité estimé pour les comparables digitaux par les analystes financiers. Associés en Finance a, de son côté réalisé deux scénarios. Dans le premier scénario, le budget est prorogé, dans le second scénario, plus pessimiste, le même budget est réalisé mais avec deux années de décalage, puis Associés en Finance a établi des agrégats normatifs.

Les hypothèses considérées dans le cadre de la prorogation ne font pas apparaître de différences significatives que ce soit en termes de besoin en fonds de roulement ou de capex. Le niveau des marges retenues est plus élevé à moyen terme dans le scénario optimiste d'Associés en Finance mais plus faible à long terme par rapport au niveau de marge normatif retenu par les banques présentatrices. Dans le scénario pessimiste, le niveau de marge normatif est atteint plus tard dans la modélisation d'Associés en Finance.

Concernant le taux d'actualisation, les établissements présentateurs retiennent un coût du capital de 9,0%, quand Associés en Finance retient deux taux, 8,04% et 9,0%.

Les calculs présentés par Associés en Finance d'une part, et les banques présentatrices d'autre part, intègrent les mêmes éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres au 28 avril 2017 à l'exception des déficits reportables qui ne sont pas pris en compte dans les éléments de passage présentés par Associés en Finance car ces derniers, non activés, ne devraient pas pouvoir être utilisés dans un horizon temporel prévisible.

Les fourchettes de valeurs des fonds propres (à 100%) se situent entre 688 et 823 M€ pour les établissements présentateurs et entre 691 M€ et 790 M€ pour Associés en Finance.

- Méthode des comparables boursiers

Les établissements présentateurs comme Associés en Finance fondent leur analyse sur les multiples d'EBITDA et d'EBIT 2018^E et 2019^E.

Nous retenons un échantillon de 18 sociétés contre 14 pour les banques présentatrices. Notre échantillon n'intègre pas la société Catena Media retenue par les établissements présentateurs. A l'inverse les établissements présentateurs n'ont pas intégré les sociétés Critéo, Amadeus IT, Webjet, Sabre et The Priceline Group.

Les principales divergences de nos travaux tiennent donc à la composition de l'échantillon et aux agrégats retenus :

- Les multiples extériorisés par les établissements présentateurs sont inférieurs en général à ceux d'Associés en Finance (multiples d'EBITDA : 12,0x et 10,9x en 2018 et 2019 contre 12,3x et 10,6x pour Associés en Finance et pour les multiples d'EBIT : 15,1x et 13,2x en 2018 et 2019 contre 16,8x et 13,7x pour Associés en Finance). Cette différence dans les multiples s'explique notamment par la prise en compte de dates de cours de référence différentes, comme déjà mentionné.
- Fimalac ayant communiqué un budget 2017 et 2018, les agrégats retenus pour valoriser la société en 2019 ressortent des extrapolations effectuées par les établissements présentateurs et Associés en Finance

Les fourchettes de valeurs des fonds propres (à 100%) sont en définitive assez proches et se situent entre 686 et 811 M€ pour les établissements présentateurs et entre 673 M€ et 802 M€ pour Associés en Finance.

- Méthode des transactions

Comme Associés en Finance, les établissements présentateurs fondent leur analyse sur les multiples de chiffre d'affaires, l'EBITDA 2016 n'étant pas à un niveau normatif. Les principales divergences tiennent dans l'échantillon de transactions retenues. Les établissements présentateurs considèrent un échantillon de quatre transactions intervenues entre 2013 et 2016. Associés en Finance retient neuf transactions dont deux réalisées par Webedia. Les multiples retenus par les établissements présentateurs s'échelonnent entre 2,9x et 4,2x contre une fourchette comprise entre 2,9x et 3,5x pour Associés en Finance.

L'agrégat financier retenu par les établissements présentateurs est le chiffre d'affaires de Webedia « calendarisé » au 31/03/2017 sur la base de la saisonnalité des revenus suivante : 20% au 1^{er} trimestre, 20% au 2^{ème} trimestre, 20% au 3^{ème} trimestre et 40% au 4^{ème} trimestre. Associés en Finance, pour sa part, a appliqué le multiple au chiffre d'affaires publié 2016 et estimé 2017.

- Opérations précédentes sur le capital de Webedia

La dernière opération sur le capital de Webedia (rachat d'intérêts minoritaires à l'été 2016) est présentée à titre indicatif par les établissements présentateurs, contrairement à Associés en Finance qui l'indique à titre principal, dans la mesure où cette transaction résultait de négociations entre les parties.

- Résultats de l'ensemble des méthodes de valorisation de Webedia

Les valeurs obtenues pour 100% des fonds propres de Webedia sont en définitive peu différentes : des établissements présentateurs la fourchette de valorisation est comprise entre 545 M€ et 884 M€ tandis que celle retenue par Associés en Finance est entre 495 M€ et 795 M€.

Pôle Entertainment

- Méthode des comparables boursiers

La rentabilité de Fimalac Entertainment étant très faible, une valorisation par multiple de chiffre d'affaires a été retenue, tant par Associés en Finance que par les établissements présentateurs. Les multiples VE / chiffre d'affaires ont été ajustés en fonction de la marge d'EBITDA afin de prendre en compte le différentiel de rentabilité entre ces dernières et Fimalac Entertainment. Les établissements présentateurs et Associés en Finance retiennent un échantillon de 13 sociétés comparables. Notre échantillon ne comprend pas les sociétés 21Century Fox, Viacom, Walt Disney, CBS et Entertainment One retenues par les établissements présentateurs. A l'inverse, ces derniers n'ont pas intégré les sociétés GL Events, Fiera Milano, DEAG, Amuse et Viad.

Les calculs présentés par Associés en Finance d'une part, et les banques présentatrices d'autre part, intègrent les mêmes éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres au 28 avril 2017 à l'exception des déficits reportables qui ne sont pas pris en compte dans les éléments de passage présentés par Associés en Finance, comme pour Webedia et pour les mêmes raisons.

- Méthode des transactions

Les établissements présentateurs et Associés en Finance fondent leur analyse sur une méthode analogique consistant à appliquer aux agrégats historiques de l'entreprise à évaluer des multiples observés sur des transactions de sociétés comparables. La profitabilité de Fimalac Entertainment étant très faible, une valorisation par multiple de chiffre d'affaires a été retenue. Les multiples VE / chiffre d'affaires ont été ajustés en fonction de la marge d'EBITDA afin de prendre en compte le différentiel de profitabilité entre ces dernières et Fimalac Entertainment.

Associés en Finance retient 12 transactions réalisées entre 2011 et 2016 contre 14 transactions retenues par les établissements présentateurs entre 2009 et 2015.

Associés en Finance présente un multiple de chiffre d'affaires induit par cette méthode plus élevé que celui retenu par les établissements présentateurs. Pour autant, la valeur des fonds propres obtenue par Associés en Finance est plus faible car ne sont pas pris en compte dans les éléments de passage les déficits reportables qui ne sont pas activés.

- Résultats de l'ensemble des méthodes du pôle Entertainment

Les valeurs obtenues pour 100% des fonds propres du pôle Entertainment sont en définitive peu différentes : les établissements présentateurs présentent une fourchette de valorisation entre 25 M€ et 40 M€, tandis que celle d'Associés en Finance est comprise entre 32 M€ et 37 M€.

Groupe Barrière (GB)

A l'instar d'Associés en Finance, les banques présentatrices ont retenu à titre principal l'actualisation des flux de trésorerie, et présentent à titre secondaire, la valorisation ressortant des multiples sur les comparables boursiers. Toutefois, à l'inverse des banques, Associés en Finance n'a pas retenu la méthode des transactions comparables, en l'absence de données récentes et exploitables sur des transactions intervenues dans le secteur des Casinos, moteur prépondérant de la valorisation de GB. Par ailleurs, les travaux des banques sont basés sur les cours à fin avril 2017, tandis qu'Associés en Finance a calculé les valorisations en fonction des conditions de marché au 30 mai 2017.

Les éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres calculés par les banques ou par Associés en Finance sont proches (respectivement 321 M€ et 325 M€).

- Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

La valeur obtenue par Associés en Finance au titre de cette méthode (273 M€ en valeur centrale pour la quote-part de fonds propres pour Fimalac) est supérieure à la moyenne retenue par les banques (244 M€), principalement en raison du taux d'actualisation utilisé (7,96% pour Associés en Finance, et 9,1% pour les banques). Cet écart de taux d'actualisation s'explique en particulier par la différence de date de référence retenue (fin mai pour Associés en Finance, fin avril pour les banques).

- Méthode des comparables boursiers

Les banques comme Associés en Finance ont construit deux échantillons différents pour l'activité Casinos et l'activité Hôtels. L'échantillon retenu pour les Casinos est proche : Codere (pour lequel aucune prévision n'est en réalité disponible), Rank Group, Partouche, Snaitech. Associés en Finance y a adjoint la société américaine Boyd Gaming, qui, même si elle évolue dans un cadre réglementaire différent, demeure de taille raisonnable et a été à ce titre incluse dans l'échantillon (à l'inverse de mastodontes américains comme MGM).

L'échantillon retenu pour l'activité Hôtels est plus sensiblement différent : les banques présentatrices se sont en effet concentrées sur un échantillon européen, considérant notamment que l'absence de présence internationale et des modèles d'activité différents invalidaient l'inclusion de sociétés américaines ou asiatiques. Pour sa part, Associés en Finance a retenu un échantillon plus large qui permet de prendre en compte des comparables dont la gamme d'hôtels est plus proche de celle de GB.

En définitive, Associés en Finance retient des valorisations supérieures pour GB par cette méthode à celle présentée par les banques (608 M€ pour les fonds propres à 100%, contre 505 M€ pour les banques).

- Résultats de l'ensemble des méthodes pour GB

Les établissements présentateurs retiennent *in fine* une fourchette de valorisation centrée sur la valeur par DCF, soit une fourchette de 218 M€ à 271 M€ en quote-part pour Fimalac, la valorisation retenue par Associés en Finance étant pour sa part plus élevée (comprise entre 243 M€ et 300 M€). Toutefois cette différence est peu sensible une fois calculée en valeur par action Fimalac.

Société Fermière du Casino Municipal de Cannes (SFCMC)

Associés en Finance et les banques présentatrices utilisent à la fois le cours de bourse et la méthode des multiples boursiers. Les banques présentent également le résultat de la méthode des transactions, tandis qu'Associés en Finance a estimé, contrairement aux banques, une valeur par actualisation de flux prévisionnels. Associés en Finance n'a pas retenu la méthode des transactions comparables pour SFCMC dans la mesure où cette méthode ne s'applique pas à une participation très minoritaire.

Les éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres calculés par les banques et par Associés en Finance sont proches (respectivement 2,6 M€ et 3,6 M€).

- Méthode des comparables boursiers

Les banques présentatrices ont utilisé un échantillon de sociétés différent pour SFCMC et pour GB, ce qui n'est pas le cas d'Associés en Finance. Pour autant, les résultats obtenus en valeur centrale sont assez proches de ceux d'Associés en Finance (429 M€ pour 100% des fonds propres, contre 432 M€ pour Associés en Finance).

- Résultats de l'ensemble des méthodes pour SFCMC

Sur la base des méthodes décrites ci-dessus, Associés en Finance présente en définitive une valeur pour 100% des fonds propres de SFCMC comprise entre 239 M€ (sur la base du cours de bourse) et 432 M€, tandis que les banques retiennent une fourchette peu différente de 220 M€ à 435 M€. Pour rappel, le poids de cette participation est faible dans l'ensemble du portefeuille de Fimalac.

Pôle immobilier

Les méthodes utilisées par Associés en Finance et par les banques présentatrices sont équivalentes. Même si certaines actualisations de paramètres de valorisation (notamment les parités de change pour les immeubles situés à Londres et à New York) sont menées à des dates différentes, les résultats obtenus sont voisins.

Frais de holding

La méthodologie utilisée pour le calcul des frais de holding est équivalente. Seuls diffèrent les paramètres d'application, et le fait qu'Associés en Finance a tenu compte des économies d'impôt générées par ces frais de holding et d'un taux d'actualisation sur la base des données à fin mai. Les résultats obtenus sont de ce fait peu différents (-222 M€ pour les banques, et -220 M€ pour Associés en Finance).

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

Les éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres de Fimalac sont assez voisins. Ils s'élèvent à 636 M€ pour les banques, et 636,5 M€ pour Associés en Finance. Deux éléments méritent toutefois d'être soulignés : Associés en Finance a réévalué sur la base des conditions de marché les participations cotées, et a par ailleurs pris en compte la parité euro dollar à fin mai pour ré-estimer la valeur en euros de la trésorerie en dollars (quand les banques ont une date de référence à fin avril).

IX.B.3. Synthèse

Les résultats obtenus par Associés en Finance et par les banques pour l'estimation de l'actif net réévalué par action de Fimalac sont en définitives assez proches (Tableau 39). La principale différence dans les contributions des différents actifs à la valeur totale de Fimalac réside dans la prise en compte par Associés en Finance pour Fitch d'une parité de conversion euro dollar plus récente que celle retenue par les banques, ce qui explique l'écart de valeur.

Tableau 39
Comparaison des valorisations obtenues par les banques présentatrices et par Associés en Finance sur l'actif net réévalué de Fimalac par action

		 Associés en Finance JACQUILLAT & DETROYAT ASSOCIÉS   					
Filiales / branches d'activités	% de détention	Quote-part par action (€)					
		Min.	Scénario central	Max	Min.	Scénario central	Max
Fitch	20%	52	59	62	47	61	63
Webedia	92%	26	28	30	25	28	30
Groupe Barrière	40%	10	10	12	9	10	11
SFCMC	10%	1	1	2	1	1	2
Pôle Entertainment	100%	1	1	1	1	1	2
Actifs immobiliers		12	13	14	12	13	14
Frais de Holding		-9	-9	-9	-9	-9	-9
Passage de la VE aux FP		26	26	26	26	26	26
Total		119	130	139	112	131	139

Sources : Associés en Finance, Banques présentatrices

X. Conclusion d'Associés en Finance

La présente Offre au prix de 131 €, après détachement du dividende, est ouverte aux actionnaires de Fimalac, étant précisé que GML a l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire et de retirer la Société de la cote à l'issue de l'Offre dans le cas où, à la clôture de l'Offre, les actionnaires minoritaires de Fimalac représenteraient moins de 5% du capital ou des droits de vote de cette dernière.

Associés en Finance a mené une valorisation multicritères de Fimalac. La principale méthode pour Fimalac, outre la référence au cours et à l'OPAS de 2016, est la revalorisation de ses différents actifs, selon les méthodes appropriées à chacun de ses actifs.

Le prix proposé de 131 € par action (dividende de 2,10 € détaché), fait ressortir une prime significative sur le cours de bourse avant annonce comprise entre 21,4% (par rapport au cours de clôture au 12 mai 2017) et 25,1% (sur les périodes de référence entre 10 jours et 6 mois précédant l'annonce de l'Offre).

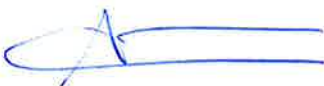
L'actif net réévalué calculé pour Fimalac ressort dans une fourchette de 119 € à 138 € par action, dans laquelle s'inscrit le prix d'Offre de 131 € par action (post détachement du dividende).

Cette valorisation est obtenue en retenant des hypothèses favorables à l'actionnaire minoritaire, puisque prenant en compte Fitch à la valorisation ressortant du protocole d'accord, basé sur un cours élevé de Moody's, et n'intégrant pas de décote spécifique de holding, ni de décote de minorité.

L'Offre se fait de plus à un prix supérieur à celui qui avait prévalu pour l'OPAS d'avril 2016.

L'Offre permettra aux actionnaires minoritaires de bénéficier d'une liquidité sur leur investissement et d'extérioriser une prime significative par rapport au cours coté, ainsi que de bénéficier de la cristallisation de la valeur de leur investissement à un niveau d'ANR établi à un point haut sur les marchés financiers et sur la principale participation du Groupe.

Les conditions de l'Offre sont donc équitables vis-à-vis des actionnaires minoritaires de la Société, y compris dans le cas de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.



Associés en Finance
Arnaud Jacquillat

Annexes

Annexe 1

Présentation de l'expert

Associés en Finance et Détroyat Associés ont annoncé leur rapprochement en décembre 2014.

Créé en 1968 par Jean-Michel Détroyat, Détroyat Associés a été l'un des tout premiers intervenants français indépendants dans le conseil et l'analyse financière.

Créé en 1979, Associés en Finance est un acteur spécialisé dans l'analyse financière et l'évaluation. Son co-fondateur Bertrand Jacquillat a contribué à développer différentes techniques d'évaluation et de calculs financiers aujourd'hui utilisés par l'ensemble de la communauté financière.

La combinaison de ces deux sociétés a donné naissance à Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés (**ci-après « Associés en Finance »**). Elle a permis de créer le seul acteur indépendant de l'évaluation et du conseil à forte culture financière et dont la légitimité repose sur sa connaissance approfondie des marchés financiers, sa maîtrise de la modélisation financière et son exigence de rigueur. La nouvelle entité dispose d'un effectif d'environ 25 personnes, qui constitue l'une des toutes premières de la Place de Paris à la fois en nombre et en qualité.

Une des spécificités d'Associés en Finance et Détroyat Associés réside dans leur modèle de valorisation Trival® qui assure le suivi de 500 sociétés cotées et qui permet notamment d'estimer les primes de marché, primes de risque et primes d'illiquidité, et de calculer le coût des ressources de financement pour le marché dans son ensemble et pour les sociétés individuelles. Les primes de marché issues de Trival® constituent des primes de référence pour de nombreux évaluateurs externes et acteurs de l'expertise. Le modèle est également un puissant outil d'analyse qui permet d'évaluer des sociétés / actifs non cotés.

Associés en Finance, Détroyat et Jacquillat Associés suit de nombreux groupes dans le secteur des matières premières, ce qui a permis à Associés en Finance de développer une connaissance de ce secteur unique parmi les cabinets d'expertise indépendants.

Préalablement à leur rapprochement et depuis ce rapprochement, Associés en Finance et Détroyat Associés ont effectué de multiples missions de conseil, d'expertise indépendante, et plus de 200 missions d'attestations d'équité. Associés en Finance est intervenu récemment en qualité d'expert indépendant des opérations suivantes régies par le Règlement Général de l'AMF et présentées dans le Tableau 40.

Tableau 40
Missions d'Associés en Finance

Date	Cible	Initiateur	Banques(s) présentatrice(s)	Type d'offre
janvier-17	Salvepar	Tikehau Capital	BNP Paribas / Crédit Agricole	OPM puis RO
novembre-16	Faiveley	Wabtec	Société Générale / UBS	OPM
août-16	Orolia	Financière Orolia	Invest Securities	OPAS-puis RO
juin-16	SAFTI	La Santa Maria	Invest Securities	OPR-RO
novembre-15	Montupet	Linamar	Deutsche Bank / Natixis	OPA
octobre-15	Alcatel-Lucent	Nokia	Société Générale	OPE
septembre-15	Bac Majestic	Millimages	Atout Capital	OPR-RO
juillet-15	Serma	Financière Ampère Galilée	Invest Securities	OPAS
juin-15	Société d'Édition de Canal+	Vivendi	CM-CIC Sec. / Crédit Agricole CIB	OPA
novembre-14	Nexeya	Nexeya Invest	Natixis	OPR-RO
octobre-14	Cameleon Software	Pros Holdings	Bryan Garnier & Co	OPAS
septembre-14	Club Méditerranée	Global Resort	Lazard Frères / Unicredit Bank AG	OPA
septembre-14	Orosdi	CEREP Investment France	Oddo Corporate Finance	OPR
septembre-14	Alphamos	DMS	Rochefort & Associés	Augmentation de capital
juillet-14	Carrefour Property Développement	CRPF 13	Natixis	OPR

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

Personnels associés à la réalisation de la mission

■ Arnaud Jacquillat – Directeur Général :

Il assure la supervision opérationnelle des missions de conseil et de développement d'Associés en Finance depuis 2013. Arnaud a commencé sa carrière chez Nomura. Il a été trader à Paris et Londres. Il a ensuite rejoint la Banque NSM pour suivre les investissements en actions et produits dérivés étrangers. Il a ensuite dirigé le département Epargne salariale et présidé la filiale Phenix. En 1991, il rejoint ABN AMRO Amsterdam comme Vice-Président en charge de la stratégie. Il entame ensuite une carrière de banquier d'affaires où pendant 15 ans il a conseillé les plus grandes entreprises françaises dans le secteur des biens de consommation et des services informatiques. Chez ABN AMRO d'abord puis à la Royal Bank of Scotland, Arnaud a réalisé de nombreuses transactions, notamment avec Pernod Ricard, Lactalis, Bel, Casino, Auchan, Alcatel, Atos Origin, Cap Gemini et des fonds d'investissement comme 3i, Condorcet, Eurazeo.

■ Catherine Meyer – Associée :

Responsable de l'exécution, en charge des missions d'évaluation, d'expertise et de conseil, Catherine est également responsable transversale de la Formation et de la veille technique d'Associés en Finance, Jacquillat et Détrouat Associés. Diplômée d'HEC et membre de la SFAF, Société Française des Analystes Financiers, elle a animé des séances de formation à la SFAF. Catherine est intervenue sur de nombreux dossiers d'attestation d'équité sur des secteurs d'activité divers. Elle a aussi mené des missions de valorisation d'actifs non cotés, d'études du coût du capital des sociétés, des dossiers de contentieux et d'arbitrage, et des missions de valorisation d'instruments optionnels.

■ Mathilde de Montigny – Manager, Equipe d'Exécution :

Mathilde de Montigny est titulaire d'un Master 222 – Marchés Financiers & Gestion d'Actifs de l'Université Paris Dauphine et membre de la SFAF. Elle a commencé sa carrière chez Banque

Fédéral Finance. Depuis son arrivée chez Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés, Mathilde a mené de nombreuses missions d'expertises et d'évaluation indépendantes (expertises de marchés, litiges fiscaux et dossiers de restructuration financière). Elle est intervenue sur de nombreux dossiers de modélisation de produits optionnels complexes.

■ Marjory Coustaroux – Analyst, Equipe d'Exécution :

Marjory Coustaroux a rejoint l'équipe d'Associés en Finance en 2016, dédiée aux activités d'évaluation indépendante, après avoir travaillé chez Blackfin Capital Partners en private equity. Elle a démarré sa carrière au sein de Crédit Agricole CIB. Elle est Ingénieur diplômée de l'INSA et du Master Techniques Financières de l'ESSEC.

■ Bertrand Jacquillat – Président d'Honneur, Responsable du Contrôle Qualité :

Cofondateur d'Associés en Finance, Président d'Honneur d'Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés, vice-président du Cercle des économistes.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Associés en Finance a été nommé le 15 mai 2017 en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration de Fimalac. Sa mission d'Associés en Finance s'est déroulée jusqu'au 6 juin 2017.

Au cours de cette période, Associés en Finance a eu des contacts physiques ou téléphoniques avec les différentes personnes indiquées ci-dessous :

- Eléonore de Lacharrière, Fimalac,
- Véronique Morali, Fimalac et Webedia,
- Robert Gimenez, Fimalac,
- Jacques Toupas, Fimalac,
- Bernard de Lattre, Fimalac,
- Cédric Sire, Webedia
- Gauthier Le Milon, BNP Paribas ;
- Benjamin Ferri, BNP Paribas ;
- Nicolas Sudre, BNP Paribas ;
- Noeline Thiercelin, BNP Paribas ;
- Bertrand Peyrelongue, Crédit Agricole Global Investment Banking ;
- Françoise Poujetoux Crédit Agricole Global Investment Banking
- Bertrand Roux, Crédit Agricole Global Investment Banking ;
- Thibaut Verdier, Crédit Agricole Global Investment Banking ;
- David Clairotte, PwC ;
- Anouar Lazrak, PwC ;
- Frédéric Drougard, Cagnat Associés.

Pour mener sa mission, Asociés en Finance s'est appuyé sur ses propres méthodes et bases de données propriétaires (modèle Trival®), sur des bases de données externes (Bloomberg, Capital IQ), sur des entretiens menés avec les différentes parties prenantes citées ci-dessus et sur les diverses sources d'information disponibles.

■ Analyse de documents

- rapports annuels de Fimalac depuis 2014 ;
- comptes sociaux de Fimalac et des différentes filiales ;
- analyse des plans d'affaires 2016-2018 ou éléments prévisionnels établis par la Société pour ses filiales ou participations Webedia, pôle Entertainment, Fitch, Groupe Barrière ;
- examen des travaux des banques présentatrices de l'Offre et revue critique des éléments d'appréciation du prix de l'Offre élaborés par les banques présentatrices ;
- analyse de manière contradictoire et indépendante des travaux des établissements présentateurs de l'Offre ;
- analyse du projet de note d'information ;
- analyse du projet de note en réponse ;
- analyse financière, comptes et stratégie de Fimalac et de ses filiales ;
- analyse de l'environnement économique et concurrentiel des différents marchés des filiales du groupe ;
- examen des transactions sur le titre Fimalac sur l'année 2016 et sur l'année 2017 ;
- évaluation de Fimalac selon une approche multicritères ;
- analyse des transactions récentes sur les sociétés du secteur depuis 2012 ;
- examen / évaluation des éléments correctifs permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour Fimalac et ses filiales ;
- examen du protocole d'accord conclu entre Fimalac, Fitch et Hearst concernant la vente des 20% encore détenus dans Fitch ;
- examen du protocole de cession signé en 2011 entre Fimalac et le Groupe Barrière ;
- examen du pacte d'actionnaires entre Fimalac et le Groupe Barrière ;
- examens des projets d'engagements de liquidité proposés aux porteurs d'actions gratuites ;
- Utilisation des bases de données : bases de données financières externes (Bloomberg, Capital IQ) et base de données Trival® d'Associés en Finance ;

■ Entretiens avec les différentes personnes indiquées ci-dessus

■ Mise en œuvre du contrôle qualité

■ Rédaction du rapport d'expertise

■ Présentation du rapport à la Société

Rémunération

Les honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'Offre) s'établissent dans une fourchette de 120 000 € à 140 000 € hors TVA.

Annexe 2

Présentation détaillé du modèle Trival®

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

Trival® : modèle de coût des fonds propres

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

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

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

L'univers Trival®

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon de 500 sociétés : environ 350 sociétés de la zone Euro et environ 150 sociétés hors zone euro (principalement des grandes sociétés nord-américaines ou européennes hors zone euro) de taille très différente, avec des flottants s'étageant de 20 M€ pour le plus faible à 750 Mds€ pour le plus élevé.

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

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

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

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

Le modèle prend en compte plus d'une vingtaine de variables par société. Son objectif est avant tout de faire ressortir les écarts sous-jacents de croissance d'activité, de rentabilité et d'utilisation des capitaux permanents entre les sociétés qui sont directement concurrentes, clientes, etc.

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

De l'actif économique à l'actif financier coté

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

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

Le risque anticipé

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

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

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

Le risque financier s'apparente aux notations des agences de rating financier. Le risque financier, qui s'étage sur une échelle croissante entre 1 et 5 (3 étant la note médiane), mesure la solidité de la

structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement. Il tient compte, sur la base des flux prévisionnels élaborés par Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés, de la structure financière de la société (dettes sur valeur d'entreprise), de la taille et la volatilité des actifs, et de la couverture des charges financières par l'exploitation et du nombre d'années de *cash flows* que représente la dette.

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

La liquidité

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

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

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

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

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

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

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque, la prime d'illiquidité, et un résidu. La prise en compte de la liquidité permet de mieux expliquer les valorisations, puisque le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est en général supérieur à 65 % (plus de 80% actuellement).

Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital

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

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

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

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

- Les taux actuariels obtenus en comparant les cash-flows (avant prise en compte des frais financiers et après impôt) à la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée et dettes) ;
- Les deux attributs que sont le risque opérationnel (à risque financier moyen) et la taille des actifs mis en œuvre. Le risque opérationnel est calculé selon la méthodologie exposée dans le paragraphe 1, à la différence près que la note de risque financier est bloquée à la note médiane 3 (le calcul est neutre dans un premier temps vis-à-vis de la structure financière : il s'agit de déterminer une valeur d'entreprise théorique avant prise en compte de la structure financière) et que les risques obtenus sont normés sur une moyenne de 1,0. La taille des actifs mis en œuvre est calculée à partir de la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée majorée des dettes).

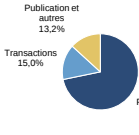
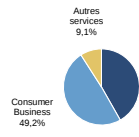
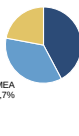
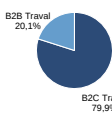
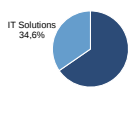
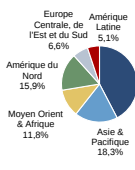
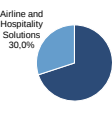
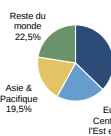
L'ensemble des calculs du plan Wacc est effectué hors valeurs bancaires.

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

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque opérationnel, la prime de taille et l'ordonnée du plan.

Annexe 3

Présentation des comparables boursiers retenus pour la valorisation de Webedia

Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	2016R	CA 2016R par activité	CA 2016R par région
xo group/		Publication de supports médias centrés autour du mariage et de la parentalité. Gestion de plateformes permettant l'organisation d'événements et la mise en relation avec des professionnels de l'événementiel.	461 M\$	Chiffre d'affaires 152 M\$ Marge d'EBIT 11,8%		
YAHOO! JAPAN		Moteur de recherche ; services de publication d'annonces, de réservation d'hôtels et de restaurants ; services publicitaires et de paiements en ligne.	2 654 MM¥	Chiffre d'affaires 652 MM¥ Marge d'EBIT 23,9%		
criteoL		Services médias et publicitaires en ligne. L'activité repose sur des algorithmes prédictifs, qui, à partir d'analyses des données, permettent d'optimiser la visibilité et l'impact d'une campagne publicitaire.	2 752 M\$	Chiffre d'affaires 730 M\$ Marge d'EBIT 17,1%		
webjet.com.au		Agence de réservation de vols en ligne sur les segments B2C et B2B.	1 037 MAUD	Chiffre d'affaires 155 MAUD Marge d'EBIT 23,5%		
priceline.com		Agence de voyage en ligne gérant des sites permettant la comparaison et la réservation de voyages et d'hôtels.	77 221 M\$	Chiffre d'affaires 10 743 M\$ Marge d'EBIT 35,8%		
AMADEUS		Moteur de recherche et comparateur de prix destinés aux agences de voyage. Développement de supports informatiques répondant aux besoins opérationnels des compagnies aériennes.	18 980 M€	Chiffre d'affaires 4 473 M€ Marge d'EBIT 27,8%		
Sabre		Services informatiques destinés aux compagnies aériennes, à l'hotellerie, et autres agences de voyage. Intègre aussi une activité de réservation de voyages sur le segment B2B.	6 650 M\$	Chiffre d'affaires 3 373 M\$ Marge d'EBIT 15,6%		

Annexe 4

Présentation des transactions de comparables boursiers retenus pour la valorisation de Webedia

- PriceRunner (2016) par NS Intressenter – Suisse

NS Intressenter a acquis 100% de PriceRunner en mars 2016. PriceRunner (société suisse) est un site internet qui propose aux consommateurs un accès facile en ligne aux informations techniques et aux prix d'une large gamme de produits. PriceRunner permet aux utilisateurs de voir rapidement quel produit correspond le mieux à leurs besoins, où le trouver et à quel prix. L'essentiel du chiffre d'affaires de PriceRunner est généré par la publicité en ligne.

- My little Paris (2013) par AuFeminin – France

AuFeminin a acquis 60% de My Little Paris en novembre 2013 pour un montant de 54 millions d'euros. My Little Paris est une société française créée en 2008 qui publie des articles et astuces à l'attention des Parisiennes (restaurants, boutiques de mode, ...). Le site s'est décliné dans d'autres métropoles françaises (Lyon et Marseille). My Little Paris commercialise également des abonnements mensuels pour recevoir des boîtes contenant des produits cosmétiques.

- Dailymotion (2015) par Vivendi – France

En juin 2015, Vivendi a conclu avec Orange le rachat de 80% du capital de Dailymotion SA pour un montant de 220 millions d'euros en cash, complété par un rachat de 10% supplémentaires du capital de Dailymotion en septembre 2015. Dailymotion SA gère une plateforme de vidéos, permettant à ses utilisateurs, de trouver, visionner et publier des vidéos. Les contenus sont à la fois des vidéos amateurs et professionnelles.

- Meetic (2013) par Match.com – France

En Septembre 2013, Match.com a racheté 6,7% du capital de Meetic pour un montant de 29,5 millions d'euros, puis 13,1% complémentaire pour un montant de 57,53 millions d'euros. L'entreprise cible est une entreprise qui possède des sites de rencontre en ligne, dont certains sont accessibles via le paiement d'un abonnement, et d'autres gratuitement. Meetic organise également des événements permettant à ses utilisateurs de se rencontrer.

- LeGuide.com (2012) par Lagardère Active – France

Lagardère Active a acquis 59,3% de Leguide.com en mai 2012 pour un montant de 62,32 millions d'euros. LeGuide.com est un site français qui a pour but d'accompagner ses utilisateurs lors de leurs achats en ligne. C'est aujourd'hui le premier éditeur français indépendant de moteurs de recherche shopping, comparateurs de prix et guides d'achat. LeGuide.com se positionne également comme un intermédiaire de confiance entre les consommateurs et les sites marchands.

- Car&Boat Media (2014) par Axel Springer – France

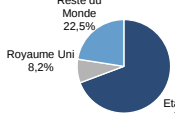
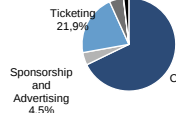
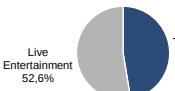
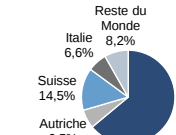
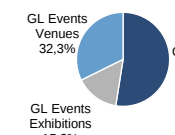
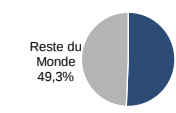
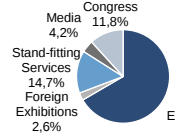
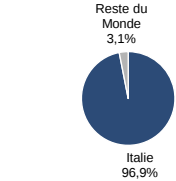
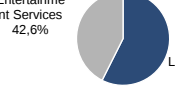
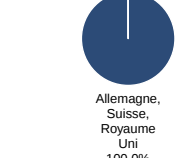
Axel Springer a acquis en juin 2014 51% de Car&Boat Media pour un montant de 72 millions d'euros. Car&Boat est le leader français des contenus auto, moto et bateau dans le domaine de la petite annonce et de l'éditorial.

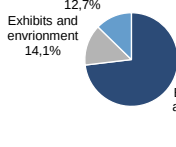
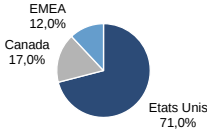
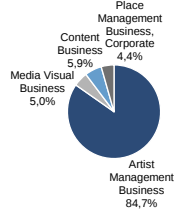
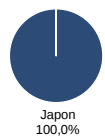
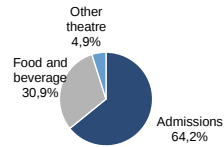
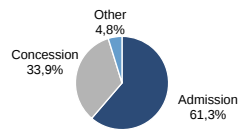
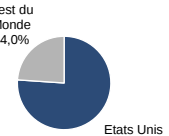
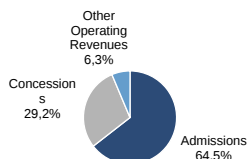
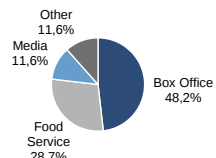
- 7Pixel (2015) par Gruppo MutuiOnline – Italie

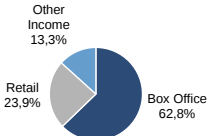
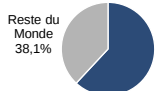
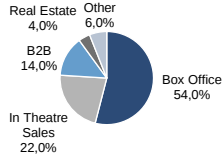
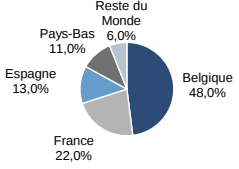
Gruppo MutuiOnline a acquis en juin 2014 74,8% de 7Pixel pour un montant de 55,50 millions d'euros. 7Pixel est un groupe italien qui possède des sites de comparateur de prix spécialisés dans les biens de consommation, la nourriture, ou encore la mode.

Annexe 5

Présentation des comparables boursiers retenus pour la valorisation de Fimalac Entertainment

Tier 1						
Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	2016R	CA 2016R par activité	CA 2016R par région
		Événementiel spécialisé dans les concerts ; vente de billets ; publicité et sponsoring d'événements ; management d'artistes	6 927 M\$	Chiffre d'affaires 8 355M\$ Marge d'EBIT 2%		
		Production, vente et distribution de tickets pour des événements culturels divers. L'activité se concentre principalement en Allemagne et en Europe continentale.	3 417 M€	Chiffre d'affaires 830 M€ Marge d'EBIT 20%		
Tier 2						
Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	2016R	CA 2016R par activité	CA 2016R par région
		Événementiel spécialisé dans les manifestations culturelles, corporates, institutionnelles et publiques ; organisation de congrès et conventions. Opère dans plus de 20 pays.	535 M€	Chiffre d'affaires 953 M€ Marge d'EBIT 8%		
		Organisation d'expositions et congrès en Italy et dans le monde.	109 M€	Chiffre d'affaires 221 M€ Marge d'EBIT -10%		
		Événementiel spécialisé dans l'organisation de concerts et festivals, et gestion d'une plateforme de vente de billets. L'activité est principalement en Allemagne.	42 M€	Chiffre d'affaires 228 M€ Marge d'EBIT -4%		

Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	2016R	CA 2016R par activité	CA 2016R par région
		Événementiel spécialisé dans des manifestations sportives et des conférences. Gestion d'hôtels, loges et de voyages organisés. Activité principalement aux Etats-Unis, Canada et Royaume-Uni.	883 M\$	Chiffre d'affaires 1 205 M\$ Marge d'EBIT 6%		
		Management d'artistes et événementiel orienté vers des manifestations artistiques, musicales et théâtrales. L'activité est principalement basée au Japon.	49 779 MJPY	Chiffre d'affaires 48 924 MJPY Marge d'EBIT 6%		
Tier 3						
Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	2016R	CA 2016R par activité	CA 2016R par région
		Gestion de salles de théâtres et de cinémas, situées aux Etats-Unis et en Europe.	3 520 M\$	Chiffre d'affaires 2 947 M\$ Marge d'EBIT 8%		
		Gestion de salles de cinémas, situées aux Etats-Unis et en Amérique du Sud.	5 068 M\$	Chiffre d'affaires 2 919 M\$ Marge d'EBIT 14%		
		Gestion de salles de cinémas situées en zone urbaine et péri-urbaines des Etats-Unis.	3 330 M\$	Chiffre d'affaires 3 197 M\$ Marge d'EBIT 11%		
		Gestion de complexes intégrant des salles de cinémas, des salles de jeux et de la restauration rapide. Son activité est essentiellement basée au Canada.	3 342 MCAD	Chiffre d'affaires 1 478 MCAD Marge d'EBIT 9%		

Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	2016R	CA 2016R par activité	CA 2016R par région
		Gestion de salles de cinémas au Royaume-Uni, en Europe de l'Est et en Israël.	1 988 M£	Chiffre d'affaires 798 M£ Marge d'EBIT 14%		
		Gestion de salles de cinémas essentiellement situées en zones péri-urbaines en Belgique et en France.	1 367 M€	Chiffre d'affaires 325 M€ Marge d'EBIT 19%		

Annexe 6

Présentation des transactions de comparables boursiers retenus pour la valorisation de Fimalac Entertainment

- BD Sport Group (2017) par Gaming Nation Inc. – Canada

En mars 2017, le groupe Canadien Gaming Nation Inc. a acquis le leader des services des paris sportifs – BD Sport Group – pour un montant de 8,8 millions de livre sterling et un earn-out de 2,2 millions de livre sterling. Cette transaction a permis à Gaming Nation Inc. de devenir l'actionnaire unique de BD Sport.

- Augustus Group (2016) par The Marketing Group Plc. – Suède

En août 2016, The Marketing Group Plc. a augmenté sa participation à 70% du capital d'Augustus Group pour un montant total de 43,2 millions d'euros, soit 6,47 euros par actions. Augustus Group possède des marques spécialisées dans les technologies et les services digitaux destinés aux particuliers et aux entreprises.

- Pinewood Group (2016) par Aermont Capital LLP, PW Real Estate Fund III LP – USA

En août 2016, PW Real Estate Fund III LP a acquis pour un montant de 419,4 millions de dollars la totalité du capital de Pinewood Group. Ce dernier possède des studios de tournages de films et d'émissions télévisés, et offre des services digitaux à des entreprises.

- Odeon and UCI Cinema Holdings (2016) par AMC Entertainment Holdings – Royaume-Uni

En juillet 2016, AMC Entertainment Holdings a acquis Odeon and UCI Cinema Holdings pour un montant de 921 millions de livre sterling. L'entreprise cible possède des salles de cinémas situées au Royaume-Uni.

- Entertainment One (2015) par Canada Pension Plan Investment Board – Canada

En septembre 2015, Canada Pension Plan Investment Board a acquis 17,9% du capital d'Entertainment One pour un montant de 288 millions de dollars. Entertainment One est une société spécialisée dans la production et la distribution de films et de contenus télévisés.

- Syzygy (2015) par WPP Jubilee Limited – Allemagne

En août 2015, WPP Jubilee Limited a acquis 69,66% additionnel du capital de Syzygy pour un montant de 82,4 millions d'euros, soit 9 euros par actions. Entre septembre et novembre 2015, WPP Jubilee Limited avait acquis 16,97% du capital de Syzygy, puis 3,51% supplémentaires. Syzygy est une entreprise logée à Londres qui offre des services de technologies et médias pour le secteur du marketing digital.

- Reef Television (2015) par Ten Alps Plc. (Zinc Media Group Plc.) – Royaume-Uni

En juin 2015, Zinc Media Group Plc. a conclu un contrat d'achat portant sur Reef Television pour un montant de 5,5 millions de livre sterling, contenant une clause d'earn-out de 1,5 millions de livre sterling. Reef Television est une société de production spécialisée dans le contenu télévisé diffusé au Royaume-Uni.

- Gerrards Cross, Esther, Muswell Hill And Barnet (2015) par Everyman Media Group Plc. – Royaume-Uni

Everyman Media Group, une chaîne de cinémas indépendants au Royaume-Uni, a acquis les cinémas de Gerrards Cross, Esther, Muswell Hill And Barnet pour un montant de 7,1 millions de livre sterling. Everyman Media Group a réalisé une levée de fonds d'un montant de 20 millions de livre sterling pour financer la transaction et effectuer des travaux de rénovation des cinémas acquis.

-
- Billetreduc.com (2013) par Lagardère – France

En janvier 2013, Lagardère a acquis l'intégralité du capital de Billetreduc.com, valorisée à sept fois son résultat opérationnel, soit une valeur d'une douzaine de millions d'euros. Billetreduc.com est un site spécialisé dans la vente de billets de spectacle.

- West End Theatre Bookings (2011) par Encore Tickets Limited – Royaume-Uni

En juin 2011, Encore Tickets Limited a acquis West End Theatre Bookings pour un montant de 10,9 millions de livre sterling représentant un multiple d'Ebitda à 9,7. West End Theatre Bookings possède un site spécialisé dans la vente de billets de théâtre et de spectacle.

- Ticketbis (2016) par StubHub – Espagne

En mai 2016, Ticketbis a été racheté par StubHub, filiale d'eBay, pour un montant de 150 millions d'euros. Ticketbis est une entreprise espagnole qui opère un site de vente et revente de tickets de concerts, spectacles et événements sportifs.

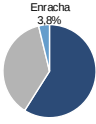
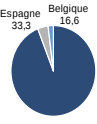
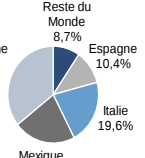
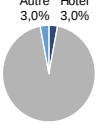
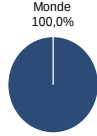
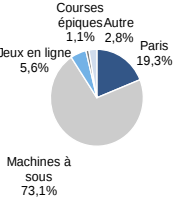
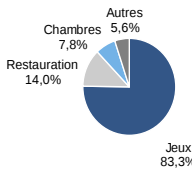
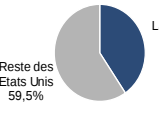
- Ticketfly (2015) par Pandora Media Inc. – USA

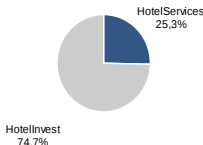
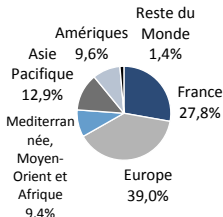
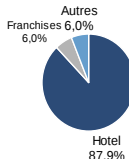
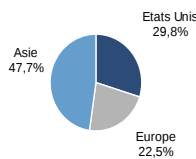
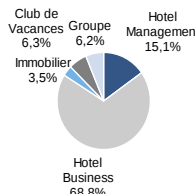
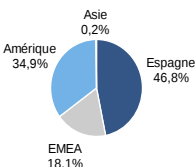
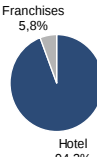
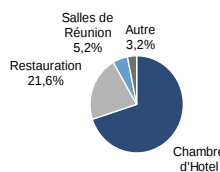
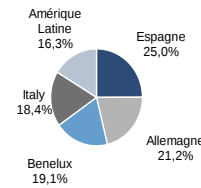
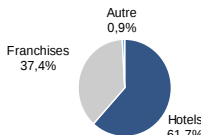
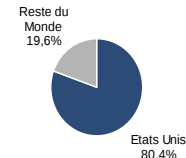
Pandora Media Inc. a conclu en octobre 2015 un accord de rachat de Ticketfly pour un montant de 450 millions de dollars financé en cash et en actions. Ticketfly offre des services de billetterie et marketing pour des promoteurs d'événements culturels aux Etats-Unis.

Annexe 7

Présentation des comparables boursiers retenus pour la valorisation de Groupe Barrière et de SFCMC

Tier 1 : Casinos

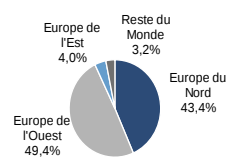
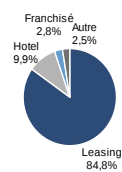
Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	2016R	CA 2016R par activité	CA 2016R par région
 Rank Group		Gestion de casinos implantés au Royaume-Uni, en Espagne et en Belgique.	841,1 M€	Chiffre d'Affaires 831,4 M€ Marge d'Ebit 12%		
 codere		Activités multiples tournées autour des jeux de hasard et paris sportifs. L'activité est principalement en Amérique du sud, mais également en Espagne et en Italie.	1 214 M€	Chiffre d'Affaires 1 639,5 M€ Marge d'Ebit 6%		
		Gestion d'hôtels et de casinos principalement implantés en France.	353,5 M€	Chiffre d'Affaires 405,2 M€ Marge d'Ebit 5,5%		
		Activités multiples dans les jeux de hasard et de paris. L'activité est principalement en Italie.	310,9 M€	Chiffre d'Affaires 898,3 M€ Marge d'Ebit 5,6%		
		Gestion de casinos, de restaurants et d'hôtels aux Etats-Unis, notamment à Las Vegas.	2 849,0 M\$	Chiffre d'Affaires 2 075,7 M\$ Marge d'Ebit 9,4%		

Tier 2 : Hôtels						
Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	2016R	CA 2016R par activité	CA 2016R par région
		Gestion d'hôtels en France et à l'international.	12 093 M€	Chiffre d'Affaires 5 631,0 M€ Marge d'Ebit 12,4%		
		Gestion d'hôtels, détenus ou franchisés, aux Etats-Unis, en Asie et en Europe.	1 506 M€	Chiffre d'Affaires 1 086,6 M€ Marge d'Ebit 11,7%		
		Gestion d'hôtels et de clubs de vacances pour les particuliers et les professionnels. L'activité est principalement en Espagne.	3 106 M€	Chiffre d'Affaires 1 738,2 M€ Marge d'Ebit 7,5%		
		Gestion d'hôtels de luxe et de resorts, détenus ou franchisés. L'activité est internationale.	40 117 M€	Chiffre d'Affaires 16 225 M\$ Marge d'Ebit 8,0%		
		L'activité repose principalement sur la location de chambre d'hôtels, mais également sur la restauration et la location de salles de réunions pour des événements professionnels.	1 830 M€	Chiffre d'Affaires 1 447,9 M€ Marge d'Ebit 3,1%		
		Gestion d'hôtels de luxe et de resorts implantés dans le monde entier.	21 529 M\$	Chiffre d'Affaires 11 084,9 M\$ Marge d'Ebit 16,0%		



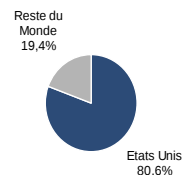
Gestion d'hôtels haut de gamme, avec notamment les marques Radisson, Park Plaza ou encore Country Inns & Suits.

Chiffre d'Affaires
538 M€
961,2 M€
Marge d'Ebit
0,3%



Gestion d'hôtels de luxe et de resorts, principalement implantés aux Etats-Unis.

Chiffre d'Affaires
7 292 M\$
4 209,5 M\$
Marge d'Ebit
6,5%



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

5.1 Structure du capital de la Société

Au 15 mai 2017, le capital social de Fimalac s'élevait, à 108.680.000 euros, divisé en 24.700.000 actions ordinaires de 4,40 euros de valeur nominale chacune, conférant 25.121.244 droits de vote.

Le tableau figurant à la section 2.2 du présent projet de note en réponse présente, à la connaissance de la Société, la répartition du capital social et les droits de vote de la Société.

5.2 Restrictions à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et il n'existe pas de restrictions statutaires aux transferts d'actions.

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote.

5.3 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 connaissance de la Société, à la date du présent projet de note en réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué aux sections 5.1 et 2.3 ci-dessus.

Hormis les actionnaires mentionnés à la section 2.2 ci-dessus, aucun actionnaire détenant plus du seuil de 5% du capital et des droits de vote de Fimalac ne s'est fait connaître auprès de Fimalac, et aucune modification n'a eu lieu depuis cette date dans le capital de Fimalac dont cette dernière aurait eu connaissance.

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

L'article 30 des statuts de la Société prévoit l'octroi d'un droit de vote double aux titulaires d'actions nominatives entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire.

Le droit de vote double cesse de plein droit pour toute action ayant fait l'objet d'une conversion au porteur ou d'un transfert de propriété, sous réserve des exceptions prévues par la loi. En particulier, le transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux, ou de donations entre vifs, au profit d'un conjoint ou d'un parent successible ne fait pas perdre le droit acquis ou n'interrompt pas le délai de deux ans prévu ci-dessus.

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

N/A.

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

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

Fimalac est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés ou renouvelés dans leurs fonctions par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires. La durée des fonctions d'un administrateur est de quatre années. Les fonctions d'un administrateur prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé, tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Si un ou plusieurs sièges d'administrateurs deviennent vacants entre deux assemblées générales ordinaires, par suite de décès ou démission, le conseil d'administration peut procéder à une ou des nominations à titre provisoire. Les nominations d'administrateurs faites par le conseil d'administration sont soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire.

S'il ne reste plus qu'un seul ou que deux administrateurs en fonction, celui-ci ou ceux-ci, ou, à défaut, le ou les commissaires aux comptes, doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire des actionnaires à l'effet de compléter l'effectif du conseil. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que pendant le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

5.6.2 Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions. Elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un échange ou d'un regroupement d'actions régulièrement décidé et effectué.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents, représentés ou ayant voté par correspondance possèdent au moins, sur première convocation, un quart et, sur deuxième convocation, le cinquième des actions ayant le droit de vote. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée. Si l'assemblée générale extraordinaire statue sur une proposition d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, les conditions de quorum et de majorité sont exceptionnellement celles prévues pour les assemblées générales ordinaires.

Sous réserve des dispositions légales particulières, elle statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés y compris les actionnaires ayant voté par correspondance.

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

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts de la Société, le conseil d'administration de la Société dispose, à la date du présent projet de note en réponse, des délégations suivantes accordées par l'assemblée générale des actionnaires de la Société réunie le 15 juin 2016 :

Nature de l'autorisation	Date de l'assemblée	Montant nominal ou pourcentage du capital social autorisé	Utilisation
Autorisation de réduire le capital social par annulation d'actions auto-détenues par la Société	15 juin 2016	10% du capital social	15 juin 2016 Annulation de 780.000 actions représentant 2,9 % du capital existant
Autorisation d'attribuer gratuitement des actions de la Société aux salariés et aux mandataires sociaux	15 juin 2016	3,5% du capital social	Non
Autorisation d'augmenter le capital social au profit des adhérents à un plan d'épargne d'entreprise	15 juin 2016	10 000 euros	Non

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

Il est précisé que l'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société.

5.9 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs de la Société et ses salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'offre publique

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour les mandataires sociaux ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique visant les titres de la Société.

5.10 Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

Sous réserve des engagements de liquidité relatifs aux Actions Gratuites qui pourraient être conclus, tel que décrit à la section 1.2, et des accords de concertation décrits à la section 1.4 du Projet de Note d'Information, il n'existe à la connaissance de la Société aucun accord lié à l'Offre ou susceptible d'avoir un impact significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

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

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Fimalac seront déposées auprès de l'AMF et mise à la disposition du public selon des modalités propres à en assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

Pour la Société

« A notre 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. »

Fimalac