

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

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR

GROUPE FLO

EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES
ACTIONS DE LA SOCIETE GROUPE FLO INITIEE PAR

BERTRAND RESTAURATION

agissant de concert avec les sociétés Financière Flo, Bertrand Corp. et Bertrand Invest



Le présent projet de note en réponse a été établi et déposé auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») le 4 octobre 2019 conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 de son règlement général.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi 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 l'AMF (www.amf-france.org) et de la société Groupe Flo (<http://www.groupeflo.com/finances/>) et peut être obtenu sans frais auprès de :

GROUPE FLO
Tour Manhattan, 5/6 Place de l'Iris,
92400 Courbevoie

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 la société Groupe Flo feront l'objet d'une note spécifique déposée auprès de l'AMF et mise à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique selon les mêmes modalités. Un communiqué sera publié, conformément aux dispositions de l'article 223-1 du règlement général de l'AMF, afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

	Page
1 RAPPEL DES CONDITIONS DE L’OFFRE.....	4
2 CONTEXTE ET MOTIFS DE L’OFFRE	6
2.1 Contexte de l’Offre	6
2.2 Composition du conseil d’administration.....	7
2.3 Déclarations de franchissement de seuils.....	7
2.4 Motifs de l’Offre.....	8
3 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D’ADMINISTRATION DE LA SOCIETE.....	9
3.1 Rappel des décisions préalables du conseil d’administration relatives à l’Offre ..	9
3.2 Avis motivé du conseil d’administration.....	9
4 INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D’ADMINISTRATION DE LA SOCIETE.....	13
5 INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	13
6 ACCORDS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE SUR L’APPRECIATION OU L’ISSUE DE L’OFFRE.....	14
6.1 Contrat de Transfert de Bloc	14
7 ELEMENTS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D’OFFRE PUBLIQUE.....	15
7.1 Structure du capital social	15
7.2 Restrictions statutaires à l’exercice des droits de vote et aux transferts d’actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l’article L. 233-11 du code de commerce.....	16
7.3 Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l’objet d’une déclaration de franchissements de seuils ou d’une déclaration d’opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du code de commerce	16
7.4 Liste des détenteurs d’actions comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	17
7.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d’actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	17
7.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions au transfert d’actions et à l’exercice des droits de vote	17
7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d’administration ainsi qu’à la modification des statuts de la Société	18
7.7.1 Nomination et remplacement des membres du conseil d’administration.....	18
7.7.2 Modification des statuts de la Société	18

7.8	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions.....	18
7.9	Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	19
7.10	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat.....	19
8	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	20
9	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS MENTIONNEES A L'ARTICLE 231-28 DU REGLEMENT GENERAL DE L'AMF.....	20
10	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE.....	20
	ANNEXE 1 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	21

1 RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Bertrand Restauration, société par actions simplifiée au capital de 39.251.978,09 euros, dont le siège social est situé 59, rue de Tocqueville, 75017 Paris, et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro d'identification 489 236 927 RCS Paris (ci-après, « **Bertrand Restauration** » ou l'« **Initiateur** »), contrôlée au sens de l'article L. 233 du code de commerce par Monsieur Olivier BERTRAND par l'intermédiaire de la société BH, agissant de concert avec (i) Financière Flo, société par actions simplifiée au capital de 4.470.472 euros, dont le siège social est situé 59, rue de Tocqueville, 75017 Paris, et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro d'identification 349 570 937 RCS Paris (« **Financière Flo** »)¹, (ii) Bertrand Invest, société par actions simplifiée au capital de 10.000 euros, dont le siège social est situé 59, rue de Tocqueville, 75017 Paris, et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro d'identification 829 599 869 RCS Paris (« **Bertrand Invest** »)² et (iii) Bertrand Corp., société par actions simplifiée au capital de 40.675.165,50 euros, dont le siège social est situé 59, rue de Tocqueville, 75017 Paris, et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro d'identification 807 512 033 RCS Paris (« **Bertrand Corp.** »)³, (l'Initiateur, Financière Flo, Bertrand Invest et Bertrand Corp. étant ci-après dénommées collectivement les « **Actionnaires de Contrôle** »), propose, de manière irrévocable aux actionnaires de la société Groupe Flo, société anonyme au capital de 38.257.855,65 euros, dont le siège social est situé 5-6 place de l'Iris, Tour Manhattan, 92400 Courbevoie, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro d'identification 349 763 375 RCS Nanterre, et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris (compartiment B) sous le code ISIN FR0004076891 (la « **Société** », ensemble avec ses filiales, le « **Groupe** »), d'acquérir la totalité des actions de la Société que les Actionnaires de Contrôle ne détiennent pas directement ou indirectement au prix unitaire de 0,208 euro dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

Les Actionnaires de Contrôle détiennent ensemble à la date du présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») 590.441.824 actions de la Société représentant 77,17 % du capital et 77,95 % des droits de vote de la Société, étant précisé que l'Initiateur ne détient, à la date du présent document, aucune action de la Société.

¹ A la date du Projet de Note en Réponse, Financière Flo détient individuellement 471.049.642 actions de la Société représentant 61,56 % du capital et 62,90 % des droits de vote de la Société.

² A la date du Projet de Note en Réponse, Bertrand Invest détient individuellement 71.656.503 actions de la Société représentant 9,37 % du capital et 9,03 % des droits de vote de la Société.

³ A la date du Projet de Note en Réponse, Bertrand Corp. détient individuellement 47.735.679 actions de la Société représentant 6,24 % du capital et 6,02 % des droits de vote de la Société.

L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues par les Actionnaires de Contrôle, soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre total maximum de 177.785.971 actions de la Société, dont :

- la totalité des actions de la Société existantes non détenues directement par les Actionnaires de Contrôle, soit, à la connaissance de l'Initiateur et à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre total de 174.715.289 actions de la Société représentant 22,83 % du capital et 22,05 % des droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total de 765.157.113 actions et 793.554.836 droits de vote ; et
- un nombre total maximum de 3.070.682⁴ actions supplémentaires susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre en raison de l'exercice d'options de souscription d'actions de la Société attribuées à des salariés du Groupe.

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autres que les actions de la Société et les options de souscription décrites à la Section 7.1 (« *Structure du capital social* ») du Projet de Note en Réponse.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, et notamment de son article 233-1, 1°. La durée de l'Offre sera de 10 jours de négociation. Dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société conformément aux articles L. 433-4, II du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de solliciter la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** »).

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Portzamparc, en tant qu'établissement présentateur et garant de l'Offre (l'« **Etablissement Garant** ») et Rothschild Martin Maurel, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre (ensemble avec l'Etablissement Garant, les « **Etablissements Présentateurs** »), ont déposé auprès de l'AMF le 4 octobre 2019, l'Offre et le projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») pour le compte de l'Initiateur. Seul l'Etablissement Garant garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF. Les Etablissements Présentateurs sont habilités à fournir des services de prise ferme en France.

⁴ La différence de 71 702 options de souscription entre (i) le total d'options de souscription indiqué dans le présent document et (ii) le total d'options de souscription indiqué dans le Rapport Financier Annuel et le Rapport Financier Semestriel, provient d'une erreur matérielle relative au total d'options de souscription exerçables au titre du plan d'options de souscription du 30 juillet 2014.

2 CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

2.1 Contexte de l'Offre

Conformément aux termes d'un accord de restructuration de la dette bancaire et d'investissement conclu le 25 avril 2017 entre la Société, Financière Flo, les actionnaires de cette dernière et les banques de la Société et sous l'égide d'un conciliateur, Bertrand Invest a acquis, en date du 16 juin 2017, 100 % du capital et des droits de vote de la société Financière Flo, et, partant, le contrôle du Groupe. Financière Flo détenait, au moment de son acquisition par Bertrand Invest, 69,84 % du capital et 81,92 % des droits de vote de la Société.

L'acquisition a été immédiatement suivie, le 30 juin 2017, d'une augmentation de capital de la Société avec maintien du droit préférentiel de souscription de ses actionnaires d'un montant total brut d'environ 72,5 millions d'euros (dont environ 28,2 millions d'euros en numéraire). A l'issue de cette augmentation de capital, Bertrand Invest est devenue actionnaire direct de la Société à hauteur de 9,37 % du capital et 9,03 % des droits de vote. Financière Flo détenant alors 61,56 % du capital et 62,90 % des droits de vote de la Société, la participation totale de Bertrand Invest, directement et par l'intermédiaire de Financière Flo, dans la Société a été ainsi portée à 70,93 % du capital et 71,93 % des droits de vote.

Le changement de contrôle de la Société au profit des Actionnaires de Contrôle intervenu en 2017 s'inscrivait dans le cadre d'un plan de redressement du Groupe impliquant le refinancement de la dette initiale du Groupe, et l'atteinte de certains objectifs, notamment le redressement opérationnel du Groupe avec la relance de sa croissance nécessitant des investissements (CAPEX), la mise en œuvre de synergies avec les Actionnaires de Contrôle, la cession de certains actifs non-stratégiques et le renforcement de ses fonds propres (le « **Plan de Redressement** »). L'opération de reprise du Groupe et le Plan de Redressement sont décrits dans le prospectus établi par la Société en date du 23 mai 2017 ayant reçu le visa de l'AMF sous le numéro n°17-227 (le « **Prospectus 2017** »), disponible sur le site internet de la Société (www.groupeflo.com).

Après avoir été contacté par un intermédiaire financier pour une cession potentielle par un actionnaire institutionnel, proposée initialement au cours de bourse, Bertrand Corp. a procédé, le 5 août 2019, à l'acquisition d'un bloc de 47.735.679 actions de la Société représentant 6,24 % du capital et 6,02 % des droits de vote de la Société, pour un prix par action de 0,208 euro auprès de la société Amiral Gestion par voie d'acquisition de bloc hors marché (le « **Transfert de Bloc** »).

A la suite de la réalisation du Transfert de Bloc et à la date du Projet de Note en Réponse, les Actionnaires de Contrôle détiennent 590.441.824 actions de la Société représentant 77,17 % du capital et 77,95 % des droits de vote de la Société.

Dans un communiqué du 6 août 2019 relatif à la réalisation du Transfert de Bloc, les Actionnaires de Contrôle ont annoncé leur intention de déposer une offre publique d'achat simplifiée volontaire portant sur les actions de la Société.

2.2 **Composition du conseil d'administration**

Le 27 juin 2019, l'assemblée générale a approuvé la nomination de Monsieur Philippe HERY en qualité d'administrateur de la Société.

A la date du présent document, le conseil d'administration de la Société est composé comme suit :

- Monsieur Olivier BERTRAND, administrateur ;
- Monsieur Christophe GASCHIN, administrateur ;
- Madame Christelle GRISONI, administrateur ;
- Monsieur Michel RAZOU, administrateur ;
- Monsieur Olivier GRUMBACH, administrateur ;
- Monsieur Philippe HERY, administrateur ;
- Monsieur Claude VIVIER, administrateur représentant les salariés ;
- Madame Christine de GOUVION SAINT CYR, administrateur indépendant ;
- Madame Dominique ESNAULT, administrateur indépendant ; et
- Madame Bénédicte HAUTEFORT, administrateur indépendant.

2.3 **Déclarations de franchissement de seuils**

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce et de l'article 11 des statuts de la Société, Bertrand Corp. a déclaré (i) à la Société, par courrier daté du 7 août 2019, qu'il avait franchi à la hausse le 5 août 2019 les seuils statutaires de 2 %, 4 % et 6 % (inclus) du capital de la Société et les seuils statutaires de 2 %, 4 % et 6 % (inclus) des droits de vote de la Société, et (ii) à l'AMF, par courrier daté du 7 août 2019, qu'il avait franchi individuellement à la hausse le 5 août 2019 les seuils de 5 % du capital et des droits de vote de la Société (D&I du 8 août 2019 n°219C1380).

A cette occasion, Monsieur Olivier BERTRAND a déclaré n'avoir franchi aucun seuil et détenir indirectement, par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle, 590.441.824 actions représentant 618.566.708 droits de vote, soit 77,17 % du capital et 77,95 % des droits de vote de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce, la société Amiral Gestion a déclaré à l'AMF, par courrier daté du 6 août 2019, qu'elle avait franchi à la baisse le 5 août 2019 les seuils légaux de 5 % du capital et des droits de vote de la Société et qu'elle détenait par conséquent 1.170.000 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 0,15 % du capital et des droits de vote de la Société (D&I du 6 août 2019 n°219C1357).

2.4 **Motifs de l'Offre**

L'Offre s'inscrit dans le cadre de la mise en œuvre du Plan de Redressement et fait suite à l'opportunité offerte par le Transfert de Bloc aux Actionnaires de Contrôle de renforcer leur participation dans la Société.

Les Actionnaires de Contrôle considèrent qu'une intégration plus avancée du Groupe avec l'Initiateur permettrait au Groupe de mettre en œuvre le Plan de Redressement de manière plus efficiente, notamment au regard des besoins de trésorerie générés par ce dernier.

En effet, la capacité de la Société à accéder à des sources de financement indépendantes à des conditions satisfaisantes lui est aujourd'hui très limitée. La Société a notamment annoncé le 25 juillet 2019 que face aux besoins de trésorerie ponctuels de l'exploitation et afin de financer le plan de rénovation des restaurants Hippopotamus, son conseil d'administration a autorisé la mise en place d'avances en compte-courant de la part des Actionnaires de Contrôle pour un montant maximum de cinq millions d'euros remboursables au plus tard le 31 décembre 2019, deux millions d'euros ayant été avancés au 30 juin 2019. Le montant maximum d'avances en compte-courant a été augmenté de sept millions d'euros supplémentaires (soit douze millions d'euros au total) le 9 septembre 2019.

Les Actionnaires de Contrôle ont dû ainsi faire face à des besoins de financement court terme de la Société en mobilisant leurs fonds propres sous forme d'avances en compte courant, solution nécessairement temporaire. Dans ce contexte et fort du Transfert de Bloc, les Actionnaires de Contrôle souhaitent, au moyen de l'Offre, accélérer le rapprochement de la Société et de l'Initiateur, afin notamment de permettre à la Société de pallier ses besoins de trésorerie en accédant plus efficacement aux sources de financement de l'Initiateur.

L'Offre, qui sera suivie d'un Retrait Obligatoire dans l'hypothèse où les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société, vise en outre à procéder au retrait de la Société du marché boursier. Une Offre suivie d'un Retrait Obligatoire présente un certain nombre d'avantages, tant pour l'Initiateur que pour la Société, permettant notamment d'achever le rapprochement des activités des Actionnaires de Contrôle et de faciliter le financement du développement et des besoins de trésorerie de la Société. Un Retrait Obligatoire permettrait également, notamment, de simplifier le fonctionnement opérationnel de la Société en se libérant des contraintes réglementaires et administratives liées à l'admission de ses titres à la cote, et dès lors, de réduire les coûts annexes liés à la cotation.

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre sont présentés à la Section 3 (« *Eléments d'appréciation du prix de l'Offre* ») du Projet de Note d'Information.

3 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

3.1 Rappel des décisions préalables du conseil d'administration relatives à l'Offre

Le 6 août 2019, la Société a pris acte du Transfert de Bloc et du projet d'Offre, et annoncé réunir dès que possible son conseil d'administration pour examiner les suites à donner à l'Offre annoncée par l'Initiateur, et notamment désigner un expert indépendant chargé de remettre une attestation d'équité.

Conformément aux meilleures pratiques de gouvernance ainsi qu'à la recommandation AMF n°2006-15, le conseil d'administration, lors de sa réunion du 9 septembre 2019, a mis en place un comité *ad hoc* chargé (i) d'examiner les termes et conditions de l'Offre et (ii) de superviser la mission de l'expert indépendant, et composé exclusivement d'administrateurs indépendants. Au sein de la Société, l'indépendance s'analyse au regard des critères prévus par le code de gouvernement d'entreprise AFEP-MEDEF, auquel la Société se réfère.

Le conseil d'administration a ainsi décidé que le comité *ad hoc* serait composé de Madame Dominique ESNAULT, Madame Christine de GOUVION SAINT-CYR et Madame Bénédicte HAUTFORT.

En outre, lors de cette même réunion du 9 septembre 2019, le conseil d'administration de la Société a désigné, sur proposition du comité *ad hoc*, le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Olivier PERONNET et Monsieur Lucas ROBIN, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1 I, 1° et II du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Les membres du comité *ad hoc* ont pu échanger à plusieurs reprises avec l'expert indépendant, et suivre la réalisation de ses travaux.

3.2 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 se sont réunis le 3 octobre 2019, sur convocation faite conformément aux statuts et au règlement intérieur du conseil d'administration de la Société, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre leur avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. Tous les membres du conseil d'administration de la Société étaient présents ou représentés.

Un extrait des délibérations de cette réunion, contenant l'avis motivé du conseil d'administration, est reproduit ci-dessous :

« Le Président rappelle que le Conseil d'Administration s'est réuni ce jour à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente pour la Société, ses actionnaires et ses salariés le projet d'offre publique d'achat simplifiée initiée par la société Bertrand Restauration (l'« Initiateur »), visant la totalité des actions Groupe Flo non détenues par l'Initiateur lors du dépôt de son projet d'offre à un prix de 0,208 euro par action (l'« Offre »).

Le Conseil d'Administration a notamment pris connaissance des documents suivants :

- les communiqués de presse de Groupe Bertrand et de la Société du 6 août 2019, annonçant le projet d'Offre ainsi que ses principales caractéristiques ;*
- le projet de note d'information préparé par l'Initiateur, devant être déposé auprès de l'AMF, contenant notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre, et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre ;*
- le projet de note en réponse de la Société, contenant notamment le rappel des principaux termes et conditions de l'Offre et les informations concernant la Société, destiné à être déposé auprès de l'AMF ;*
- le rapport de l'expert indépendant reproduit également dans le projet de note en réponse de la Société, établi, conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, par le cabinet Finexsi et qui conclut au caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du prix offert de 0,208 euro par action de la Société, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire.*

Le Conseil d'Administration a tout d'abord constaté que :

- l'Initiateur détient indirectement 77,17 % du capital et 77,95 % des droits de vote de la Société ;*
- l'Offre, qui s'effectue dans un cadre amical, est une offre volontaire qui porte sur la totalité des actions de la Société non détenues par le Groupe Bertrand pour un prix de 0,208 euro par action.*

Le Président rappelle que lors de la séance du 9 septembre 2019, les membres du Conseil d'Administration ont, conformément aux meilleures pratiques en matière de gouvernance et aux recommandations de l'AMF, décidé de constituer un comité ad hoc composé de Christine de Gouvion Saint-Cyr, Bénédicte Hautefort et Dominique Esnault, membres indépendants du Conseil d'Administration, afin d'assurer le suivi de la mission de l'expert indépendant et d'examiner les termes et conditions de l'Offre en vue d'émettre une recommandation à l'intention du Conseil d'Administration.

Dans le cadre de l'exercice de ses missions, au regard des critères d'indépendance imposés par l'AMF et des caractéristiques de l'opération, trois cabinets d'expertise indépendante ont été consultés et ont chacun remis une proposition d'intervention.

Après examen des propositions d'intervention reçues, les membres du comité ad hoc ont décidé à l'unanimité de recommander au Conseil d'Administration la désignation du cabinet Finexsi en tant qu'expert indépendant.

Lors de cette même séance du 9 septembre 2019, et sur recommandation du comité ad hoc, le Conseil d'Administration a désigné le cabinet Finexsi, représenté par Olivier Peronnet et Lucas Robin, en qualité d'expert indépendant sur le fondement de l'article 261-I, I et II du règlement général de l'AMF, dont la mission consiste à établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et, le cas échéant, du retrait obligatoire. Cette recommandation du comité ad hoc s'est fondée sur l'expérience en ce domaine, la réputation et l'absence de tout conflit d'intérêts du cabinet Finexsi.

Le Président demande au cabinet Finexsi, représenté par Olivier Peronnet et Lucas Robin, invité à la séance du Conseil d'Administration, à présenter une synthèse de ses travaux et rappeler les conclusions de son rapport, duquel il ressort que :

« En ce qui concerne l'actionnaire de Groupe Flo

- La présente Offre facultative, éventuellement suivie d'un Retrait Obligatoire, est proposée à l'ensemble des actionnaires de Groupe Flo à un prix de 0,208€ par action, identique au prix de la transaction Amiral Gestion. Ce prix correspond, dans les faits, à la référence usuelle du cours de bourse moyen pondéré 60 jours. Elle donne donc, aux actionnaires qui le souhaitent, un accès immédiat à la liquidité sur la totalité de leurs actions aux mêmes conditions qu'Amiral Gestion, c'est-à-dire à un niveau proche du cours de bourse observé sur la période précédant l'Offre.*
- Ce prix extériorise une prime de +11% sur la valeur intrinsèque, issue du plan d'affaires de retournement ambitieux du management intégrant déjà les synergies opérationnelles, mises en œuvre depuis la prise de contrôle par Groupe Bertrand en 2017. Sur ces bases, le prix d'Offre donne la pleine valeur sans avoir à supporter le risque d'exécution de ce plan d'affaires.*
- Le résultat de cette approche est conforté par les approches patrimoniales et analogiques mises en œuvre à titre corroboratif.*

En ce qui concerne les accords connexes

- L'examen du Share Purchase Agreement visant l'acquisition du bloc Amiral Gestion n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause le caractère équitable de la présente Offre d'un point de vue financier.*
- A notre connaissance il n'existe pas d'accord connexe qui serait conclu avec un actionnaire de la Société.*

En conséquence, dans le contexte actuel, et sur la base de ces éléments d'appréciation, nous sommes d'avis que le prix d'Offre et l'indemnité prévue dans le cadre du Retrait Obligatoire de 0,208€ par action sont chacun équitables d'un point de vue financier pour l'actionnaire de Groupe Flo. »

Une fois cette présentation terminée, le Président remercie l'expert indépendant et invite Christine de Gouvion Saint-Cyr à présenter, au nom du comité ad hoc, le compte-rendu de ses travaux, ainsi que ses principales conclusions s'agissant des termes et conditions de l'Offre.

Christine de Gouvion Saint-Cyr indique que, préalablement à la réunion du Conseil d'Administration de ce jour, le comité ad hoc s'était assuré que l'expert indépendant avait en sa

possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il était à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes.

Le comité ad hoc a été réuni à trois reprises avec l'expert indépendant (le 19 septembre, le 1^{er} octobre et le 3 octobre 2019 en amont de la réunion du Conseil d'Administration) aux fins d'échanger avec l'expert indépendant sur l'avancée de ses travaux ainsi que pour examiner les termes de l'Offre et de formuler une recommandation sur la base notamment du projet de note d'information et du projet de rapport de l'expert indépendant. Le comité ad hoc a également pris connaissance des remarques formulées par un actionnaire de la Société et a échangé à ce sujet avec l'expert indépendant, ce dernier ayant répondu aux observations de cet actionnaire dans son rapport.

Aux termes de ses travaux, le comité ad hoc recommande à l'unanimité au Conseil d'Administration de conclure que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, et de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

Le Conseil d'Administration prend acte des travaux du comité ad hoc et de l'avis favorable de ce dernier sur l'Offre ainsi que des conclusions de l'expert indépendant.

Après avoir pris en compte les motifs et intentions de l'Initiateur figurant dans le projet de note d'information, le Conseil d'Administration relève que :

- *Concernant l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour la Société, compte tenu de l'absence de changement de contrôle de la Société et des intentions exprimées par l'Initiateur, l'Offre s'inscrit dans la poursuite de la stratégie actuelle de la Société :*
 - *L'Offre entraînera une intégration plus avancée du Groupe Flo avec l'Initiateur permettant de mettre en œuvre son plan de redressement de manière plus efficiente, notamment au regard de ses besoins de trésorerie en accédant plus efficacement aux sources de financement de l'Initiateur.*
 - *L'Offre, qui serait suivie d'un retrait obligatoire dans l'hypothèse où les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société, vise en outre à procéder au retrait de la Société du marché boursier. Le Conseil d'Administration relève qu'un tel retrait du marché boursier permettrait de simplifier le fonctionnement opérationnel de la Société et de réduire les coûts annexes liés à la cotation.*
- *Concernant l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour les actionnaires :*
 - *L'Initiateur propose aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs titres à l'Offre une liquidité immédiate pour l'intégralité de leurs actions, au prix de 0,208 euro par action, pour un titre dont la liquidité en bourse est faible.*
 - *Le prix extériorise une prime de 11,2 % par application de l'actualisation des flux de trésorerie futurs de la Société tels qu'appréciés par l'expert indépendant sur la base du plan d'affaires couvrant la période 2019-2024.*
 - *Le prix extériorise une prime de 1,8 % sur le cours moyen pondéré par les volumes sur un mois avant l'annonce de l'Offre.*

- *L'expert indépendant a conclu au caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du prix offert de 0,208 euro par action de la Société, y compris dans le cadre de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.*
- *Concernant l'intérêt de l'Offre et ses conséquences sur les salariés, l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et de ce fait l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur les effectifs, la politique salariale et la gestion des ressources humaines de la Société.*

Au regard des éléments qui précèdent, le Conseil d'Administration, après en avoir délibéré et étant précisé que les administrateurs autres que les membres indépendants du Conseil d'Administration ont souhaité, compte tenu du conflit d'intérêts potentiel dans lequel ils se trouvent, exprimer un vote en suivant la position dégagée par les membres indépendants, décide, à l'unanimité des présents :

- *que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires à qui elle offre une liquidité immédiate et intégrale dans des conditions de prix favorables, et de ses salariés, et, en conséquence, émet un avis favorable sur l'Offre ;*
- *d'approuver le projet de note en réponse qui lui a été présenté et donne tous pouvoirs à la Directrice Générale, avec faculté de délégation, pour le finaliser et le déposer auprès de l'AMF ;*
- *de donner tous pouvoirs à la Directrice Générale, avec faculté de délégation, à l'effet (i) de signer tout document relatif au projet de note en réponse et de préparer et déposer auprès de l'AMF le document intitulé « autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société », (ii) de signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre et (iii) plus généralement, de faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre (en ce compris la publication de tout communiqué de presse requis par la réglementation).*

Il est enfin précisé que Christine de Gouvion Saint-Cyr indique avoir l'intention d'apporter à l'Offre les 1.900 actions de la Société qu'elle détient. »

4 INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

A la date du Projet de Note en Réponse, seule Madame Christine de GOUVION SAINT CYR, membre du conseil d'administration de la Société, détient des actions de la Société.

Cette dernière a fait part, lors de la réunion du conseil d'administration du 3 octobre 2019, de son intention d'apporter les 1.900 actions de la Société qu'elle détient à l'Offre.

5 INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

A la date du Projet de Note en Réponse, la Société ne détient aucune de ses propres actions.

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

A l'exception du Contrat de Transfert de Bloc décrit au paragraphe 6.1 ci-dessous, la Société n'a pas connaissance d'accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

6.1 Contrat de Transfert de Bloc

Aux termes du contrat de Transfert de Bloc (le « **Contrat de Transfert de Bloc** »), l'Initiateur s'est engagé, dans l'hypothèse où lui ou l'un de ses affiliés déposerait, dans un délai de 6 mois à compter de la date de réalisation du Transfert de Bloc, une offre publique d'achat (et/ou une offre publique de retrait, suivie ou non d'un retrait obligatoire à l'issue de ladite offre publique d'achat), y compris l'Offre qui fait l'objet du Projet de Note en Réponse, à un prix par action supérieur à 0,208 euro par action (l'« **Offre en Surenchère** »), à payer à Amiral Gestion un montant égal à la différence entre le prix par action offert dans le cadre de l'Offre en Surenchère et 0,208 euro par action multiplié par le nombre d'actions cédées dans le cadre du Transfert de Bloc, soit 47.735.679 actions.

Il n'existe aucun autre mécanisme de complément ou d'ajustement de prix dans le cadre du Transfert de Bloc. L'Initiateur s'engage, jusqu'au 5 février 2020 (date d'expiration de l'engagement de complément de prix au bénéfice d'Amiral Gestion), à ne pas déposer une nouvelle offre publique d'achat ou de retrait sur les actions de la Société à l'issue de l'Offre.

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

7.1 Structure du capital social

A la date du Projet de Note en Réponse, le capital social est fixé à la somme de 38.257.855,65 euros. Il est divisé en 765.157.113 actions de 0,05 euro de valeur nominale chacune, intégralement libérées, représentant 793.554.836 droits de vote.

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations disponibles à la date du dépôt du Projet de Note en Réponse, le capital et les droits de vote de la Société se répartissent comme suit :

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques*	% des droits de vote théoriques*
Actionnaires de Contrôle	590.441.824	77,17 %	618.566.708	77,95 %
Swiss Life Gestion Privée	44.002.119	5,75 %	44.002.119	5,54 %
Actions auto-détenues	-	-	-	-
Autres	130.713.170	17,08 %	130.986.009	16,51 %
Total	765.157.113	100 %	793.554.836	100 %

* Conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés les droits de vote, en ce compris les actions privées de droits de vote.

A la date du Projet de Note en Réponse, à l'exception des options de souscription d'actions de la Société décrites ci-dessous, il n'existe aucun titre de capital ou instrument financier donnant ou pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

A la connaissance de la Société, au 31 décembre 2018, il existe 3.070.682⁵ options de souscription d'actions de la Société (les « **Options de Souscription** ») et le nombre total d'actions de la Société nouvelles susceptibles d'être émises en cas d'exercice des Options de Souscription est de 3.070.682, étant toutefois précisé que le prix d'exercice des Options de Souscription est supérieur au prix de l'Offre et qu'aucun accord de liquidité portant sur les Options de Souscription n'est envisagé.

⁵ La différence de 71.702 Options de Souscription entre (i) le total d'Options de Souscription indiqué dans le présent document et (ii) le total d'Options de Souscription indiqué dans le Rapport Financier Annuel et le Rapport Financier Semestriel, provient d'une erreur matérielle relative au total d'Options de Souscription exerçables au titre du plan d'Options de Souscription du 30 juillet 2014.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans d'Options en vigueur au sein de la Société :

	Plan d'options 28/07/2010	Plan d'options 27/07/2011	Plan d'options 01/08/2012	Plan d'options 31/07/2013	Plan d'options 30/07/2014
<i>Date du conseil d'administration</i>	28/07/2010	27/07/2011	01/08/2012	31/07/2013	30/07/2014
<i>Point de départ exercice des options</i>	28/07/2010	27/07/2011	01/08/2012	31/07/2013	30/07/2014
<i>Date d'expiration</i>	28/07/2020	27/07/2021	01/08/2022	31/07/2023	30/07/2024
<i>Prix de souscription</i>	0,87 €	1,28 €	0,77 €	0,52 €	0,57 €
<i>Options restantes en fin d'exercice</i>	523.243	578.325	711.335	648.761	609.018

Les titulaires d'Options de Souscription pourront apporter à l'Offre les actions auxquelles ces options donnent droit de souscrire à condition d'avoir exercé leurs Options de Souscription dans un délai leur permettant de les apporter à l'Offre au plus tard le dernier jour de l'Offre. A défaut, les Options de Souscription resteront exerçables à l'issue de l'Offre selon les modalités des règlements respectifs desdits plans.

La fiscalité s'appliquant à leur cas particulier est indiquée au paragraphe 2.11.4 de la Section 2.11 (« Régime fiscal de l'Offre ») du Projet de Note d'Information.

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce

Il n'existe aucune restriction statutaire à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.

A la date du Projet de Note en Réponse, aucune clause n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce.

7.3 Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du code de commerce

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce, Bertrand Corp. a déclaré à l'AMF, par courrier daté du 7 août 2019, qu'il avait franchi individuellement à la hausse le 5 août 2019 les seuils de 5 % du capital et des droits de vote de la Société et détenir 590.441.824 actions représentant 77,17 % du capital et 77,95 % des droits de vote de la Société (D&I du 8 août 2019 n°219C1380).

A cette occasion, Monsieur Olivier BERTRAND a déclaré n'avoir franchi aucun seuil et détenir indirectement, par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle, 590.441.824 actions représentant 618.566.708 droits de vote, soit 77,17 % du capital et 77,95 % des droits de vote de la Société.

Par courrier daté du 6 août 2019, la société Amiral Gestion a déclaré à l'AMF qu'elle avait franchi à la baisse le 5 août 2019 le seuils légaux de 5 % du capital et des droits de vote de la Société et qu'elle détenait par conséquent 1.170.000 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 0,15 % du capital et des droits de vote de la Société (D&I du 6 août 2019 n°219C1357).

Le 24 septembre 2019, la société Swiss Life Gestion Privée, agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi en hausse, le 19 septembre 2019, le seuil de 5 % des droits de vote de la Société et détenir, pour le compte desdits fonds, 42.283.472 actions représentant autant de droits de vote, soit 5,53 % du capital et 5,33 % des droits de vote de cette société (D&I du 24 septembre 2019 n°219C1693).

A la date du Projet de Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun autre actionnaire détenant plus de 5 % de son capital ou de ses droits de vote.

7.4 Liste des détenteurs d'actions comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

L'article 11 des statuts de la Société stipule qu'un droit de vote double est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis quatre ans au moins au nom du même titulaire.

Cet article précise qu'en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou prime d'émission, le droit de vote double est conféré aux actions attribuées à raison d'actions inscrites sous la forme nominative, sous réserve qu'elles soient elles-mêmes, conservées sous la forme nominative depuis leur attribution, à l'expiration d'un délai de quatre ans à compter de l'inscription sous la forme nominative des actions à raison desquelles elles ont été attribuées.

La fusion ou la scission de la Société est sans effet sur le droit de vote double qui peut être exercé au sein de la société bénéficiaire si les statuts de celle-ci l'ont institué.

En cas de transfert de la nue-propriété ou de la nue-propriété et de l'usufruit d'actions par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent à un degré successible, la durée de la détention de leurs droits par le nu-propriétaire et par l'usufruitier se calcule à compter du jour où ces droits sont entrés dans le patrimoine de celui qui a transféré la nue-propriété et/ou l'usufruit.

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

Néant.

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

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

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

7.7.1 Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration

Aux termes des stipulations de l'article 13 des statuts, le conseil d'administration est composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus.

Les administrateurs sont nommés, renouvelés ou révoqués dans les conditions prévues par les dispositions législatives et réglementaires en vigueur. La durée de leurs fonctions est de deux années, l'année étant la période qui sépare deux assemblées générales ordinaires statuant sur les comptes annuels de la Société. Le mandat d'un administrateur prend fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire durant laquelle est prise la décision collective mentionnée ci-dessus, tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Le nombre des administrateurs qui sont âgés de plus de 70 ans ne peut excéder le tiers des administrateurs en fonction. Lorsque cette limite vient à être dépassée en cours de mandat, l'administrateur le plus âgé est d'office réputé démissionnaire d'office.

Le conseil d'administration élit parmi ses membres un président qui doit être une personne physique. Il détermine la durée de ses fonctions, qui ne peut excéder celle de son mandat d'administrateur. Le président ne peut être âgé de plus de 70 ans. Si le président atteint cette limite d'âge au cours de son mandat, il est réputé démissionnaire d'office.

7.7.2 Modification des statuts de la Société

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée pour modifier les statuts de la Société, dans le respect des dispositions législatives et réglementaires.

7.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions

Le conseil d'administration détermine les orientations de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

Outre les pouvoirs légaux qui lui sont conférés par la loi et les statuts, le conseil d'administration bénéficie des autorisations et délégations listées ci-dessous.

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation
Autorisation à donner au conseil d'administration en vue de l'achat par la Société de ses propres actions	27 juin 2019 (18 ^{ème} résolution)	10 % du capital social ou 26.780.499 euros	18 mois	Aucune

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation
Autorisation à donner au conseil d'administration en vue de réduire le capital social par voie d'annulation d'actions de la Société dans le cadre de l'autorisation de rachat de ses propres actions	27 juin 2019 (19 ^{ème} résolution)	10 % du capital social	24 mois	Aucune
Délégation de compétence au conseil d'administration en vue d'émettre des actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières diverses avec maintien du droit préférentiel de souscription	27 juin 2019 (20 ^{ème} résolution)	5.000.000 euros	26 mois	Aucune
Délégation de pouvoir au conseil d'administration en vue de procéder à une augmentation de capital réservée aux salariés et anciens salariés adhérents d'un plan d'épargne entreprise	27 juin 2019 (21 ^{ème} résolution)	1.298.000 euros	18 mois	Aucune
Autorisation à donner au conseil d'administration pour augmenter le capital, dans la limite de 10 %, en vue de rémunérer des apports en nature	27 juin 2019 (22 ^{ème} résolution)	10 % du capital social	18 mois	Aucune
Délégation à donner au conseil d'administration en vue de l'attribution gratuite d'actions au profit des salariés et mandataires sociaux	27 juin 2019 (23 ^{ème} résolution)	200.000 euros	38 mois	Aucune

7.9 **Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société**

La Société étant déjà contrôlée par les Actionnaires de Contrôle avant le lancement de l'Offre, l'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société.

Il n'existe aucun accord significatif conclu par la Société qui soit modifié ou prenne fin en cas de changement de contrôle de la Société.

7.10 **Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat**

A la connaissance de la Société, aucun accord ne prévoit d'indemnité pour les membres du conseil d'administration ou salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou de déchange.

8 **RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT**

En application de l'article 261-1, I, 1° et II du règlement général de l'AMF, le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Olivier PERONNET et Monsieur Lucas ROBIN, a été désigné en qualité d'expert indépendant, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ledit rapport, en date du 3 octobre 2019, est intégralement reproduit en Annexe 1 du Projet de Note en Réponse.

9 **MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS MENTIONNEES A L'ARTICLE 231-28 DU REGLEMENT GENERAL DE L'AMF**

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société requises par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF feront l'objet d'un dépôt auprès de l'AMF et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Elles seront également disponibles sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (<http://www.groupeflo.com/finances/>) et peuvent être obtenues sans frais auprès de :

GROUPE FLO
Tour Manhattan, 5/6 Place de l'Iris,
92400 Courbevoie

Un avis financier sera publié au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, dans un quotidien financier de diffusion nationale pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

10 **PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE**

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

Madame Christelle GRISONI
Directrice Générale de la Société

Annexe 1
Rapport de l'expert indépendant



GROUPE FLO

ATTESTATION D'EQUITE

Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par
BERTRAND RESTAURATION visant les actions de
GROUPE FLO

3 octobre 2019

Sommaire

1. Présentation de l'opération	6
1.1. Sociétés concernées par l'opération	6
1.1.1. Présentation de la société initiatrice	6
1.1.2. Présentation de la société objet de l'Offre	6
1.2. Titres visés par l'Offre	7
1.2.1. Contexte et motifs de la présente opération	8
1.2.2. Intentions de l'Initiateur pour les 12 mois à venir	11
2. Déclaration d'indépendance	14
3. Diligences effectuées	15
4. Présentation des activités et de l'environnement économique de GROUPE FLO	17
4.1. Présentation de la société GROUPE FLO	17
4.1.1. Bref rappel de l'historique	17
4.1.2. Actionnariat et structure organisationnelle	19
4.2. Présentation des activités de GROUPE FLO	22
4.2.1. L'activité Restauration à thèmes	23
4.2.2. Les activités de Brasseries	25
4.2.3. Les activités de Concessions	27
4.3. Caractéristiques de l'environnement de GROUPE FLO	28
4.3.1. Le marché de la Consommation Alimentaire Hors Domicile (CAHD)	28
4.3.2. GROUPE FLO au sein du marché de la Restauration Commerciale	29
4.3.3. Les perspectives	32
4.4. Analyse financière de GROUPE FLO	35
4.4.1. Analyse des exercices 2015 à 2018 et du premier semestre 2019	35
4.5. Matrice SWOT	41
5. Evaluation de la société GROUPE FLO	42
5.1. Méthodes d'évaluation écartées	42
5.1.1. Actif net comptable consolidé	42
5.1.2. La valeur de rendement (capitalisation ou actualisation du dividende)	42
5.1.3. Valeur liquidative	42
5.1.4. Transactions comparables	43
5.1.5. Objectifs de cours de bourse des analystes	43
5.2. Méthodes d'évaluation retenues	43
5.2.1. Actualisation des flux de trésorerie futurs (ou DCF) - à titre principal	44



5.2.2.	Analyse du cours de bourse du GROUPE FLO - à titre de référence	44
5.2.3.	Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société - à titre de référence	47
5.2.4.	Actif Net comptable Réévalué (ANR) - à titre corroboratif	48
5.2.5.	Comparables boursiers - à titre corroboratif.....	48
5.3.	Données de référence de la société GROUPE FLO	49
5.3.1.	Nombre de titres de référence retenu	49
5.3.2.	Dette financière nette	49
5.4.	Mise en œuvre de la valorisation de la société GROUPE FLO	51
5.4.1.	Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels - à titre principal	51
5.4.2.	La référence au cours de bourse	55
5.4.3.	La référence à des transactions récentes sur les actions de GROUPE FLO	56
5.4.4.	Actif Net Réévalué - à titre corroboratif	56
5.4.5.	Comparables boursiers - à titre corroboratif.....	61
6.	Analyse et appréciation des observations reçues de la part d'un actionnaire minoritaire	64
6.1.	Observations relatives à la transaction avec AMIRAL GESTION	64
6.2.	Observations relatives à l'analyse du cours de bourse.....	65
6.3.	Observations relatives à l'absence de prime dans le cadre du Retrait Obligatoire	66
6.4.	Observations relatives à l'appréciation du prix d'Offre sur la base du seul critère de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.....	66
7.	Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les Banques Présentatrices	68
7.1.	Méthodes et références d'évaluation.....	68
7.2.	Mise en œuvre des différents critères	69
7.2.1.	Données de référence	69
7.2.2.	Analyse du cours de bourse	69
7.2.3.	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels.....	70
7.2.4.	Méthode des comparables boursiers	71
8.	Accords connexes	72
	<i>Contrat d'acquisition des titres entre BERTRAND CORP. et AMIRAL GESTION.....</i>	<i>72</i>
9.	Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable des prix d'Offre.....	73
9.1.	Synthèse de nos travaux d'évaluation	73
9.2.	Attestation sur le caractère équitable du prix de l'Offre	73



10. Annexe.....	75
10.1. Présentation de FINEXSI et Déroulement de la mission.....	75



Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après dénommée « l'Offre ») initiée par BERTRAND RESTAURATION (ci-après « BERTRAND RESTAURATION » ou « l'Initiateur ») en date du 6 août 2019, agissant de concert avec les sociétés FINANCIERE FLO, BERTRAND INVEST et BERTRAND CORP. (ci-après le « Concert »)¹, visant les actions (ci-après les « Actions ») de la Société GROUPE FLO (ci-après GROUPE FLO ou « la Société »), nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil d'Administration de GROUPE FLO, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Notre nomination, par le Conseil d'Administration de la Société du 9 septembre 2019, a été effectuée sur le fondement de l'article 261-1 I 1° du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») en raison des conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil d'Administration que l'Offre est susceptible de générer, et de l'article 261-1 II, dans le contexte de l'éventuel Retrait Obligatoire des actions de GROUPE FLO qui serait mis en œuvre par BERTRAND RESTAURATION. À ce titre, un comité *ad'hoc* de trois administrateurs indépendants a été nommé pour superviser nos travaux.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et les informations qui nous ont été transmises par GROUPE FLO, ainsi que par ROTHSCHILD MARTIN MAUREL et PORTZAMPARC du groupe BNP PARIBAS, en qualité de Banques Présentatrices de l'Offre. Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués et que nous avons collectés pour les stricts besoins de notre mission.

¹ Le Concert et l'ensemble des sociétés contrôlées par Monsieur OLIVIER BERTRAND par l'intermédiaire de la société BH, à l'exclusion de GROUPE FLO et ses filiales, sont ci-après dénommées le « GROUPE BERTRAND ».



1. Présentation de l'opération

1.1. Sociétés concernées par l'opération

1.1.1. Présentation de la société initiatrice

GROUPE BERTRAND, créé en 1997 par Olivier BERTRAND, est une entreprise privée française présente sur trois principaux marchés : l'hôtellerie, la restauration et la distribution (boissons à destination des cafés, hôtels, restaurants et de la Consommation Hors Domicile). En développement rapide depuis sa création (par croissance organique ou externe), GROUPE BERTRAND a réalisé 1,8Mds€ de chiffre d'affaires en 2017, pour 850 restaurants dans le monde, exploités en propre ou en franchise, et 31 000 collaborateurs, s'affirmant comme le leader du secteur de la Restauration Commerciale en France, notamment depuis sa prise de participation majoritaire dans GROUPE FLO en 2017.

GROUPE BERTRAND détient et exploite des grandes brasseries (L'ALSACE, LE PROCOPE, LA LORRAINE, etc.), des restaurants parisiens (AUTEUIL BRASSERIE, L'ILE, POLPO, LES DEUX STATIONS, LE SUD, etc.), des concessions (Château de Versailles, Jardin des Tuileries, Jardin du Luxembourg, Printemps Haussmann, etc.), des chaînes de restaurants (AU BUREAU, CAFE LEFFE, BERT'S, VOLFONI) ainsi que des restaurants *fast-food* franchisés (QUICK, et BURGER KING pour lequel il détient un accord de *master* franchise pour le déploiement de l'enseigne en France avec un droit propriétaire sur certains territoires et l'exploitation de la marque de manière directe ou indirecte).

Acteur diversifié de l'univers de la Restauration Commerciale, GROUPE BERTRAND a également pénétré le segment de la Restauration Collective en faisant son entrée au capital d'ELIOR GROUP à hauteur de 5% fin 2018.

1.1.2. Présentation de la société objet de l'Offre

GROUPE FLO est une société anonyme à Conseil d'Administration, dont le siège social se situe Tour Manhattan, au 5-6 Place de l'Iris, 92400 à Courbevoie, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre depuis le 27 février 1989, sous le numéro 349 763 375.

Les actions de GROUPE FLO sont admises aux négociations sur le compartiment B d'Euronext Paris avec le code ISIN : FR0004076891.

Au 3 octobre 2019, son capital était composé de 765 157 113 actions ordinaires. Il n'y a pas d'instruments dilutifs, tous les plans de *stock-options* étant en dehors de la monnaie, ni d'actions auto-détenues.

La répartition du capital et des droits de vote théoriques exerçables de GROUPE FLO se résume comme suit :



Tableau 1 - Actionnariat au 3 octobre 2019

en milliers d'actions	Capital		Droits de vote théoriques	
	Nombre	%	Nombre**	%
Bertrand Corp.	47 735,7	6,2 %	47 735,7	6,0%
Financière Flo*	471 049,6	61,6 %	499 174,5	62,9%
Bertrand Invest	71 656,5	9,4 %	71 656,5	9,0%
Swiss Life Gestion Privée***	44 002,1	5,8 %	44 002,1	5,5%
Public	130 713,2	17,1 %	130 986,0	16,5%
Total	765 157,1	100,0 %	793 554,8	100,0 %

Source : Projet de note d'information

* FINANCIERE FLO est détenue par GROUPE BERTRAND depuis le 16 juin 2017.

** Droits de vote théoriques calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

*** D&I du 2 octobre (n°219C1804).

L'actionnariat de GROUPE FLO a évolué en date du 5 août 2019 avec le rachat de 6,2% du capital de GROUPE FLO par BERTRAND CORP. auprès du fonds d'investissement AMIRAL GESTION au prix de 0,208€ par action, portant la participation totale de GROUPE BERTRAND à hauteur de 77,17% du capital et de 77,95% des droits de vote de GROUPE FLO.

Elle clôture son exercice fiscal de douze mois au 31 décembre de chaque année.

1.2. Titres visés par l'Offre

Les informations suivantes concernant les titres visés par l'Offre, le contexte et les motifs de l'opération sont issues du projet de note d'information établie par l'Initiateur en date du 3 octobre 2019, à laquelle il convient de se référer.

« Les Actionnaires de Contrôle détiennent ensemble à la date du présent document 590.441.824 actions de la Société représentant 77,17 % du capital et 77,95 % des droits de vote de la Société, étant précisé que l'Initiateur ne détient, à la date du présent document, aucune action de la Société.

L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues par les Actionnaires de Contrôle, soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du présent document, un nombre total maximum de 177.785.971 actions de la Société, dont :

- *la totalité des actions de la Société existantes non détenues directement par les Actionnaires de Contrôle, soit, à la connaissance de l'Initiateur et à la date du présent document, un nombre total de 174.715.289 actions de la Société représentant 22,83 % du capital et 22,05 % des droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total de 765.157.113 actions et 793.554.836 droits de vote ; et*

- 
- un nombre total maximum de 3.070.682² actions supplémentaires susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre en raison de l'exercice d'options de souscription d'actions de la Société attribuées à des salariés du Groupe ».

Ces options, dont le prix d'exercice est significativement supérieur au prix d'Offre, ne sont pas visées par l'Offre et aucun mécanisme de liquidité n'est prévu dans le cadre de l'Offre.

« A la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autres que les actions de la Société et les options de souscription décrites à la Section 2.3 (« Situation des titulaires d'options de souscription ») du Projet de Note d'Information ».

1.2.1. Contexte et motifs de la présente opération

Contexte de l'Offre

« Conformément aux termes d'un accord de restructuration de la dette bancaire et d'investissement conclu le 25 avril 2017 entre la Société, Financière Flo, les actionnaires de cette dernière et les banques de la Société et sous l'égide d'un conciliateur, Bertrand Invest a acquis en date du 16 juin 2017 100 % du capital et des droits de vote de la société Financière Flo, et, partant, le contrôle du Groupe. Financière Flo détenait, au moment de son acquisition par Bertrand Invest, 69,84 % du capital et 81,92 % des droits de vote de la Société.

L'acquisition a été immédiatement suivie le 30 juin 2017 d'une augmentation de capital de la Société avec maintien du droit préférentiel de souscription de ses actionnaires d'un montant total brut d'environ 72,5 millions d'euros (dont environ 28,2 millions d'euros en numéraire). A l'issue de cette augmentation de capital, Bertrand Invest est devenue actionnaire direct de la Société à hauteur de 9,37 % du capital et 9,03 % des droits de vote. Financière Flo détenant alors 61,56 % du capital et 62,90 % des droits de vote de la Société, la participation totale de Bertrand Invest, directement et par l'intermédiaire de Financière Flo, dans la Société a été ainsi portée à 70,93 % du capital et 71,93 % des droits de vote.

Le changement de contrôle de la Société au profit des Actionnaires de Contrôle intervenu en 2017 s'inscrivait dans le cadre d'un plan de redressement du Groupe impliquant le refinancement de la dette initiale du Groupe, et l'atteinte de certains objectifs, notamment le redressement opérationnel du Groupe avec la relance de sa croissance nécessitant des investissements (CAPEX), la mise en œuvre de synergies avec les Actionnaires de Contrôle, la cession de certains actifs non-stratégiques et le renforcement de ses fonds propres (le « Plan de Redressement »). L'opération de reprise du Groupe et le Plan de Redressement sont décrits dans le prospectus établi par la Société en date du 23 mai 2017 ayant reçu le visa de l'AMF sous le numéro n° 17-227 (le « Prospectus 2017 »), disponible sur le site internet de la Société (www.groupeflo.com).

² La différence de 71.702 options de souscription d'actions de la Société entre (i) le total d'options de souscription d'actions de la Société indiqué dans le Projet de Note d'Information et (ii) le total d'options de souscription d'actions de la Société indiqué dans le Rapport Financier Annuel et le Rapport Financier Semestriel de la Société proviendrait d'une erreur matérielle relative au total d'options de souscription d'actions de la Société exerçables au titre du plan d'options de souscription de la Société du 30 juillet 2014.



Après avoir été contacté par un intermédiaire financier pour une cession potentielle par un actionnaire institutionnel, proposée initialement au cours de bourse, Bertrand Corp. a procédé, le 5 août 2019, à l'acquisition d'un bloc de 47.735.679 actions de la Société représentant 6,24% du capital et 6,02 % des droits de vote de la Société, pour un prix par action de 0,208 euro auprès de la société Amiral Gestion par voie d'acquisition de bloc hors marché (le « Transfert de Bloc »). Au titre du contrat de cession relatif au Transfert de Bloc, Amiral Gestion est en droit de recevoir un complément de prix dans l'hypothèse où Bertrand Corp. ou une entité affiliée à Bertrand Corp. viendrait à déposer une offre publique d'achat à un prix supérieur à celui du Transfert de Bloc dans les six mois de la date du Transfert de Bloc.

Il n'existe aucun autre mécanisme de complément ou d'ajustement de prix dans le cadre du Transfert de Bloc. L'Initiateur s'engage, jusqu'au 5 février 2020 (date d'expiration de l'engagement de complément de prix au bénéfice d'Amiral Gestion), à ne pas déposer une nouvelle offre publique d'achat ou de retrait sur les actions de la Société à l'issue de l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce et de l'article 11 des statuts de la Société, Bertrand Corp. a déclaré (i) à la Société, par courrier daté du 7 août 2019, qu'il avait franchi à la hausse le 5 août 2019 les seuils statutaires de 2 %, 4 % et 6 % (inclus) du capital de la Société et les seuils statutaires de 2 %, 4 % et 6 % (inclus) des droits de vote de la Société, et (ii) à l'AMF, par courrier daté du 7 août 2019, qu'il avait franchi individuellement à la hausse le 5 août 2019 les seuils de 5 % du capital et des droits de vote de la Société (D&I du 8 août 2019 n° 219C1380).

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce, la société Amiral Gestion a déclaré à l'AMF, par courrier daté du 6 août 2019, qu'elle avait franchi à la baisse le 5 août 2019 les seuils légaux de 5 % du capital et des droits de vote de la Société et qu'elle détenait par conséquent 1.170.000 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 0,15 % du capital et des droits de vote de la Société (D&I du 6 août 2019 n° 219C1357).

A la suite de la réalisation du Transfert de Bloc et à la date du Projet de Note d'Information, les Actionnaires de Contrôle détiennent 590.441.824 actions de la Société représentant 77,17 % du capital et 77,95 % des droits de vote de la Société.

Dans un communiqué du 6 août 2019 relatif à la réalisation du Transfert de Bloc, les Actionnaires de Contrôle ont annoncé leur intention de déposer une offre publique d'achat simplifiée volontaire portant sur les actions de la Société.

Le conseil d'administration de la Société, réuni le 9 septembre 2019, a :

- mis en place un comité ad hoc composé de l'ensemble des administrateurs indépendants de la Société à l'effet de recommander un expert indépendant en vue de sa désignation par le conseil d'administration de la Société, déterminer l'étendue de sa mission et assurer le suivi de ses travaux dans la perspective de l'avis motivé du conseil d'administration de la Société sur l'Offre et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés ; et*
- sur la base de la recommandation du comité ad hoc, désigné le cabinet Finexsi représenté par Monsieur Olivier Péronnet et Monsieur Lucas Robin, en qualité d'expert*



indépendant à charge d'émettre un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire éventuel, en application des dispositions de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF.

La constitution du comité ad hoc et la nomination du cabinet Finexsi en qualité d'expert indépendant ont été annoncés par voie de communiqué de presse publié le 9 septembre 2019 par la Société.

Le conseil d'administration de la Société réuni le 3 octobre 2019 a considéré que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et a émis un avis motivé en ce sens, recommandant aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre. L'avis motivé du conseil d'administration de la Société figure à la section 3 du projet de note en réponse de la Société. C'est dans ce contexte que les Etablissement Présentateurs ont déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 4 octobre 2019 pour le compte de l'Initiateur ».

Motifs de l'Offre

« L'Offre s'inscrit dans le cadre de la mise en œuvre du Plan de Redressement et fait suite à l'opportunité offerte par le Transfert de Bloc aux Actionnaires de Contrôle de renforcer leur participation dans la Société.

Les Actionnaires de Contrôle considèrent qu'une intégration plus avancée du Groupe avec l'Initiateur permettrait au Groupe de mettre en œuvre le Plan de Redressement de manière plus efficiente, notamment au regard des besoins de trésorerie générés par ce dernier.

En effet, la capacité de la Société à accéder à des sources de financement indépendantes à des conditions satisfaisantes lui est aujourd'hui très limitée. La Société a notamment annoncé le 25 juillet 2019 que face aux besoins de trésorerie ponctuels de l'exploitation et afin de financer le plan de rénovation des restaurants Hippopotamus, son conseil d'administration a autorisé la mise en place d'avances en compte-courant de la part des Actionnaires de Contrôle pour un montant maximum de cinq millions d'euros remboursables au plus tard le 31 décembre 2019, deux millions d'euros ayant été avancés au 30 juin 2019. Le montant maximum d'avances en compte-courant a été augmenté de sept millions d'euros supplémentaires (soit douze millions d'euros au total) le 9 septembre 2019.

Les Actionnaires de Contrôle ont dû ainsi faire face à des besoins de financement court terme de la Société en mobilisant leurs fonds propres sous forme d'avances en compte courant, solution nécessairement temporaire. Dans ce contexte et fort du Transfert de Bloc, les Actionnaires de Contrôle souhaitent, au moyen de l'Offre, accélérer le rapprochement de la Société et de l'Initiateur, afin notamment de permettre à la Société de pallier ses besoins de trésorerie en accédant plus efficacement aux sources de financement de l'Initiateur.



L'Offre, qui sera suivie d'un Retrait Obligatoire dans l'hypothèse où les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société, vise en outre à procéder au retrait de la Société du marché boursier. Une Offre suivie d'un Retrait Obligatoire présente un certain nombre d'avantages, tant pour l'Initiateur que pour la Société, permettant notamment d'achever le rapprochement des activités des Actionnaires de Contrôle et de faciliter le financement du développement et des besoins de trésorerie de la Société. Un Retrait Obligatoire permettrait également, notamment, de simplifier le fonctionnement opérationnel de la Société en se libérant des contraintes réglementaires et administratives liées à l'admission de ses titres à la cote, et dès lors, de réduire les coûts annexes liés à la cotation.

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre sont présentés à la Section 3 (« Eléments d'appréciation du prix de l'Offre ») du Projet de Note d'Information ».

1.2.2. Intentions de l'Initiateur pour les 12 mois à venir

Intentions relatives à la stratégie et à la politique industrielle et financière

« L'Initiateur a l'intention de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la direction de la Société depuis l'acquisition du contrôle du Groupe par Bertrand Invest, notamment le Plan de Redressement ».

Composition des organes sociaux et de la direction de la Société

« Il est rappelé que le conseil d'administration de la Société est composé des membres suivants :

- Monsieur Christophe Gaschin (président du conseil d'administration) ;*
- Madame Christelle Grisoni (directrice générale) ;*
- Monsieur Olivier Bertrand ;*
- Madame Bénédicte Hautefort* ;*
- Madame Christine de Gouvion Saint-Cyr* ;*
- Madame Dominique Esnault* ;*
- Monsieur Michel Razou ;*
- Monsieur Philippe Hery ;*
- Monsieur Olivier Grumbach ; et*
- Monsieur Claude Vivier.*

**Administrateurs indépendants*

Dans le cas où l'Offre serait suivie d'un Retrait Obligatoire, elle aura pour conséquence la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris. Par conséquent, des évolutions concernant la forme juridique et la composition des organes sociaux de la Société pourraient être envisagées dans ce contexte ».

Intentions concernant l'emploi

« L'Initiateur n'anticipe pas d'impact significatif particulier en raison de l'Offre sur les effectifs, la politique salariale et la gestion des ressources humaines de la Société ».



Politique en matière de distribution de dividendes

« Conformément à l'avenant n° 5 des contrats de crédits conclus le 16 juin 2017 par la Société, les dividendes distribuables par la Société pour les exercices suivants l'exercice 2017 sont plafonnés à hauteur de 30 % du résultat net consolidé de la Société tant que le ratio de leverage est supérieur ou égal à 1,25.

A la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur n'envisage pas de modification de la politique de distribution de dividendes de la Société.

L'Initiateur se réserve toutefois la possibilité de revoir la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre conformément à la loi, aux statuts de la Société, aux contrats de crédits conclus par celle-ci et aux capacités distributives et besoins de financement de la Société ».

Synergies - Gains économiques

« L'Offre permettra de renforcer l'intégration du Groupe avec l'Initiateur, afin d'assurer le développement futur du Groupe conformément au Plan de Redressement, tout en offrant une liquidité immédiate à ses actionnaires minoritaires actuels.

Parmi les bénéfices attendus figurent une mise en œuvre plus efficiente du Plan de Redressement, notamment au regard des besoins de trésorerie générés par ce dernier.

Il n'est toutefois pas escompté que l'Offre génère des synergies opérationnelles additionnelles significatives, compte tenu notamment du fait que celles-ci ont déjà été initiées au travers de la mise en place du GIE Flobert entre l'Initiateur et le Groupe, qui a pour objet de mettre commun les fonctions support des deux groupes et ses moyens humains et techniques (notamment par le biais d'une direction générale et d'achats communs).

En revanche, l'Offre suivie d'un Retrait Obligatoire permettrait notamment d'achever le rapprochement des activités des Actionnaires de Contrôle et de faciliter le financement du développement et des besoins de trésorerie de la Société. Cela permettrait également, notamment, de simplifier le fonctionnement opérationnel de la Société en se libérant des contraintes réglementaires et administratives liées à l'admission de ses titres à la cote, et dès lors, de réduire les coûts annexes liés à la cotation ».

Fusion et réorganisation juridique

« A la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur se réserve la possibilité, à l'issue de l'Offre, d'étudier d'éventuelles opérations de fusion et de rapprochement entre la Société et l'Initiateur ou certains de leurs affiliés, d'éventuels transferts d'actifs, y compris par voie d'apport, ou encore des augmentations de capital. L'Initiateur se réserve également la possibilité de procéder à toute autre réorganisation de la Société ».



Retrait Obligatoire - Radiation de la cote

« Dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, les actions non détenues directement par les Actionnaires de Contrôle ne représenteraient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur demandera à l'AMF, immédiatement ou au plus tard dans les trois mois suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 0,208 euro par action de la Société, égale au prix de l'Offre, nette de tous frais.

Il est précisé que cette procédure de Retrait Obligatoire entraînera la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris ».



2. Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés,

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

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



3. Diligences effectuées

Le détail de nos diligences figure en Annexe.

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Appréhender le contexte dans lequel se situe l'opération envisagée, ainsi que les modalités de l'Offre ;
- Analyser les risques et opportunités identifiés susceptibles d'affecter la valorisation de GROUPE FLO ;
- Analyser les comptes et le plan d'affaires de la société GROUPE FLO, identifier les hypothèses clés considérées et apprécier leur pertinence ;
- Examiner les transactions intervenues précédemment sur le capital de la Société GROUPE FLO, et notamment l'acquisition hors-marché du bloc de 47,7 millions d'actions représentant 6,24% du capital de GROUPE FLO réalisée par BERTRAND CORP. en date du 5 août 2019 ;
- Mettre en œuvre une approche multicritères de valorisation des actions GROUPE FLO et des analyses de sensibilité sur les hypothèses structurantes de valorisation ;
- Faire une revue critique du rapport d'évaluation établi par ROTHSCHILD MARTIN MAUREL et PORTZAMPARC, en qualité de Banques Présentatrices de l'Offre ;
- Analyser les éventuels accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ;
- Etablir un rapport présenté sous forme d'une attestation d'équité exposant les travaux d'évaluation des actions GROUPE FLO et son opinion quant au caractère équitable du prix offert.

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

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

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

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

Nous avons procédé à l'appréciation des valeurs de marché des restaurants de GROUPE FLO par référence aux transactions réalisées sur des actifs comparables, du potentiel de valeur de la



marque HIPPOPOTAMUS qu'il exploite, de sa situation nette consolidée et des potentielles plus et moins-values latentes sur ses actifs et passifs, afin de déterminer une valeur d'Actif Net Réévalué.

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

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux de ROTHSCCHILD MARTIN MAUREL tels que présentés dans les éléments d'appréciation du prix d'Offre et résumés dans le projet de note d'information conjointe. Nous avons, dans ce cadre, tenu plusieurs réunions de travail avec les représentants de ROTHSCCHILD MARTIN MAUREL et ROTHSCCHILD & CIE, Conseil Financier de l'Initiateur.

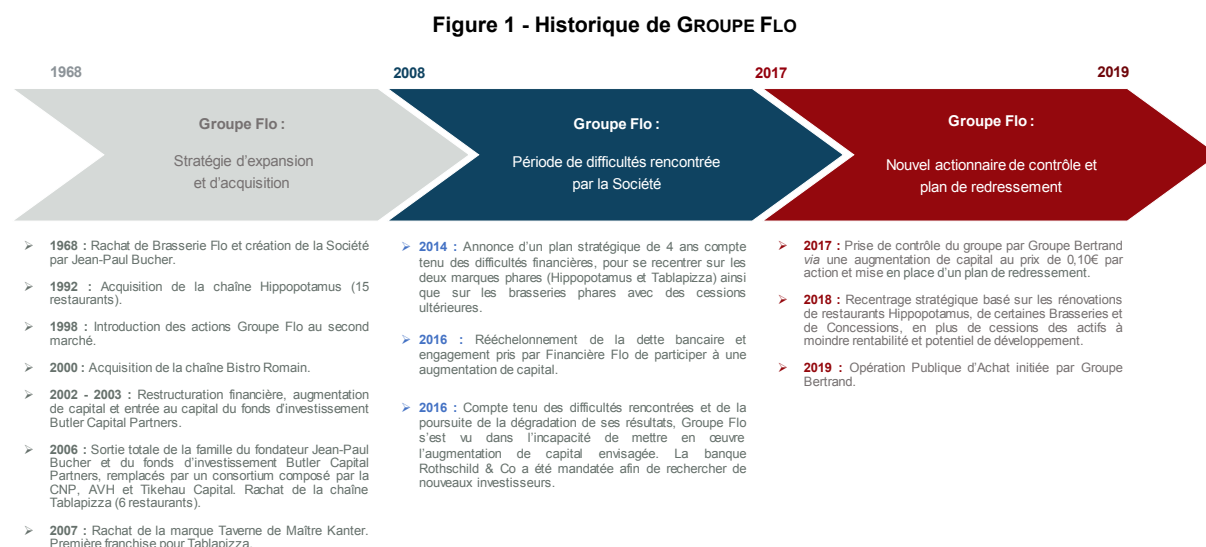
Nous avons tenu des réunions avec le comité *ad'hoc* désigné par le Conseil d'Administration pour superviser nos travaux.

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

4. Présentation des activités et de l'environnement économique de GROUPE FLO

4.1. Présentation de la société GROUPE FLO

4.1.1. Bref rappel de l'historique



Source : Document de référence 2018 et analyses FINEXSI

Fondé en mai 1968 par Jean-Paul BUCHER par l'ouverture de la Brasserie FLO Cour des Petites Ecuries à Paris, GROUPE FLO a fait le pari de poursuivre sur le segment de la Restauration traditionnelle dans un contexte de développement de la Restauration rapide. Cette stratégie a connu un fort succès et Jean-Paul BUCHER a privilégié la croissance externe pour fonder un grand groupe français de la Restauration Commerciale avec la promesse du haut de gamme à prix accessible.

En ce sens, Jean-Paul BUCHER a réuni des monuments de la gastronomie parisienne comme LA COUPOLE en 1988, le BOFINGER à partir duquel il a déployé des PETIT BOFINGER ainsi que des chaînes de restaurants comme HIPPOPOTAMUS en 1992, ou le BISTRO ROMAIN en 2000.

En 2006, un consortium financier (CNP, AVH et TIKEHAU CAPITAL) rachète GROUPE FLO à la famille BUCHER et poursuit la stratégie d'acquisition de différentes chaînes, avec TABLAPIZZA, et la marque TAVERNE DE MAITRE KANTER en 2007.

Après cette période d'expansion, GROUPE FLO a connu des difficultés financières liées à la crise de la vache folle (jusqu'en 2004), puis à la crise financière de 2008-2009, qui ont pesé sur la fréquentation des restaurants et affecté l'activité de la Société.

Face à ces difficultés, l'actionnariat historique de la Société a opéré un recentrage stratégique au détriment des enseignes BISTRO ROMAIN à partir de 2008 et des TAVERNES DE MAITRE KANTER à partir de 2012, puis fait évoluer son management en septembre 2014.

Cette nouvelle direction a alors mis en place un « *projet stratégique 2015-2019* » concentré sur les marques HIPPOPOTAMUS et TABLAPIZZA, dont les principaux axes étaient : i) le déploiement



d'un nouveau concept de restaurants HIPPOPOTAMUS dès le quatrième trimestre 2016, ii) la redynamisation des *Brasseries* et de TABLAPIZZA autour d'un management renouvelé, et iii) la transformation de la culture managériale permettant une plus grande agilité au service des clients.

Les exercices 2015 et 2016 de GROUPE FLO ont toutefois été fortement marqués par l'impact des attaques terroristes de janvier et novembre 2015 à Paris et de juillet 2016 à Nice sur la fréquentation des restaurants en France. Les revenus et l'EBITDA³ de la Société ont ainsi diminué respectivement de -13% et -65% en 2015, puis de -10% et -177% en 2016, pour s'établir à 246,8m€ et -5,5m€ à fin 2016.

Dans ce contexte, la Société n'a pas été en mesure de mettre en œuvre son nouveau projet stratégique de redressement et de rembourser les échéances de ses emprunts, entraînant une hausse importante de son endettement financier net qui atteignait environ 90m€⁴ au 31 décembre 2016 (soit plus de 8,5 fois ses capitaux propres de 10,5m€).

En décembre 2016, dans le cadre d'une procédure de mandat *ad-hoc* à son initiative, la Société a trouvé un accord de renégociation de sa dette bancaire auprès de ses créanciers, qui imposait une augmentation de capital de 39,7m€ à 42,0m€ devant être réalisée avant le 30 juin 2017. Dans ce contexte, GROUPE FLO annonçait également au marché rechercher de nouveaux investisseurs et avoir mandaté la banque ROTHSCCHILD MARTIN MAUREL.

Le 25 avril 2017, GROUPE BERTRAND a annoncé la reprise de GROUPE FLO par l'acquisition de 100% des titres de FINANCIERE FLO, l'actionnaire de contrôle de la Société, et le lancement d'une augmentation de capital de 72,5m€ au prix de 0,10€ par action nouvelle, à laquelle il souscrira à hauteur de 75% par GROUPE BERTRAND par compensation des créances dues par GROUPE FLO à ses créanciers et en numéraire. L'évolution de l'actionnariat résultant de ces opérations est présentée ci-après (cf. §4.1.2).

Cette opération, cumulée à l'abandon d'une partie significative des sommes dues par la Société à ses créanciers (environ 44,0m€) a permis de réduire fortement son endettement et ainsi financer partiellement les rénovations de restaurants prévues dans le cadre de son plan de redressement. Le reste du financement de ces investissements reposant sur un plan de cessions d'actifs jugés non stratégiques comme TABLAPIZZA, cédés au groupe LE DUFF en juin 2017. À la clôture de l'exercice 2017, la Société faisait état d'un chiffre d'affaires de 168,8m€ en nette diminution en raison notamment des cessions d'actifs non stratégiques, et son EBITDA était négatif à hauteur de -6,6m€.

³ *Earning Before Interest Taxes Depreciation and Amortization.*

⁴ Incluant les prêts d'actionnaires.



Au cours de l'exercice 2018, GROUPE FLO a poursuivi la mise en œuvre de son plan de redressement avec des investissements de rénovation permettant d'accélérer significativement les chiffres d'affaires dès la réouverture des restaurants rénovés, et ainsi d'afficher une croissance globale de ses revenus de +3,5% dans un marché du *Grill* globalement en retrait du fait du mouvement des gilets jaunes. Par ailleurs, les actions d'optimisation des coûts de la Société, notamment par son intégration croissante au sein de GROUPE BERTRAND se sont poursuivies. Enfin, le plan de cession d'actifs non rentables ou au potentiel de développement moindre a permis de dégager des liquidités pour les investissements de rénovation et de restaurer la marge d'EBITDA de GROUPE FLO qui se situait à 0,1% des revenus à fin décembre 2018.

En date du 5 août 2019, BERTRAND CORP. a réalisé l'acquisition d'un bloc de 6,2% du capital de GROUPE FLO auprès du fonds d'investissement AMIRAL GESTION au prix de 0,208€ par action, et lancé une Offre Publique d'Achat Simplifiée au même prix sur les titres de GROUPE FLO qu'il ne détient pas, dans le but notamment de faciliter le déploiement de son plan de redressement.

4.1.2. Actionnariat et structure organisationnelle

Evolution de l'actionnariat de GROUPE FLO

La participation de GROUPE BERTRAND au capital de GROUPE FLO a augmenté au cours des deux dernières années. Comme rappelé ci-avant, GROUPE BERTRAND a acquis le 25 avril 2017, pour 1€, 100% des titres de FINANCIERE FLO dont la participation dans GROUPE FLO représentait alors 69,8% du capital et 81,9% des droits de vote.

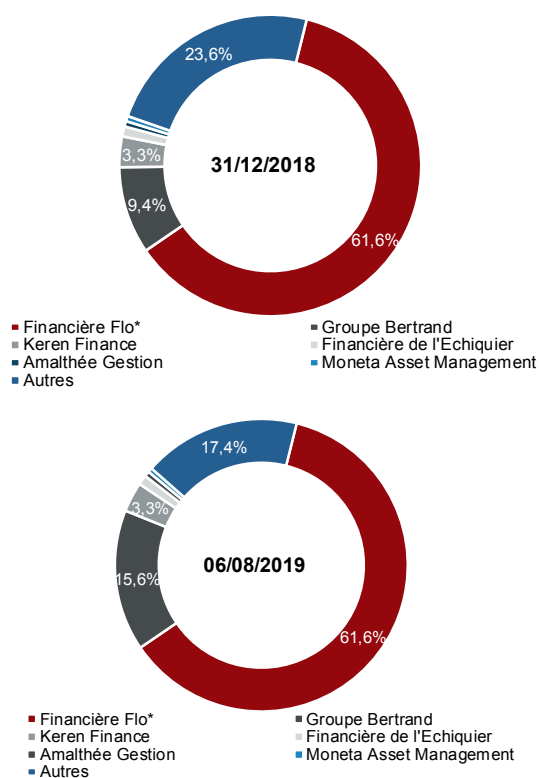
A fin juin 2017, à la suite de l'augmentation de capital de GROUPE FLO (avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires) d'un montant de 72,5m€, à laquelle GROUPE BERTRAND a souscrit à hauteur de 53m€ (dont 44,3m€ par compensation avec des créances existantes détenues par FINANCIERE FLO ou rachetées pour 1€ symbolique auprès d'établissements bancaires, et à hauteur de 8,7m€ en numéraire), GROUPE BERTRAND détenait 70,9% du capital de GROUPE FLO (à hauteur de 61,6% par l'intermédiaire de FINANCIERE FLO, et à hauteur de 9,4% par l'intermédiaire de BERTRAND INVEST).

Au 31 décembre 2018, ces participations étaient restées similaires et le public détenait environ 29,1% du capital de GROUPE FLO. À la connaissance de la Société, sur la base des déclarations de franchissement de seuil effectuées auprès de l'Autorité des Marchés Financiers, aucun actionnaire autre que FINANCIERE FLO et BERTRAND INVEST ne détenait, directement ou indirectement, seul ou de concert, plus de 5% du capital et des droits de vote à cette date.

Enfin, à l'issue de l'acquisition du bloc de 47,7 millions de titres représentant 6,24% du capital de GROUPE FLO auprès d'AMIRAL GESTION en date du 6 août 2019, GROUPE BERTRAND détient 77,17% du capital et 77,95% des droits de vote de GROUPE FLO.



Figure 2 - Répartition du capital au 31/12/2018 et au 06/08/2019 (post-acquisition du bloc)



Source : Document de référence 2018, CAPITAL IQ.

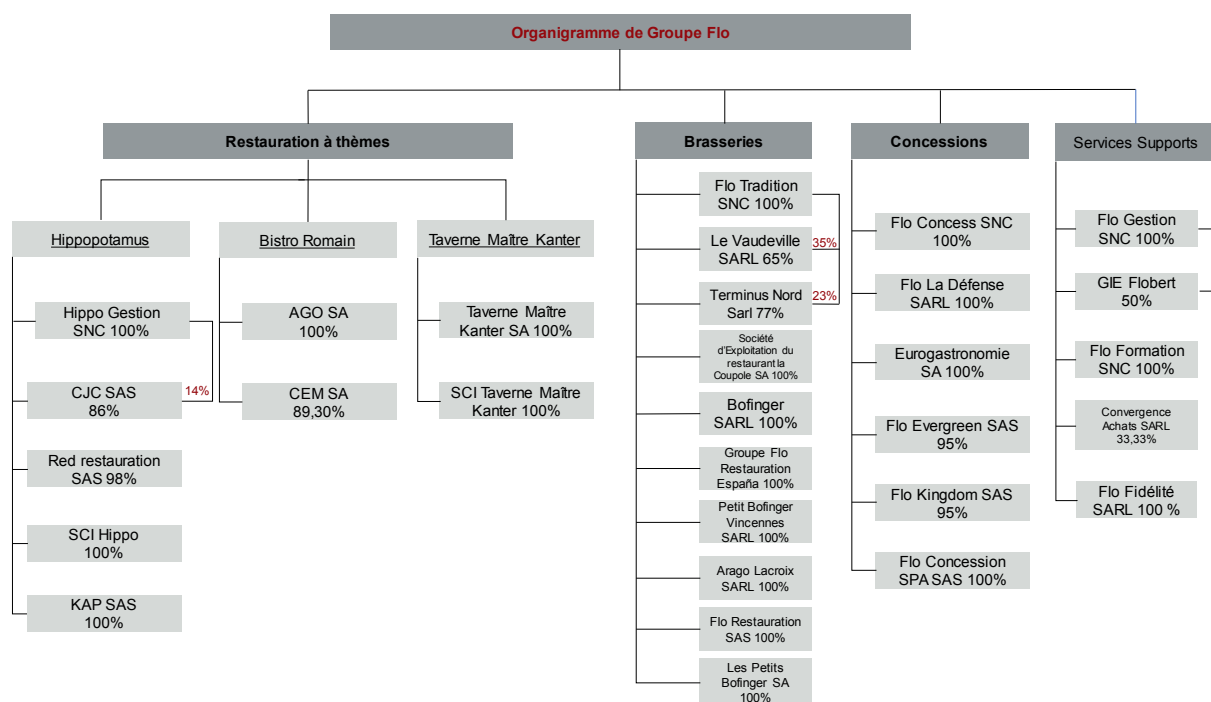
* Détenue par GROUPE BERTRAND.

Organigramme de GROUPE FLO

La structure juridique sur laquelle s'appuient les trois axes d'activités (*Restauration à thèmes, Brasseries et Concessions*) de GROUPE FLO est présentée ci-dessous :



Figure 3 - Organigramme de GROUPE FLO



Source : Document de référence 2018

4.2. Présentation des activités de GROUPE FLO

GROUPE FLO intervient sur le marché de la Consommation Alimentaire Hors Domicile (CAHD), au sein de la Restauration Commerciale, service à table. Au 31 décembre 2018, la Société exploite 178 restaurants (91 en propre et 87 en franchise) au sein de trois branches d'activité :

- La *Restauration à thèmes* avec principalement HIPPOPOTAMUS mais aussi BISTRO ROMAIN et LA TAVERNE DE MAÎTRE KANTER ;
- Les *Brasseries* ;
- Les *Concessions*.

Figure 4 - Illustrations des activités de GROUPE FLO



Source : Document de référence 2018

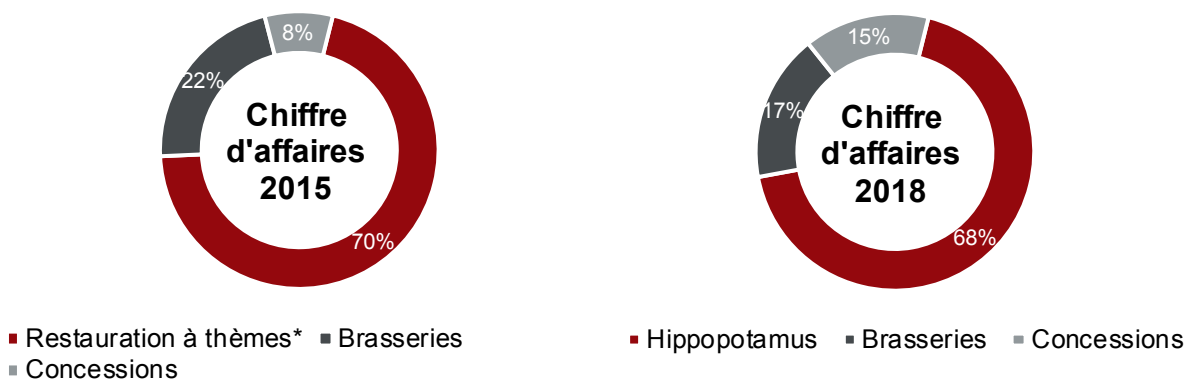
Sur un total de 91 restaurants détenus en propre, la Société est propriétaire des murs de deux restaurants (CHEZ COCHON RESTAURANT BOUILLON à Nanterre et une partie annexe de la Brasserie BOFINGER), les murs des autres exploitations faisant l'objet d'un contrat de crédit-bail immobilier (1 seul site) ou d'une location simple (pour la majorité des restaurants). L'intégralité des revenus des restaurants détenus en propre sont intégrés au chiffre d'affaires consolidé de GROUPE FLO.

La Société exploite également un réseau de 87 restaurants sous franchise. Les contrats de franchise prévoient généralement le paiement par le franchisé d'un droit d'entrée en contrepartie du transfert de savoir-faire, de l'exclusivité territoriale, et de l'assistance à l'ouverture, ainsi que des redevances d'exploitation de marque et une participation aux dépenses marketing d'entretien de la marque au niveau national, que GROUPE FLO est dans l'obligation de réinvestir. Pour cette partie de l'activité, seuls les droits d'entrée et les redevances payées par les franchisés, déterminés sur la base du chiffre d'affaires de leur établissement, sont intégrés au chiffre d'affaires de GROUPE FLO.

La ventilation du chiffre d'affaires de la Société par branche d'activité présentée ci-après illustre son recentrage stratégique sur HIPPOPOTAMUS pour la *Restauration à thèmes* et sur les grandes *Brasseries*, les établissements de taille plus modestes étant cédés ou en cours de cession.



Figure 5 - Chiffre d'affaires de GROUPE FLO par activité en 2015 et en 2018



Source : Documents de référence 2015 et 2018

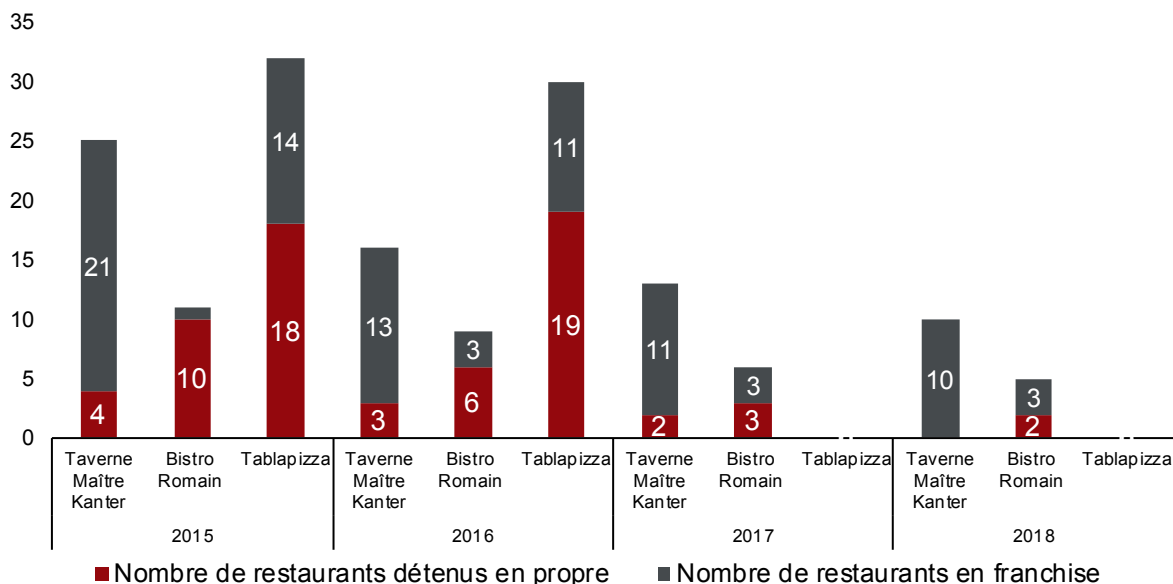
* Comprend les HIPPOPOTAMUS, TABLAPIZZA, BISTRO ROMAIN et TAVERNES DE MAITRE KANTER.

4.2.1. L'activité Restauration à thèmes

Présentation de la branche Restauration à thèmes

Dans le cadre de son plan de redressement de l'activité *Restauration à thèmes*, GROUPE FLO a opéré un recentrage stratégique autour des restaurants de la marque HIPPOPOTAMUS au détriment des marques BISTRO ROMAIN (cuisine de type italienne à prix attractifs), TAVERNE MAITRE KANTER (cuisine traditionnelle proposant des huîtres, des fruits de mer, des spécialités alsaciennes, de la viande et des salades gourmandes) et TABLAPIZZA, dont les restaurants sont cédés ou en cours de cession comme l'illustre le graphique ci-après, et qui ne feront donc pas l'objet d'une présentation détaillée.

Figure 6 - Nombre de restaurants BISTRO ROMAIN et TAVERNE MAITRE KANTER depuis 2015



Source : Documents de référence 2015, 2016, 2017 et 2018

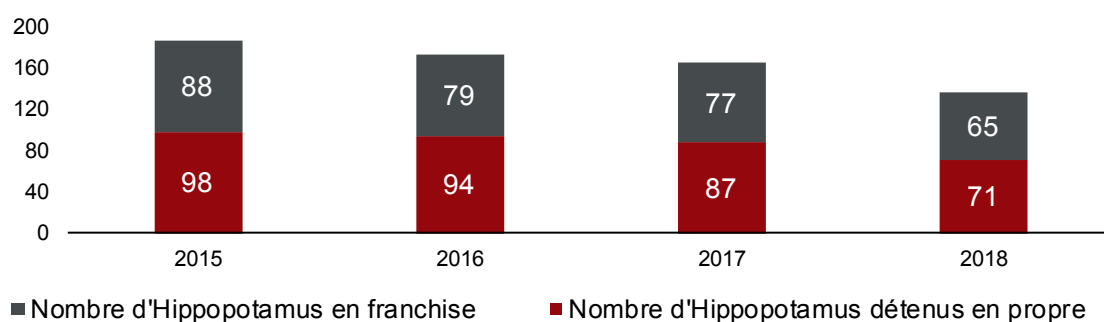


HIPPOPOTAMUS est une chaîne de restaurants fondée en 1968, spécialisé dans le *Grill*, qui constitue la principale activité de la branche *Restauration à thèmes* avec 100% du chiffre d'affaires de la branche en 2018, dans la mesure où le chiffre d'affaires des BISTRO ROMAIN et des TAVERNES DE MAITRE KANTER est comptabilisé dans les « actifs destinés à la vente et activités non poursuivies ».

En difficulté sur son marché depuis quelques années en raison notamment d'un manque d'investissement, l'activité d'HIPPOPOTAMUS est repartie à la hausse en 2018, portée notamment par le changement des cartes des restaurants, la définition d'un nouveau concept de « *Steak House* à la française » et l'effet positif des rénovations de restaurants dont les chiffres d'affaires ont progressé de +25% en moyenne après leur réouverture.

Dans le but de financer les investissements de rénovation des restaurants HIPPOPOTAMUS, la Société s'est séparée des restaurants dont la rentabilité et les perspectives de développement ont été jugées insuffisantes. Le rythme de cessions des restaurants HIPPOPOTAMUS a ainsi été soutenu au cours des deux dernières années avec 136 restaurants en 2018 contre 186 en 2015, comme illustré dans le graphique ci-après.

Figure 7 - Nombre de restaurants HIPPOPOTAMUS depuis 2015



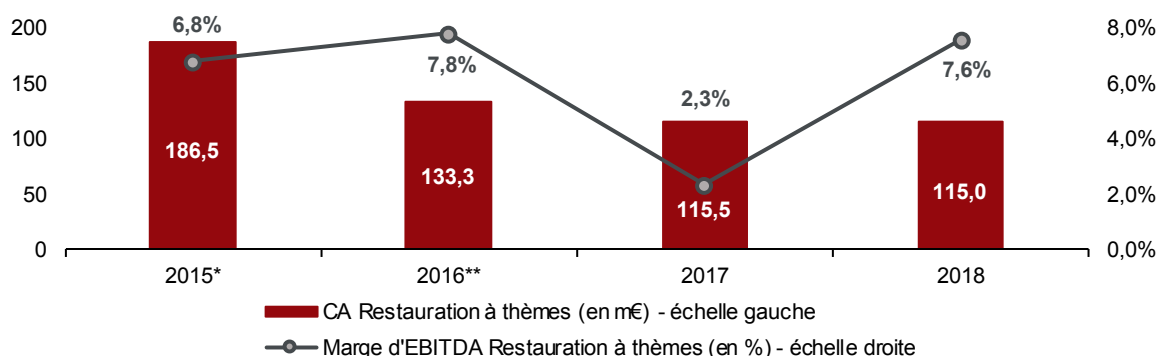
Source : Documents de référence 2018, 2017, 2016, et 2015

Performance de la branche Restauration à thèmes

Sur la période étudiée, le chiffre d'affaires a décru de -14,9% en rythme annuel moyen en lien avec les cessions et fermetures d'établissements des marques BISTRO ROMAIN, TAVERNE MAITRE KANTER et TABLAPIZZA prévues dans le cadre du recentrage stratégique, ainsi que la fermeture de certains restaurants HIPPOPOTAMUS (fermeture de 13 restaurants franchisés en 2016, 9 restaurants franchisés en 2017, 28 restaurants en 2018 dont 10 en propre et 18 franchisés).



Figure 8 - Evolution du chiffre d'affaires et de la marge d'EBITDA de la branche *Restauration à thèmes*



Source : Documents de référence 2018, 2017, 2016 et 2015.

* Montants retraités du fait de l'application de la norme IFRS 5 (20,7m€ de chiffre d'affaires TABLAPIZZA retraités).

** Montants retraités du fait de l'application d'IFRS 5 dans le cadre de la cession de la branche TABLAPIZZA et des objectifs budgétaires de cession 2018 approuvés par le Conseil d'Administration du 7 décembre 2017.

À périmètre comparable, la croissance des restaurants HIPPOPOTAMUS s'établit à +3,5% en 2018 après 25 trimestres de recul, du fait principalement de l'effet bénéfique des mesures du plan de redressement présentées ci-avant (nouvelles cartes, redéfinition du concept, et rénovations).

De même, après un point bas de rentabilité en 2017 avec une marge d'EBITDA de la branche *Restauration à thèmes* de 2,3%, l'exercice 2018 fait état d'une amélioration significative de la rentabilité avec une marge d'EBITDA de 7,6% portée notamment par la cession de restaurants moins rentables et l'accroissement de l'activité.

4.2.2. Les activités de Brasseries

Présentation de la branche Brasseries

La branche *Brasseries* regroupe des établissements parisiens aux noms célèbres avec un passé culturel, artistique et un cadre authentique Art déco comme LA COUPOLE, LE VAUDEVILLE, LE BOFINGER, TERMINUS NORD, et dans une moindre mesure le BISTRO DES CHAMPS (en lieu et place de l'ancien BISTRO ROMAIN des Champs Elysées), rénovés ou en cours de rénovation.

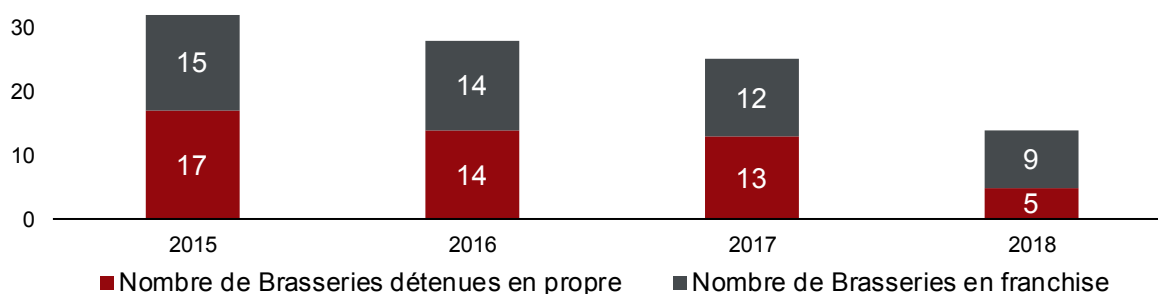
Comme pour la marque HIPPOPOTAMUS, GROUPE FLO a fait le choix de se concentrer sur quelques établissements dont les potentiels de développement et de rentabilité sont apparus les plus importants. La Société a dès lors mis en œuvre un plan de cession de ses brasseries en France et à l'étranger⁵.

En 2018, le plan de cession des *Brasseries* en France a été achevé avec 7 cessions de restaurants détenus en propre (JULIEN, BRASSERIE FLO, PETIT BOFINGER VINCENNES, BRASSERIE DU THEATRE, LE BŒUF SUR LE TOIT, BALZAR, et LES BEAUX ARTS) et 4 cessions de restaurants franchisés. Le périmètre en France se compose désormais des restaurants LE VAUDEVILLE, LA COUPOLE, CHEZ COCHON (sous enseigne), LE BISTRO DES CHAMPS, TERMINUS NORD ainsi que LE BOFINGER. LE BISTRO DES CHAMPS et le TERMINUS NORD ont été rénovés en mars et août 2019 tandis que LE BOFINGER sera rénové en 2020.

⁵ AUX ARMES DE BRUXELLES étant cédé en 2017, et LA BRASSERIE FLO à Barcelone étant cédée en avril 2019.



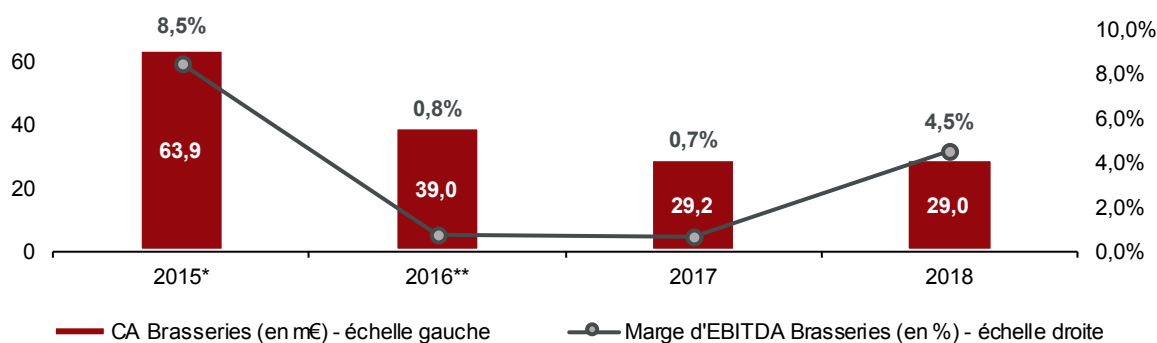
Figure 9 - Nombre de restaurants *Brasseries* depuis 2015



Source : Documents de référence 2018, 2017, 2016 et 2015.

Performance de la branche *Brasseries*

Figure 10 - Evolution du chiffre d'affaires et de la marge d'EBITDA de la branche *Brasseries*



Source : Documents de référence 2018, 2017, 2016 et 2015.

* Montants retraités du fait de l'application de la norme IFRS 5 (20,7m€ de chiffre d'affaires TABLAPIZZA retraités).

** Montants retraités du fait de l'application d'IFRS 5 dans le cadre de la cession de la branche TABLAPIZZA et des objectifs budgétaires de cession 2018 approuvés par le Conseil d'Administration du 7 décembre 2017.

Le chiffre d'affaires de la branche *Brasseries* est en décroissance de -23,2% en moyenne par an depuis 2015 du fait des cessions d'établissements mentionnées ci-avant. À périmètre comparable toutefois, la croissance de la branche *Brasseries* s'établit à +4,4% sur le dernier exercice clos, du fait notamment des rénovations déjà réalisées.

La marge d'EBITDA *Brasseries* a également progressé de 3,8 points en 2018 à 4,5% notamment en lien avec la rénovation des brasseries LA COUPOLE⁶ et LE VAUDEVILLE qui génèrent un regain de fréquentation important.

⁶ Le chiffre d'affaires de LA COUPOLE a progressé de +29% au quatrième trimestre 2018 après sa rénovation (depuis la relance du 1^{er} octobre 2018).



4.2.3. Les activités de Concessions

Présentation de la branche Concessions

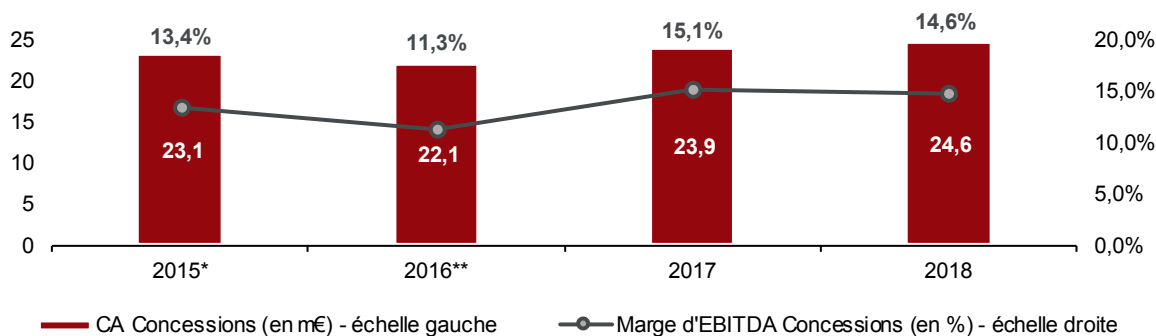
Les *Concessions* correspondent aux activités développées dans le cadre de contrats de location-gérance ou de mandats de gestion accordés à la Société. GROUPE FLO reverse aux concédants une redevance calculée sur la base d'un pourcentage du chiffre d'affaires réalisé.

Les *Concessions* sont implantées aux abords du parc Disneyland Paris au Disney Village (LE KING LUDWIG'S et LE RAINFOREST CAFE), au Jardin des Plantes à Paris (LES BELLES PLANTES, CAFE GRANDE GALERIE, KIOSQUE DES OTARIES, KIOSQUE MENAGERIE, etc.) et au CNIT à La Défense (7 restaurants à fin 2018). Ces contrats sont conclus pour une durée de 5 à 18 ans.

Performance de la branche Concessions

La branche *Concessions* est le segment le moins contributeur au chiffre d'affaires de la Société et le moins concerné par le plan de redressement. Il est cependant prévu que son périmètre évolue à la baisse dans les années à venir au gré de fermetures d'espaces peu rentables ou du non-renouvellement de certaines concessions.

Figure 11 - Evolution du chiffre d'affaires et de la marge d'EBITDA de la branche Concessions



Source : Documents de référence 2018, 2017, 2016 et 2015.

* Montants retraités du fait de l'application de la norme IFRS 5 (20,7m€ de chiffre d'affaires TABLAPIZZA retraités).

** Montants retraités du fait de l'application d'IFRS 5 dans le cadre de la cession de la branche TABLAPIZZA et des objectifs budgétaires de cession 2018 approuvés par le Conseil d'Administration du 7 décembre 2017.

L'activité de la branche *Concessions* apparaît plus rentable que les branches *Restauration à thèmes* et *Brasseries*. La marge d'EBITDA a atteint un maximum de 15,1% en 2017 avant de diminuer à 14,6% en 2018.



4.3. Caractéristiques de l'environnement de GROUPE FLO

4.3.1. Le marché de la Consommation Alimentaire Hors Domicile (CAHD)

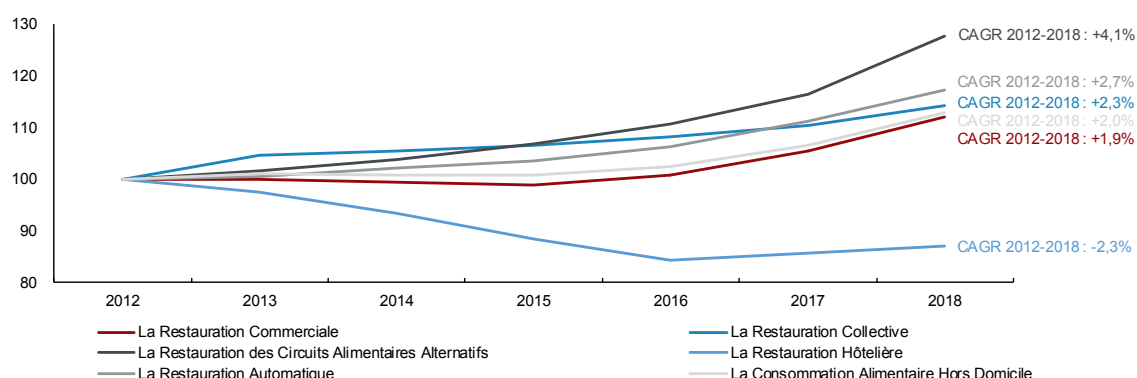
La gastronomie française constitue l'un des facteurs d'attractivité touristique de la France. L'inscription à l'UNESCO du repas gastronomique français explique en partie les 40% de chiffre d'affaires hors taxe du tourisme international en France portés par la Restauration. Néanmoins, ce marché est très sensible à des événements conjoncturels comme les attentats terroristes de 2015 et 2016 qui ont nettement pesé sur l'activité du secteur au cours des dernières années.

Entre 2012 et 2018, porté notamment par le dynamisme des chaînes de *fast-food*, le marché de la Consommation Alimentaire Hors Domicile (CAHD) en France a cru de +2,0% en rythme annuel moyen, générant un chiffre d'affaires de 95Mds€ en 2018. Ce marché peut être subdivisé en cinq secteurs d'activité :

- **La Restauration Commerciale** (53,6Mds€ de chiffre d'affaires HT en 2018 pour un Ticket Moyen HT de 13,24€) : regroupe la Restauration traditionnelle (service à table) et la Restauration rapide avec des enseignes structurées ou des établissements indépendants. L'évolution du pouvoir d'achat, de l'arbitrage réalisé dans l'affectation des dépenses de loisirs et des comportements alimentaires des ménages a un fort impact sur l'évolution de ce segment. La Restauration rapide gagne des parts de marché au détriment de la Restauration traditionnelle dont la part de marché s'est légèrement contractée en 2018 (-0,5%) tandis que les hausses de prix des restaurateurs traditionnels sont restées limitées (+1,5% en 2018). Ils disposent en effet d'un pouvoir de négociation avec les clients très limité pour augmenter leurs prix sur un marché où la concurrence intra-sectorielle est très forte ;
- **La Restauration Collective** (21,6Mds€ de chiffre d'affaires HT en 2018 pour un Ticket Moyen HT de 5,19€) : regroupe toutes les activités de préparation et de fourniture de repas aux personnes travaillant dans des entreprises publiques ou privées, des collectivités, des organisations ou des organismes publics ou privés ;
- **La Restauration des Circuits Alimentaires Alternatifs** (14,2Mds€ de chiffre d'affaires HT en 2018 pour un Ticket Moyen HT de 6,51€) : représente les commerces proposant un service de restauration comme les boulangeries/pâtisseries, les charcuteries, les grandes surfaces alimentaires, les stations-service, ainsi que les plateformes de livraison de repas à domicile qui ont gagné des parts de marché ces dernières années. L'éclosion de ce segment, qui représente désormais 15% du chiffre d'affaires de la CAHD commence à bouleverser le *business model* de la Restauration historique Hors Domicile ;
- **La Restauration Hôtelière** (5,5Mds€ de chiffre d'affaires HT en 2018 pour un Ticket Moyen HT de 22,68€) : représente l'ensemble des enseignes de restauration structurées et des établissements indépendants intégrés à un service d'hébergement ;
- **La Restauration Automatique** (230m€ de chiffre d'affaires HT en 2018 pour un Ticket Moyen HT de 2,41€) : propose des sandwiches, des plats à réchauffer et des soupes *via* des automates.



Figure 12 - Evolution des différents secteurs d'activité du marché de la Consommation Alimentaire Hors Domicile en France depuis 2012



Source : GIRA CONSEIL, analyses FINEXSI

La croissance du marché de la CAHD a été principalement tirée par les segments de la Restauration des Circuits Alimentaires Alternatifs et de la Restauration Automatique au détriment de la Restauration Hôtelière. À noter que le marché de la Restauration Commerciale sur lequel GROUPE FLO se positionne est celui dont la hausse est la plus faible entre 2012 et 2018 (+12% en 6 ans, soit une croissance de +1,9% sur un rythme annuel moyen) malgré une hausse de +1,9% du ticket moyen Hors Taxe sur cette période.

4.3.2. GROUPE FLO au sein du marché de la Restauration Commerciale

Il convient de noter que la Restauration Commerciale reste le secteur d'activité le plus important en valeur absolue et relative au sein de la Consommation Alimentaire Hors Domicile. À elle seule, elle captait plus de 56% du chiffre d'affaires de la CAHD en 2018. Comme décrit ci-avant, au sein de ce segment, la contribution de la Restauration rapide a progressé du fait notamment de l'évolution de facteurs socioculturels (moins de temps pour se restaurer, nomadisme alimentaire, montée en puissance du *snacking*, etc.) et du succès des grands réseaux sous enseigne positionnés sur ce segment (McDONALD'S, BURGER KING, QUICK, SUBWAY, DOMINO'S PIZZA, etc.).

Différents segments par ticket moyen

La Restauration Commerciale peut également être subdivisée en six segments selon le montant du ticket moyen :

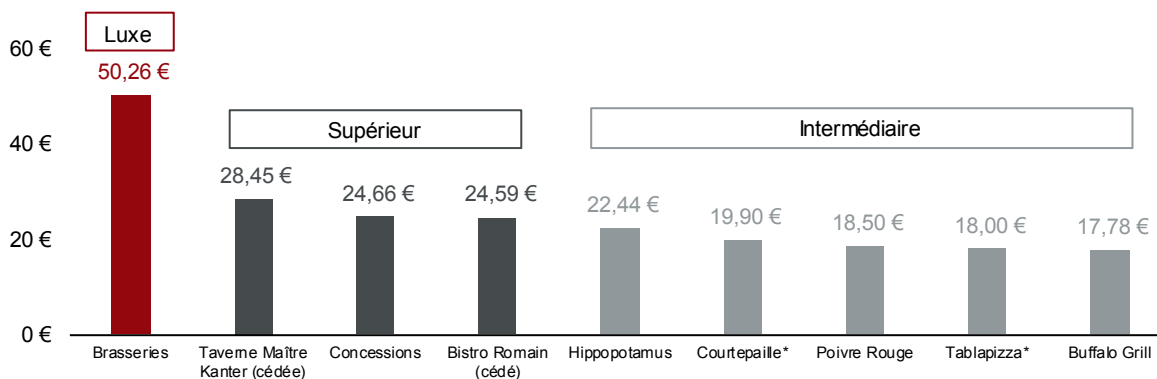
- Le segment **super économique** qui correspond à des repas dont le ticket moyen est inférieur à 11€ ;
- Le segment **économique** qui correspond à des repas dont le ticket moyen est compris entre 12€ et 16€ ;
- Le segment **intermédiaire** avec des tickets moyens entre 17€ et 23€. Les tickets moyens 2018 d'HIPPOPOTAMUS se situent au sein de ce segment ;
- Le segment **supérieur** avec des tickets moyens entre 24€ et 33€. Les tickets moyens 2018 de BISTRO ROMAIN, des *Concessions*, et des TAVERNES MAITRE KANTER se situent au sein de ce segment ;



- Le segment **haut de gamme** avec des tickets moyens entre 34€ et 50€ ;
- Le segment **luxe** avec des tickets moyens supérieurs à 50€. Le ticket moyen des *Brasseries* est de 50,26€ TTC en 2018.

Ci-après est représenté le ticket moyen par enseigne en 2018. Les trois branches de GROUPE FLO sont représentées avec HIPPOPOTAMUS, les TAVERNES DE MAITRE KANTER, et BISTRO ROMAIN pour les *Restaurants à thèmes*, puis les *Brasseries* ainsi que les *Concessions*.

Figure 13 - Ticket moyen (en €) en 2018 par enseigne et rapport à la concurrence



Source : Document de référence 2018, GIRA CONSEIL, XERFI

* Données 2017.

48% du chiffre d'affaires de la Restauration Commerciale est réalisé par des établissements avec un ticket moyen inférieur à 16€ (où GROUPE FLO n'a aucune enseigne à ce niveau) représentant 75% des repas tandis que les segments haut de gamme et luxe réalisent 21% du chiffre d'affaires de la CAHD avec seulement 6% des repas.

Au sein du marché de la Restauration Commerciale, les chaînes comme HIPPOPOTAMUS représentent environ 26,5% du chiffre d'affaires de la Restauration Commerciale en France en 2018 contre 58,3% pour les restaurants indépendants. Les principales chaînes intervenant sur le marché de la Restauration Commerciale peuvent être subdivisées en sous-segment, comme présentées ci-après.

Figure 14 - Présentation des principales chaînes par sous-segment au sein de la Restauration Commerciale en 2018 en France

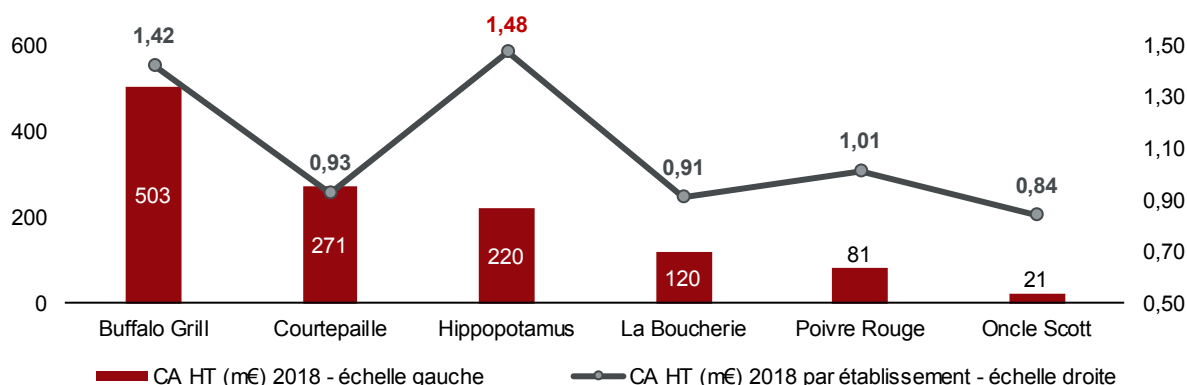


Source : Document de référence 2018, GIRA CONSEIL, XERFI

En 2018, notamment portée par les actions de son plan de redressement, la marque HIPPOPOTAMUS a surperformé significativement son marché puisque son chiffre d'affaires a crû de +3,7% et +0,1% respectivement au premier et second semestre de l'année quand le marché du Grill était en retrait de -1,7% au premier semestre et de -6% au second semestre, profondément marqué par les manifestations des gilets jaunes.



Figure 15 - Principaux acteurs du sous-segment *Grill* en termes de chiffres d'affaires total et par établissement en 2018



Source : Document de référence 2018, GIRA CONSEIL

HIPPOPOTAMUS se situe à la troisième position du sous-segment *Grill* en termes de chiffre d'affaires en 2018, derrière BUFFALO GRILL et COURTEPAILLE mais devant LA BOUCHERIE, POIVRE ROUGE et ONCLE SCOTT.

En termes de chiffre d'affaires par établissement, HIPPOPOTAMUS est leader en 2018 avec 1,48m€ de chiffre d'affaires hors taxe moyen par établissement, et affiche une croissance de +23% par rapport à l'exercice précédent, nettement supérieure aux évolutions constatées pour ses principaux concurrents.

4.3.3. Les perspectives

Le marché de la Consommation Alimentaire Hors Domicile en France est un marché à forte concurrence où les économies d'échelle sont clefs pour optimiser les niveaux de marges, tandis que l'évolution de l'activité est contrastée selon les profils. La Restauration Commerciale (Restauration traditionnelle et Restauration rapide) est en pleine métamorphose du fait des évolutions rapides des comportements alimentaires des Français.

En 2019, le chiffre d'affaires de la Restauration traditionnelle devrait être stable voire en légère croissance, porté par un effet périmètre lié à l'accroissement du parc de restaurants. Les augmentations de prix attendues sont très limitées voire inexistantes au regard de la profusion de l'offre et de la concurrence intensifiée de la Restauration rapide, dans un contexte où la montée en gamme de cette activité a contribué à rendre plus floue la frontière avec la Restauration traditionnelle.

Dans ce contexte, la stagnation de la fréquentation des établissements de la Restauration traditionnelle devrait encore peser sur la couverture des charges fixes importantes du secteur (loyers et frais de personnel essentiellement). De plus, le secteur fait face à un *turnover* élevé de son personnel (21% pour GROUPE FLO en 2018) difficile à maîtriser, et à des difficultés de recrutement en raison de la faiblesse des salaires, de la pénibilité du métier, des horaires souvent décalés, et de la précarité des contrats proposés.



Confrontés à une stagnation des marges et un essoufflement de leur offre dans un environnement concurrentiel fragmenté, les acteurs de la Restauration traditionnelle repositionnent leur marque notamment en revisitant l'identité visuelle des restaurants et en adaptant les cartes aux nouveaux régimes alimentaires (vegan, sans gluten, sans lactose), comme le fait GROUPE FLO avec la chaîne HIPPOPOTAMUS.

Changement de comportement des consommateurs

La Restauration joue un rôle majeur d'intégrateur social, surtout chez les jeunes. Les habitudes de consommation des Français changent vite et ont un impact considérable sur les résultats des établissements de la Restauration Commerciale. Les nouvelles générations désirent des concepts plus pratiques, plus éphémères, avec des alimentations plus saines, dans un *timing* contraint, ce qui est bénéfique pour la Restauration rapide et le *Home-Snacking*.

Figure 16 - Changement de comportements alimentaires des Français



Source : XERFI

Si la Restauration des Circuits Alimentaires Alternatifs (comme les sandwicheries et les boulangeries) est un segment très en vogue, notamment dans les grandes agglomérations, les instants d'apéritif et d'*afterwork* constituent également un levier de croissance pour les enseignes. Aussi, la mutation dans les habitudes alimentaires des Français davantage orientées autour de la santé et du bien-être, comme le développement du *fast casual*, est une source d'opportunités.



Les tendances

Si la digitalisation *via* les réseaux sociaux fait partie intégrante de la stratégie *marketing* des établissements, il convient de rappeler qu'un Français sur deux a déjà eu recours à la livraison ou à la réservation en ligne. Les acteurs de la Restauration traditionnelle sont en retard par rapport aux grandes chaînes de Restauration rapide (MCDONALD'S, PIZZA HUT, DOMINO'S PIZZA, etc.). Ainsi, les initiatives des restaurateurs traditionnels portent sur la digitalisation du *front office* afin d'accroître la visibilité de leurs établissements et de proposer des solutions d'achat en ligne comme le *Click & Collect*. Ils restent peu nombreux à avoir internalisé ces compétences et la plupart préfèrent s'appuyer sur une plateforme tierce (réservation de commande en ligne) pour améliorer l'expérience client. Cette situation confère un important pouvoir de marché aux plateformes de référencement local (GOOGLE, PAGESJAUNES, etc.), de réservation en ligne (LA FOURCHETTE, MICHELIN RESTAURANTS, etc.) et de livraison de repas (JUST EAT, DELIVEROO, UBER EATS, etc.) mais sont également source de tensions avec les restaurateurs qui ont peu de pouvoir de négociation.

Le développement de la consommation « sur le pouce » avec des régimes alimentaires spéciaux devrait continuer dans les prochaines années, au détriment de la consommation de viande servie à table. FRANPRIX, CARREFOUR et PICARD par exemple font déjà partie des établissements qui prennent le virage de cette nouvelle habitude d'alimentation. Le développement du *Snacking* (encas, gourmandises) accentue davantage le raccourcissement des repas traditionnels.

4.4. Analyse financière de GROUPE FLO

Les comptes consolidés résumés ci-dessous pour les exercices 2015 à 2018, ainsi que pour le premier semestre 2019, ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des commissaires aux comptes titulaires, les cabinets KPMG AUDIT, CONSTANTIN ASSOCIES et FIDAUDIT.

4.4.1. Analyse des exercices 2015 à 2018 et du premier semestre 2019

Compte de résultat

L'évolution du compte de résultat de GROUPE FLO est résumée ci-après :

Tableau 2 - Compte de résultat synthétisé consolidé

En M€	31/12/2015*	31/12/2016**	31/12/2017	31/12/2018	30/06/2019***
Chiffre d'affaires	273,9	194,7	168,8	168,8	84,9
<i>Restauration à thèmes</i>	<i>186,5</i>	<i>133,3</i>	<i>115,5</i>	<i>115,0</i>	<i>56,6</i>
<i>Brasseries</i>	<i>63,9</i>	<i>39,0</i>	<i>29,2</i>	<i>29,0</i>	<i>16,7</i>
<i>Concessions</i>	<i>23,1</i>	<i>22,1</i>	<i>23,9</i>	<i>24,6</i>	<i>11,6</i>
<i>Autres</i>	<i>0,4</i>	<i>0,3</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>-</i>
% croissance	-	(28,9%)	(13,3%)	-	na
Coûts d'approvisionnement	(56,1)	(37,1)	(32,4)	(33,4)	(17,2)
Charges de personnel	(133,3)	(99,7)	(85,5)	(85,7)	(43,7)
Autres frais opérationnels	(77,4)	(61,2)	(57,5)	(49,6)	(19,3)
EBITDA	7,1	(3,3)	(6,6)	0,1	4,7
% du CA	2,6%	-1,7%	-3,9%	0,1%	5,5%
D&A	(13,2)	(8,0)	(5,6)	(4,5)	(7,1)
% du CA	4,8%	4,1%	3,3%	2,7%	8,4%
Résultat opérationnel courant	(6,1)	(11,3)	(12,2)	(4,4)	(2,4)
% du CA	(2,2%)	(5,8%)	(7,2%)	(2,6%)	(2,8%)
Autres produits et charges non courants	(39,4)	(27,9)	(36,4)	4,4	(2,9)
Résultat opérationnel	(45,5)	(39,2)	(48,6)	--	(5,3)
% du CA	(16,6%)	(20,1%)	(28,8%)	-	(6,2%)
Résultat financier	(4,1)	(4,9)	22,7	(1,5)	(1,0)
Résultat imposable	(49,6)	(44,1)	(25,9)	(1,5)	(6,3)
% du CA	(18,1%)	(22,7%)	(15,3%)	(0,9%)	(7,4%)
Impôt	(2,2)	(1,7)	(3,6)	(2,2)	(0,4)
Résultat après impôts	(51,8)	(45,8)	(29,5)	(3,7)	(6,7)
Sociétés Mises en Equivalence	0,1	0,1	0,1	--	(0,2)
Part des minoritaires	--	--	--	(0,1)	--
Résultat net des activités non poursuivies	0,2	(19,9)	(20,8)	(2,2)	(2,7)
Résultat Net part du groupe	(51,5)	(65,5)	(50,1)	(6,0)	(9,6)
% du CA	(18,8%)	(33,6%)	(29,7%)	(3,6%)	(11,3%)

Source : Documents de référence, analyses FINEXSI.

* Les données relatives à l'exercice 2015 sont retraitées du fait de l'application de la norme IFRS 5 dans le cadre de la cession de la branche TABLAPIZZA.

** Les données relatives à l'exercice 2016 sont retraitées du fait de l'application de la norme IFRS 5 dans le cadre des objectifs budgétaires de cession 2018 approuvés par le Conseil d'Administration du 7 décembre 2017.

*** Le premier semestre 2019 prend en compte les effets de la première application de la norme IFRS 16 selon la méthode rétrospective simplifiée avec un impact de +5,3m€ sur l'EBITDA. À ce titre, il n'est pas comparable aux résultats du 31 décembre 2018 où le retraitement lié à l'application de la norme n'est pas opéré, notamment pour l'EBITDA et les amortissements et dépréciations.



■ Chiffre d'affaires :

Le chiffre d'affaires de GROUPE FLO décroît en moyenne de -14,9% sur la période 2015 - 2018 en lien avec la réduction du nombre de restaurants, et les effets sur le tourisme et la fréquentation des restaurants à la suite des attaques terroristes ayant frappé la France en 2015 et 2016.

Le chiffre d'affaires du premier semestre 2019 est en croissance de +3,7% par rapport au premier semestre 2018 (+6,3% à périmètre comparable), porté notamment par la nouvelle politique *marketing*, et la rénovation des restaurants HIPPOPOTAMUS qui génère une nette accélération des revenus *post-réouverture*. À périmètre comparable, la croissance du chiffre d'affaires des *Brasseries* s'établit à +14,9%, portée principalement par le succès de la rénovation de LA COUPOLE.

■ EBITDA et résultat opérationnel :

Sur la période 2015 - 2018, l'EBITDA est en nette décroissance avec deux années de pertes opérationnelles en 2016 et 2017, liées notamment à la nette réduction des revenus de la Société ne permettant plus de couvrir ses coûts fixes.

En 2018, les rénovations effectuées (14 restaurants HIPPOPOTAMUS, la brasserie LA COUPOLE, le restaurant LES BELLES PLANTES), le travail mené sur la gestion, les efforts d'optimisation des frais généraux de GROUPE FLO, ainsi que les cessions ou fermetures de certains restaurants peu rentables ou déficitaires ont permis d'améliorer sensiblement la marge d'EBITDA et d'atteindre l'équilibre, étant précisé que l'effet relutif des fermetures de ces restaurants peu rentables sur l'EBITDA n'est par nature pas reproductible.

Le résultat opérationnel s'établit à l'équilibre en 2018 après plusieurs exercices de pertes opérationnelles marquées notamment par les dépréciations (nettes des reprises) des actifs non courants en 2017 à hauteur de -31,2m€ (dépréciation des *goodwill*, des marques, des droits au bail et des immobilisations corporelles) et de -44,7m€ et -37,2m€ respectivement en 2016 et 2015.

Au premier semestre 2019, les plans de rénovation et de recentrage ont continué. L'application de la norme IFRS 16 a un effet positif de +5,3m€ sur la marge d'EBITDA, dans la mesure où le coût de location est désormais comptabilisé en dépréciations et amortissements comme si les actifs étaient détenus. Le résultat opérationnel du premier semestre s'établit à -5,3m€, étant précisé que l'activité de GROUPE FLO est marquée par une forte saisonnalité en lien avec les fêtes de fin d'année.

■ Résultat net :

Le résultat net de l'exercice 2018 ressort moins déficitaire que les exercices 2015 à 2017 du fait d'un résultat opérationnel à l'équilibre. Il est grevé d'une charge financière limitée de 1,5m€ contre un produit de 22,7m€ en 2017, qui comprenait principalement un produit financier relatif à l'abandon des créances de la part des banques de GROUPE FLO. La charge d'impôt correspond majoritairement à la CVAE. Enfin, le résultat net est également diminué de la perte des activités destinées à la vente reclassée conformément à la norme IFRS 5.

Bilan

L'évolution du bilan de GROUPE FLO sur les quatre derniers exercices clos et le premier semestre 2019 est résumée ci-après :

Tableau 3 - Bilan synthétisé consolidé

En M€	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	30/06/2019***
Actifs immobilisés	221,2	145,1	58,8	78,8	73,0
<i>dont immobilisations incorporelles</i>	<i>124,4</i>	<i>81,6</i>	<i>32,4</i>	<i>42,3</i>	<i>33,1</i>
<i>dont immobilisations corporelles</i>	<i>82,9</i>	<i>49,6</i>	<i>26,4</i>	<i>36,5</i>	<i>39,9</i>
<i>dont immobilisations financières</i>	<i>13,9</i>	<i>13,9</i>	<i>--</i>	<i>--</i>	<i>--</i>
Stocks	3,2	2,5	1,7	1,6	1,3
Créances clients	12,0	9,2	10,2	11,1	11,5
Impôts différés - actif	3,1	3,7	--	--	--
Autres*	36,2	39,1	47,4	54,6	49,2
Trésorerie	38,2	18,8	38,0	16,0	10,3
Contrats de location (IFRS 16)	--	--	--	--	49,5
Titres mis en équivalence	--	--	0,5	0,6	0,3
Actifs destinés à la vente	--	18,4	22,0	8,3	4,1
Total Actif	313,9	236,8	178,6	171,0	199,2
Fonds propres part du groupe	76,0	10,5	33,2	26,7	16,8
Intérêts minoritaires	(0,1)	(0,1)	(0,1)	--	--
Impôts différés - passif	7,5	6,8	4,0	4,1	3,6
Provisions	16,6	14,9	13,0	11,5	12,8
Dettes financières brutes	84,0	80,3	40,7	45,8	47,2
Dettes fournisseurs	53,3	42,3	37,5	39,7	41,6
Dettes de location (IFRS 16)	--	--	--	--	39,6
Autres dettes**	76,6	73,1	42,3	41,1	36,2
Passifs liés aux actifs destinés à la vente	--	9,0	8,0	2,1	1,4
Total Passif	313,9	236,8	178,6	171,0	199,2
Besoin en fonds de roulement	(38,1)	(30,6)	(25,6)	(27,0)	(28,8)
Endettement financier net****	72,9	89,9	2,7	29,8	36,9

Source : Documents de référence, analyses FINEXSI.

* Comprend les autres actifs non courants nets, les créances nettes non courantes et les autres créances.

** Comprend les autres dettes diverses et les autres dettes non courantes.

*** Le premier semestre 2019 prend en compte les effets de la première application de la norme IFRS 16 selon la méthode rétrospective simplifiée, qui concerne les droits d'utilisation (contrats de location) et les dettes de location.

**** L'endettement financier net inclut les prêts d'actionnaires et s'entend hors IFRS 16 pour le premier semestre 2019, de manière à ce qu'il soit comparable avec celui fin décembre 2018.

■ Actifs immobilisés :

Les actifs immobilisés sont composés d'immobilisations incorporelles et notamment de marques (32,8m€ nets en 2018), de droits au bail (9,1m€ nets en 2018), de *goodwill* ainsi que d'immobilisations corporelles dont principalement des terrains et constructions (25,6m€ nets en 2018), et des installations techniques et matériels (3,1m€ nets en 2018).



La nette décroissance des actifs immobilisés (immobilisations incorporelles, corporelles, et financières) jusqu'à fin 2017 est liée au plan de cessions entrepris par GROUPE FLO. Les investissements de rénovation effectués en 2018 (18,2m€) et au premier semestre 2019 (11,7m€) dans le cadre du plan de redressement ont cependant généré une hausse des immobilisations corporelles et incorporelles.

Au 30 juin 2019, le total actif reflète également l'application de la norme IFRS 16 qui impose la comptabilisation à l'actif des biens exploités en location simple.

■ **Besoin en fonds de roulement :**

Compte tenu de l'activité de GROUPE FLO, les stocks et les créances clients sont faibles tandis que les dettes fournisseurs⁷ sont plus importantes, ce qui explique un besoin en fonds de roulement négatif, caractéristique dans le secteur de la Restauration.

■ **Structure financière :**

L'évolution de la structure financière de GROUPE FLO sur la période reflète les difficultés opérationnelles et financières qu'elle a rencontrées de 2015 à 2017 ainsi que les opérations de restructuration de dettes financières et d'augmentation de capital en 2017.

La forte baisse des fonds propres entre 2015 et 2016, qui s'établissaient à 10,5m€ fin 2016, provient principalement de la perte de l'exercice 2016 de -65,5m€. Fin juin 2019, à la suite de l'opération d'augmentation de capital de 72,5m€ de juin 2017 et après prise en compte des résultats nets déficitaires de 2017, 2018 et du premier semestre 2019, les fonds propres de GROUPE FLO ressortent à 16,8m€.

La nette diminution des dettes financières brutes⁸ entre 2016 et 2017 (divisées par deux), est en lien avec l'abandon par les banques de la Société d'une partie de leurs créances lors de sa reprise par GROUPE BERTRAND en avril 2017, ainsi que d'une compensation d'une partie de ces dettes lors de l'augmentation de capital.

L'endettement financier net⁹ de GROUPE FLO a diminué pour atteindre 2,7m€ fin 2017, puis augmenté à 29,8m€ fin 2018 et s'établit à 36,9m€ (hors IFRS 16) fin juin 2019. Le *gearing*¹⁰ de la Société s'établit en 2018 à 111,6% et 219,6% au 30 juin 2019, après avoir atteint son maximum en 2016 (856,2%).

L'application de la norme IFRS 16 conduit à la prise en compte de dettes de location non *cash* pour un montant de 39,6m€ au 30 juin 2019, en contrepartie de l'actif comptabilisé.

⁷ Comptabilisées à leur valeur nominale compte tenu des délais de paiement plutôt courts.

⁸ Obtenus en additionnant les dettes financières courantes et non courantes.

⁹ Obtenu en soustrayant la trésorerie et équivalents de trésorerie aux dettes financières brutes.

¹⁰ Ratio obtenu en divisant l'endettement financier net par les fonds propres (incluant les prêts d'actionnaires, d'un montant de 27,1m€ en 2015, 28,4m€ en 2016 et 2,0m€ au premier semestre 2019).

Flux de trésorerie

L'évolution des flux de trésorerie de GROUPE FLO sur les quatre derniers exercices est résumée ci-après :

Tableau 4 - Flux de trésorerie synthétisé consolidé

En M€	31/12/2015	31/12/2016*	31/12/2017	31/12/2018
Résultat net	(51,5)	(65,5)	(50,1)	(6,0)
Capacité d'autofinancement	(0,9)	(13,7)	(25,6)	(13,4)
Impôt payé	2,4	(2,7)	2,8	2,2
Variation du BFR	(2,1)	(5,0)	(4,7)	(7,2)
Flux de trésorerie opérationnels	(0,6)	(21,4)	(27,5)	(18,4)
<i>Flux provenant des activités non poursuivies</i>	<i>0,1</i>	<i>1,4</i>	<i>(4,4)</i>	<i>(5,7)</i>
Cession de filiales, nette de la trésorerie cédée**	–	10,3	13,3	6,0
Acquisitions/Cessions nettes d'immobilisations	(0,5)	(3,5)	(0,2)	(12,3)
Prêts et avances consentis	(0,8)	(0,6)	0,2	0,3
Flux de trésorerie liés aux investissements	(1,3)	6,2	13,3	(6,0)
<i>Flux provenant des activités non poursuivies</i>	<i>(0,7)</i>	<i>(2,4)</i>	<i>1,3</i>	<i>4,7</i>
Cash-Flow libres	(1,9)	(15,2)	(14,2)	(24,4)
Augmentation de capital	–	–	27,8	–
Emission/ Remboursement d'emprunts	(7,9)	(0,8)	7,5	4,0
Intérêts financiers nets versés	(3,7)	(4,1)	(2,1)	(1,7)
Autres flux liés aux opérations de financement***	27,0	1,3	–	–
Flux de Trésorerie liés aux financements	15,4	(3,6)	33,2	2,3
<i>Flux provenant des activités non poursuivies</i>	<i>(0,5)</i>	<i>(1,6)</i>	<i>(1,6)</i>	<i>(1,2)</i>
Variation de trésorerie	13,5	(18,8)	19,0	(22,1)
Trésorerie à l'ouverture	24,5	38,0	18,7	37,0
Transfert vers actifs destinés à la vente	–	(0,5)	(0,7)	(0,3)
Trésorerie à la clôture	38,0	18,7	37,0	14,6

Source : Documents de référence, analyses FINEXSI.

* Les données relatives à l'exercice 2016 sont retraitées du fait de l'application de la norme IFRS 5 dans le cadre de la cession de la branche TABLAPIZZA et des objectifs budgétaires de cession 2018 approuvés par le Conseil d'Administration du 7 décembre 2017.

** Correspond aux cessions de la branche TABLAPIZZA, des entités ARMES DE BRUXELLES, ARBRIMMO, BŒUF A SIX PATTES en 2017, ainsi que REIMS et EXCELSIOR en 2016.

*** Correspondent en 2016 aux intérêts relatifs à l'apport en compte courant d'actionnaires (consenti par FINANCIERE FLO en 2015).

■ Flux de trésorerie opérationnels :

La génération de flux de trésorerie opérationnelle négative observée est principalement liée aux pertes opérationnelles décrites ci-avant. Par ailleurs, dans le cadre d'une activité avec une situation d'excédent de fonds de roulement, une contraction de l'activité conduit à une consommation de trésorerie supplémentaire.



■ Flux de trésorerie liés aux investissements :

L'évolution des flux de trésorerie liés aux investissements reflète la mise en œuvre du plan de redressement, et notamment des investissements de rénovation (particulièrement significatifs en 2018), compensés par des cessions d'actifs ayant permis de générer des flux liés à l'activité d'investissement positifs en 2016 et 2017.

■ Flux de trésorerie liés aux financements :

Les flux de trésorerie liés aux activités de financement sont positifs en 2015 et 2017 du fait respectivement d'un apport en compte courant d'actionnaires à hauteur de 27,0m€ en 2015, et de l'augmentation de capital et de la restructuration de la dette en 2017.

En 2016, les opérations de financement ont entraîné un décaissement net de 3,6m€, notamment du fait de remboursement d'emprunts (-5,9m€) et des intérêts financiers payés (-4,1m€), avant restructuration de la dette.

■ Variation de trésorerie :

Enfin, la baisse de la trésorerie de la Société observée en 2018 est à rapprocher des investissements nécessaires à la mise en œuvre du plan de rénovation des restaurants, étant précisé que les covenants bancaires imposent que GROUPE FLO conserve un niveau de trésorerie minimum de 4m€.

Dans ce contexte, compte tenu des difficultés de la Société pour se refinancer sur le marché à des conditions satisfaisantes, GROUPE BERTRAND lui a consenti une première avance en compte courant de 2m€ en juin 2019, suivie d'un complément de 2,5m€ en août 2019, sur un montant d'avance maximum autorisée dont le plafond a été réhaussé pour atteindre 12m€.

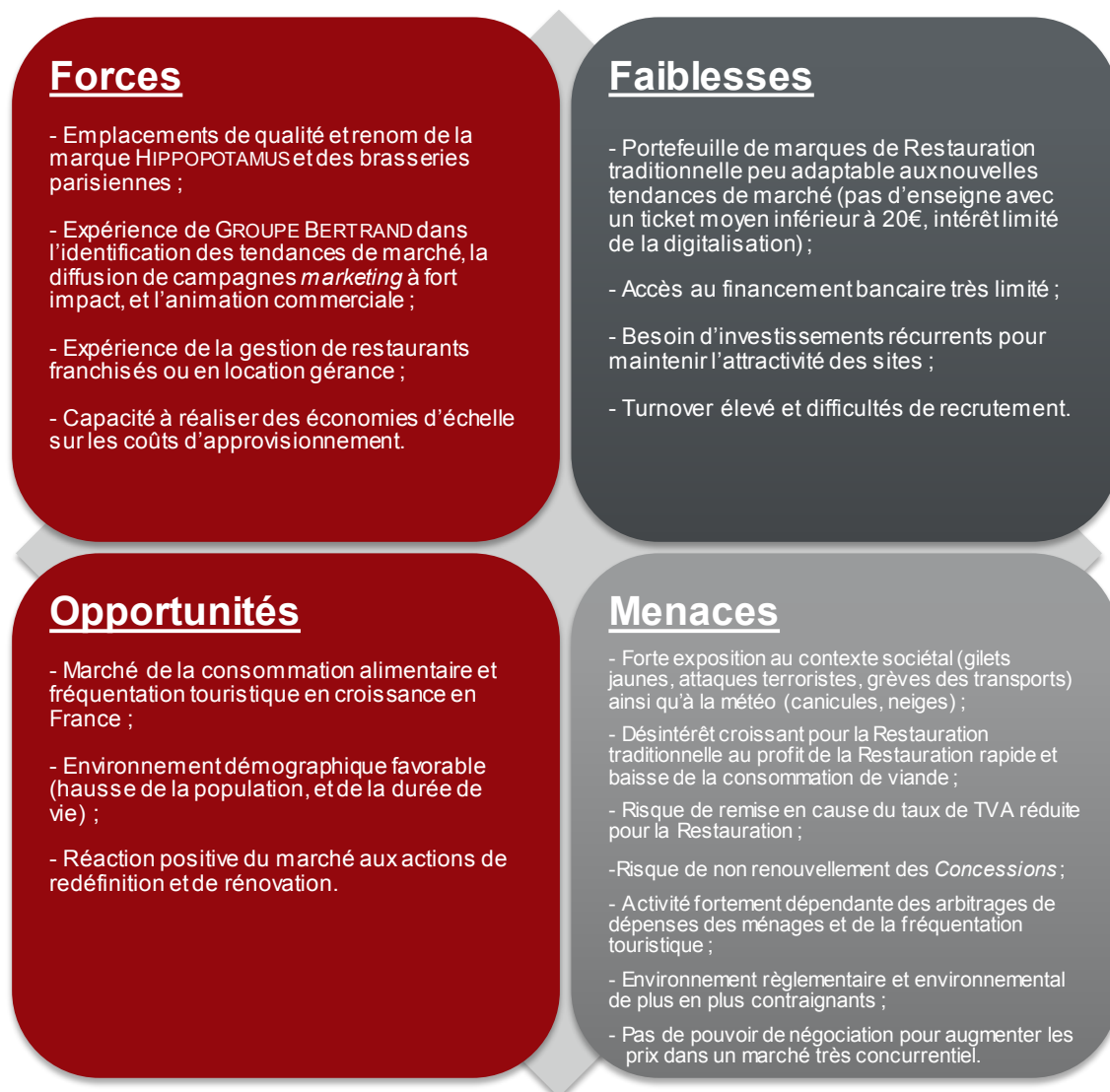
■ Perspectives 2019 :

Les *guidances* publiées par GROUPE FLO sont très peu détaillées, et essentiellement qualitatives comme l'indication du prolongement du recentrage stratégique, la communication de la poursuite du plan de rénovation ou de la relance de franchise HIPPOPOTAMUS.

4.5. Matrice SWOT

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

Figure 17 - Matrice SWOT



Source : Document de référence 2018, XERFI, analyses FINEXSI



5. Evaluation de la société GROUPE FLO

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

5.1. Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

5.1.1. Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs. En revanche, nous examinerons la méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) comme nous y reviendrons.

Pour information, l'actif net comptable consolidé (part du groupe) au 30 juin 2019 s'établit à 16,8m€, soit une valeur par action de 0,022€.

5.1.2. La valeur de rendement (capitalisation ou actualisation du dividende)

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

Cette méthode n'apparaît pas adaptée dans la mesure où GROUPE FLO est en phase de retournement, que la Société n'a pas distribué de dividendes depuis 2014 et n'a pas annoncé de distribution pour les exercices futurs.

5.1.3. Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode dans la mesure où la liquidation ne correspond pas à la stratégie du management de la Société.

De plus, dans un contexte où le plan de redressement déployé a connu des premiers succès, que les prévisions de trésorerie redeviennent positives sur l'horizon du plan d'affaires (cf. §5.4.1.1) et que la Société bénéficie du soutien financier de son actionnaire majoritaire, sa continuité d'exploitation ne nous semble pas remise en cause.

Pour ces raisons, l'analyse de la valorisation de GROUPE FLO selon une approche liquidative a été écartée. Néanmoins, l'approche par l'Actif Net Réévalué (cf. §5.2.4) a été mise en œuvre pour appréhender la valeur de marché des actifs de la Société (valeur patrimoniale), sans la minorer des coûts de réalisation de ces actifs et de fermeture.



5.1.4. Transactions comparables

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

Sur les trois dernières années, nous n'avons pas identifié de transaction intéressant des sociétés suffisamment comparables à GROUPE FLO en termes de taille, d'activité, de mix de détention des actifs ou de géographie.

De plus, le critère des transactions comparables repose sur l'application des multiples observés aux agrégats historiques ou actuels de la société évaluée, qui sont négatifs ou très faibles dans le cas de GROUPE FLO, ce qui conduirait à extérioriser une valeur négative ou très faible, n'intégrant pas la capacité de redressement de la Société.

5.1.5. Objectifs de cours de bourse des analystes

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

En l'absence de suivi du titre GROUPE FLO par des analystes, la méthode ne peut pas être mise en œuvre.

5.2. Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes. À titre principal, nous avons mis en œuvre :

- La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels.

Nous avons examiné les références suivantes :

- Le cours de bourse de la société GROUPE FLO ;
- Les transactions récentes intervenues sur le capital de GROUPE FLO.

À titre corroboratif, nous avons également mis en œuvre :

- La méthode patrimoniale de l'Actif Net Réévalué (ANR) ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables.



5.2.1. Actualisation des flux de trésorerie futurs (ou DCF¹¹) - à titre principal

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

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la société évaluée et nous paraît adaptée à la situation de redressement de GROUPE FLO, afin d'appréhender la pleine valeur de la Société.

Les flux de trésorerie prévisionnels ont été établis sur la base du plan d'affaires transmis par la Société. Ce plan d'affaires couvrant la période 2019-2024, intègre les effets du plan de redressement déployé depuis la reprise de la Société par GROUPE BERTRAND en 2017. Il a été élaboré par le management de GROUPE FLO en janvier 2019 sur la base du budget 2019 approuvé par son Conseil d'Administration en décembre 2018, puis mis à jour en juillet 2019 afin de refléter les principales évolutions opérationnelles du premier semestre 2019. Les principales hypothèses du plan d'affaires figurent au paragraphe §5.4.1.1 présentant la mise en œuvre du critère du DCF.

Les flux de trésorerie ont été actualisés au coût moyen pondéré du capital (CMPC), déterminé en fonction des caractéristiques de GROUPE FLO (cf. §5.4.1.3).

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

5.2.2. Analyse du cours de bourse du GROUPE FLO - à titre de référence

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

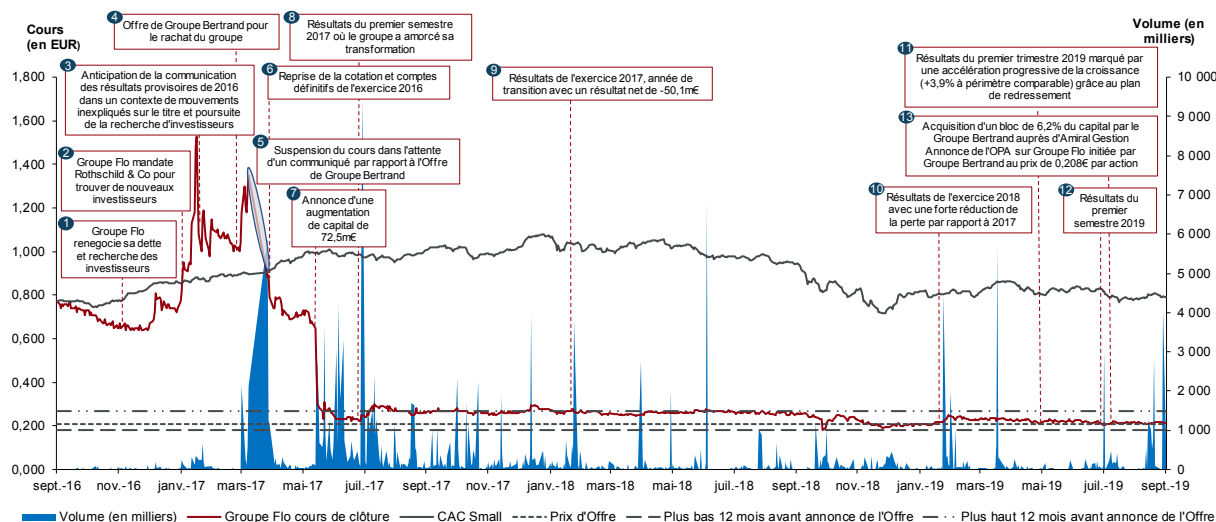
Les actions GROUPE FLO sont cotées sur le compartiment B du marché de Euronext Paris (Code ISIN FR0004076891).

¹¹ Discounted Cash-Flows.

Evolution du cours de bourse du titre GROUPE FLO

Le cours de bourse de l'action GROUPE FLO a évolué comme suit sur une période de trois ans (du 30 septembre 2016 au 30 septembre 2019) :

Figure 18 - Evolution du cours de l'action GROUPE FLO sur trois ans depuis le 30 septembre 2016



Source : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Depuis la fin du mois de septembre 2016, la performance du titre GROUPE FLO s'établit à -72,7% (avant annonce de l'Offre soit jusqu'au 5 août 2019), contre +2,3% pour le CAC Small. Sur cette période, le cours du titre GROUPE FLO a évolué entre 1,530€ et 0,182€, niveaux atteints respectivement le 15 février 2017 et le 26 octobre 2018. Le prix d'Offre de 0,208€ par action initiée par GROUPE BERTRAND le 6 août 2019, se situe légèrement en-dessous du prix de clôture du 5 août 2019 à 0,210€.

Deux phases d'évolution du cours sont à distinguer sur la période analysée. Une première période fortement baissière (-64,9%) marquée par les difficultés financières de GROUPE FLO et sa reprise par GROUPE BERTRAND à un prix nettement décoté, s'étend de fin septembre 2016 jusqu'à fin août 2017. La deuxième période, plus stable dans un contexte de faible flottant et liquidité, s'étend de septembre 2017 jusqu'avant l'annonce de l'Offre, soit le 5 août 2019.

- i. Sur la première période, confrontée à une hausse importante du cours de 0,670€ à 1,530€ par action entre le 30 décembre 2016 et le 15 février 2017, liée aux annonces de recherche de nouveaux investisseurs dans le cadre de la renégociation de sa dette, GROUPE FLO a décidé d'avancer la communication des résultats de l'exercice 2016 au 17 février 2017. Cette communication faisait état d'un chiffre d'affaires en baisse de -5,5% à périmètre comparable, en raison notamment de l'effet néfaste des attentats terroristes du 13 novembre 2015 à Paris et du 14 juillet 2016 à Nice sur la fréquentation touristique en France. La Société réitérait également son intention de rechercher de nouveaux investisseurs.



Ainsi, malgré ces résultats négatifs, le cours de bourse a été soutenu par une spéculation autour de l'arrivée d'un nouvel investisseur et s'est maintenu autour de 1€. Le 30 mars 2017, la Société a annoncé au marché avoir reçu une offre de la part de GROUPE BERTRAND. Dans ce contexte de négociation, GROUPE FLO, constatant une hausse importante de son cours de bourse jusqu'à 1,35€, a demandé à Euronext Paris, le 7 avril 2017, une suspension de sa cotation jusqu'à nouvel ordre.

Le 25 avril 2017, la Société a annoncé sa reprise par GROUPE BERTRAND ainsi que la restructuration de sa dette, notamment par compensation avec des créances existantes rachetées par GROUPE BERTRAND à hauteur de 44,3m€ lors d'une augmentation de capital à venir au prix de 0,10€ par action. Cette annonce a entraîné une forte chute du cours de bourse de GROUPE FLO à 0,88€ par action lors de la reprise de sa cotation le 26 avril 2017 (-34,8% par rapport au cours du 7 avril 2017). Le cours de la Société a ensuite diminué du fait de l'effet dilutif de l'augmentation de capital au prix de 0,10€ et s'est établi à 0,25€ à l'issue de l'opération, le 27 juin 2017.

- ii. De début septembre 2017 à l'annonce de l'Offre, le cours de bourse de GROUPE FLO a évolué sans réelle tendance en raison d'une faible liquidité du titre bien que plusieurs événements aient été annoncés au marché.

Ainsi, les résultats de l'exercice 2018, du premier trimestre 2019 et du premier semestre 2019 qui mettent en exergue l'avancement du plan de redressement du groupe (hausse du résultat net de 44,1m€ entre 2017 et 2018, et croissance du chiffre d'affaires de +6,3% au premier semestre 2019 à périmètre comparable), n'ont pas eu d'influence notable sur l'évolution du cours de bourse de GROUPE FLO qui a perdu -22,2% sur cette deuxième période.

Par ailleurs, à l'issue de ces résultats, GROUPE BERTRAND, actionnaire de contrôle de GROUPE FLO avec 70,9% du capital et 71,9% des droits de vote, a annoncé au marché le 6 août 2019 d'une part, la conclusion d'un contrat d'acquisition d'actions avec AMIRAL GESTION, portant sur 47,7 millions de titres, soit 6,2% du capital de GROUPE FLO, pour un prix par action de 0,208€ et d'autre part, son intention de lancer une Offre Publique d'Achat Simplifiée au même prix de 0,208€ sur les actions de GROUPE FLO qu'il ne détient pas.

Depuis cette annonce, les volumes moyens traités apparaissent plus importants que par le passé avec en moyenne 76,1 milliers d'euros traités par séance (contre 20,1 milliers d'euros sur les 60 jours précédant l'Offre). En particulier, SWISS LIFE GESTION PRIVEE a déclaré avoir franchi à la hausse le seuil de 5% du capital de la Société.

Depuis l'annonce, le cours de bourse moyen pondéré par les volumes de l'action s'établit à 0,211€ au 30 septembre 2019, soit un niveau légèrement supérieur au prix d'Offre (+1,38%).



Analyse de la liquidité du titre GROUPE FLO

Avant l'annonce de l'Offre le 5 août 2019, les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après désignés CMPV), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en résultent se présentent comme suit sur une période de vingt-quatre mois :

Figure 19 - Analyse des cours moyens pondérés par les volumes

	Cours (€)	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 0,208€	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
			Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (5/8/2019)	0,210	(1,0)%	227	227	48	48	0,03 %	0,03 %	0,10 %	0,10 %
CMPV 1 mois	0,204	1,8 %	209	4 595	44	979	0,03 %	0,60 %	0,09 %	2,07 %
CMPV 60 jours	0,208	0,1 %	95	5 694	20	1 223	0,01 %	0,74 %	0,04 %	2,56 %
CMPV 3 mois	0,209	(0,6)%	91	6 003	20	1 293	0,01 %	0,78 %	0,04 %	2,70 %
CMPV 6 mois	0,226	(7,8)%	181	23 401	41	5 319	0,02 %	3,06 %	0,08 %	10,52 %
CMPV 12 mois	0,227	(8,4)%	144	37 483	33	8 577	0,02 %	4,90 %	0,06 %	16,85 %
CMPV 24 mois	0,255	(18,3)%	208	108 611	53	27 858	0,52 %	14,19 %	0,09 %	48,68 %
Plus haut 12 mois (9/8/2018)	0,270	(23,0)%								
Plus bas 12 mois (26/10/2018)	0,182	14,2 %								
Plus haut 24 mois (9/8/2017)	0,300	(30,7)%								
Plus bas 24 mois (26/10/2018)	0,182	14,2 %								

Source : CAPITAL IQ, EURONEXT, et analyses FINEXSI

Sur les douze derniers mois (antérieurs au 5 août 2019), le volume des actions GROUPE FLO échangées est de 37,5 millions d'actions (soit environ 144 milliers de titres par jour de cotation), représentant plus de 8,5m€ en cumulé. Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 4,90% et la rotation du capital flottant s'établit quant à elle à 16,85%.

Sur vingt-quatre mois d'observation¹², le volume cumulé d'actions échangées s'élève à 108,7 millions (soit environ 208 milliers de titres par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 14,2% et la rotation du capital flottant s'établit quant à elle à 48,7%.

Dans un contexte où (i) la liquidité et la rotation du flottant s'établissent à des niveaux faibles tant en valeur absolue qu'en valeur relative, (ii) le titre ne fait pas l'objet d'une couverture par les analystes et (iii) le marché dispose, selon nous, d'une information limitée quant aux perspectives d'évolution de la Société qui ne publie pas de *guidance*, le cours de bourse constitue une référence dont il ne peut pas être considéré qu'elle reflète la valeur fondamentale de la Société.

5.2.3. Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société - à titre de référence

Cette méthode consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital (à l'exclusion de l'analyse du cours de bourse qui constitue un critère d'évaluation distinct examiné par ailleurs).

¹² L'analyse historique sur vingt-quatre mois couvre la période du 4 août 2017 au 5 août 2019, qui n'est donc pas affectée par les opérations de reprise de la Société par GROUPE BERTRAND.



Concernant GROUPE FLO, nous nous référons à l'acquisition du bloc d'actions, représentant un bloc significatif d'environ 6,24% du capital de la Société, intervenue hors marché le 5 août 2019 auprès du fonds AMIRAL GESTION. Sur la base de nos informations, cette transaction a été librement négociée entre BERTRAND CORP. et AMIRAL GESTION qui ne semble pas soumis à des contraintes particulières, et constitue dès lors une référence.

5.2.4. Actif Net comptable Réévalué (ANR) - à titre corroboratif

La méthode de l'Actif Net comptable Réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières) est adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et que les acquisitions et cessions de tels actifs constituent son processus d'exploitation.

Au cas d'espèce, le plan de redressement de GROUPE FLO, et notamment la politique de cessions de fonds de commerce, a permis de démontrer que ses actifs peuvent être valorisés sur le marché indépendamment de son processus d'exploitation et d'afficher des références de valorisation. De plus, la mise en œuvre d'une approche de valorisation par l'Actif Net Réévalué nous apparaît pertinente dans le cadre d'un éventuel Retrait Obligatoire, dès lors qu'elle permet d'appréhender la valeur patrimoniale de la Société, indépendamment de la valeur intrinsèque résultant de son exploitation (DCF).

Dans la mesure où les résultats de cette méthode reposent principalement sur l'application de multiples de valorisation pouvant varier significativement en fonction de chaque actif, et des opportunités de marché, ils sont présentés à titre corroboratif et dans des fourchettes relativement larges.

5.2.5. Comparables boursiers - à titre corroboratif

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

La pertinence de cette méthode est dépendante du fait de disposer d'un échantillon de sociétés similaires en termes de secteur d'activité, de taille, de profil de risque, de zone géographique et de rentabilité. Au cas d'espèce, il n'existe pas de société cotée intervenant sur le marché français exerçant une activité similaire, qui puisse donc être jugée pleinement comparable à GROUPE FLO.

Par ailleurs, la Société est aujourd'hui dans une phase de redressement et doit démontrer la robustesse et la rentabilité de son modèle à moyen terme. Dès lors, l'application de multiples de sociétés rentables, de taille plus importante, et dont le *business model* est mature et éprouvé, apparaît favorable. Pour ces raisons, la méthode des comparables boursiers est présentée à titre corroboratif.

Nous avons retenu l'EBITDA qui est l'agrégat le plus pertinent, tel que communément admis par les évaluateurs et les analystes pour les activités des sociétés du secteur de la Restauration. L'EBITDA permet par ailleurs de limiter l'impact résultant de politiques d'amortissements différents entre les sociétés de l'échantillon.



Comme nous y reviendrons, nous avons appliqué à l'EBITDA 2021e de GROUPE FLO issu du plan d'affaires, le multiple observé sur la même période pour l'échantillon des comparables. Les EBITDA 2019e et 2020e n'ont pas été considérés représentatifs du fait du redressement de la Société en cours.

Par ailleurs, en complément de l'approche usuelle, nous avons également extrapolé les multiples observés sur les comparables boursiers pour les appliquer à l'EBITDA 2024e, soit celui de la dernière année du plan de redressement, afin d'appréhender le potentiel de création de valeur en résultant.

5.3. Données de référence de la société GROUPE FLO

5.3.1. Nombre de titres de référence retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 30 juin 2019, à savoir 765 157 113 actions.

Nous n'avons retenu aucun effet dilutif pouvant résulter de l'exercice d'options de souscriptions d'actions¹³ dans la mesure où leur prix d'exercice est significativement supérieur au prix d'Offre et aux différentes valeurs extériorisées par nos analyses.

5.3.2. Dette financière nette

Les ajustements permettant le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres ont été déterminés sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière tels qu'ils figurent dans les comptes consolidés de la Société au 30 juin 2019.

¹³ Il existe 3 070 682 options de souscriptions d'actions au 30 juin 2019.



Figure 20 - Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres

en m€	juin-19
Trésorerie	10,3
Emprunts bancaires	(15,2)
Emprunts obligataires	(18,5)
Autres passifs financiers	(11,5)
Prêts actionnaires	(2,0)
Trésorerie / (dette) nette	(36,9)
Autres actifs financiers	8,2
CICE à recevoir	11,1
Provisions pour risques et charges (nets d'impôts)	(3,6)
Engagements de retraite (nets d'impôts)	(3,0)
Valeur actualisée des déficits reportables	15,1
Intérêts minoritaires	-
Sociétés mises en équivalence	0,3
Ajustements	28,1
Passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres	(8,8)

Source : Comptes consolidés semestriels au 30 juin 2019, Société

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

- Les autres actifs financiers (8,2m€) correspondant aux prêts accordés aux salariés de la Société (7,7m€) ainsi qu'aux montants de dépôts et cautionnements sur les restaurants dont les fonds de commerce vont être cédés (0,4m€) ;
- Les provisions à caractère de dettes après impôts (3,6m€) correspondant aux provisions pour risques et charges telles qu'elles ressortent des comptes consolidés de la Société au 30 juin 2019, à l'exclusion de la provision constatée au titre d'un contentieux avec l'URSSAF qui a déjà été payé en 2013¹⁴ ;
- Les créances fiscales au 30 juin 2019 (CICE pour 11,1m€) qui seront remboursées par l'Etat ;
- Les déficits fiscaux reportables de GROUPE FLO pour 15,1m€. Ces déficits fiscaux ont fait l'objet d'une actualisation en fonction de leur horizon de consommation probable sur la base des prévisions du management.

Après retraitements, la dette financière nette ajustée ressort à 8,8m€.

¹⁴ Une provision est maintenue au bilan de la Société parce qu'elle a fait appel de cette décision et reconnu une créance à ce titre. Compte tenu de l'incertitude portant sur le recouvrement de cette somme, la créance est annulée par la comptabilisation d'une provision de même montant.



5.4. Mise en œuvre de la valorisation de la société GROUPE FLO

5.4.1. Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels - à titre principal

5.4.1.1 Hypothèses retenues au titre du plan d'affaires

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires 2019-2024 communiqué par la Société, basé sur le budget 2019 approuvé par le Conseil d'Administration de GROUPE FLO le 13 décembre 2018. Ce plan d'affaires a été mis à jour en juillet 2019 pour tenir compte des réalisations du premier semestre 2019, et notamment d'une actualisation des périmètres et du calendrier du plan de cession et de rénovation des restaurants. Ce plan d'affaires a été construit selon une approche « *bottom-up* » et reflète les actions et effets du plan de redressement mis en œuvre depuis la reprise de GROUPE FLO en 2017.

Nous avons échangé avec le management sur les principales hypothèses de ce plan d'affaires, conformément à la Recommandation 2006 15 de l'AMF.

Notre examen critique fait ressortir les principales caractéristiques suivantes :

Les premières années du plan d'affaires (2019 à 2021) font état d'investissements de rénovation encore significatifs, ainsi que des cessions d'actifs peu rentables ou présentant de moindres perspectives, lesquelles cessions conduisent à une réduction moyenne des revenus de 10% par an sur cette période.

Les années 2021-2024 sont ensuite marquées par une croissance significative des revenus de la Société, soutenue par l'effet nettement positif des rénovations sur le chiffre d'affaires des restaurants, ainsi que par le développement rapide du réseau franchisé d'HIPPOPOTAMUS à partir de 2021, dont le succès dépend de la capacité de GROUPE FLO à identifier des franchisés et des emplacements de qualité à un rythme soutenu.

Ainsi, sur le périmètre HIPPOPOTAMUS conservé, le chiffre d'affaires progresse en moyenne de +7,2% par an entre 2018 et 2024 et la marge d'EBITDA augmente en moyenne de +42,9% par an. Sur cette même période, le nombre de restaurants HIPPOPOTAMUS franchisés est presque doublé et le montant des redevances progresse de +29,8% en taux de croissance annuel moyen.

Concernant les *Brasseries* conservées, le taux de croissance annuel moyen de leur chiffre d'affaires s'établit à +3,2% sur la période 2018-2024 et leur marge d'EBITDA progresse de +39,8% en rythme annuel moyen.

Les *Concessions* voient leurs revenus diminuer jusqu'en 2021 au rythme des fermetures de certains restaurants pour lesquels les contrats ne devraient pas être renouvelés. En 2024, leur marge d'EBITDA s'établit à un niveau légèrement supérieur de près de deux points à celui constaté en 2018.

De plus, la Société bénéficie d'ores et déjà des synergies opérationnelles résultant de la prise de contrôle par GROUPE BERTRAND, en particulier en matière de coûts d'approvisionnement et d'optimisation de frais de structure.

Il en résulte une amélioration constante et significative de la marge d'EBITDA du groupe sur l'horizon du plan d'affaires pour atteindre 14,4% à l'horizon du plan d'affaires.



Les investissements (CAPEX) de maintenance récurrents représentent environ 1,5% des revenus de la Société sur l'horizon du plan d'affaires. Au cours des années 2019 à 2021, les dépenses de rénovation représentent en moyenne 4,6% des revenus, et grèvent les flux de trésorerie futurs de GROUPE FLO sur cette période.

On peut relever ici que la trésorerie dégagée actuellement par l'exploitation et les produits de cessions ne sont pas suffisants pour couvrir l'ensemble des rénovations envisagées. En conséquence, l'actionnaire majoritaire a consenti en 2019 des avances en compte-courant destinées à couvrir le besoin en trésorerie nécessaire à la mise en œuvre du plan de redressement.

Ce plan d'affaires se caractérise donc par une progression marquée du chiffre d'affaires sur le périmètre conservé et le développement du réseau de franchisés HIPPOPOTAMUS conduisant à une amélioration constante et significative du taux de marge, à des niveaux jamais atteints par le passé reflétant, selon nous, le plein effet du plan de redressement mis en œuvre.

Il traduit donc les ambitions du management et apparaît volontariste, particulièrement dans un contexte où le plan de redressement de la Société est en cours de déploiement et que la pérennité de ses effets positifs sur la croissance et la rentabilité de GROUPE FLO à l'issue de ce plan restent à démontrer, et où il n'intègre pas d'aléas tels que ceux qui ont pu impacter récemment la Société (attentats, gilets jaunes, etc.).

5.4.1.2 Détermination des flux de trésorerie

Flux du second semestre 2019

Par cohérence avec la dette nette calculée au 30 juin 2019, nous avons actualisé les flux de trésorerie à compter de cette date.

Pour l'exercice 2019, nous avons ainsi retenu le flux de trésorerie correspondant au second semestre, déterminé par différence entre la prévision de trésorerie 2019 telle qu'elle ressort du plan d'affaires et le flux de trésorerie de la Société au premier semestre 2019 tel que publié dans ses comptes semestriels.

Variation du besoin en fonds de roulement

Le plan d'affaires préparé par le management intègre une consommation de trésorerie annuelle de -1m€ au titre de l'augmentation du besoin en fonds de roulement. Compte tenu de l'absence d'analyse disponible dans un contexte de reprise récente et de redressement impliquant un changement de périmètre important, de la situation d'excédent de fonds de roulement généralement constatée pour les entreprises du secteur de la Restauration, compensé par le développement d'un modèle de franchise qui implique une hausse des créances clients, la variation du besoin en fonds de roulement a été considérée nulle sur l'horizon du plan d'affaires et en flux normatif.



Impôts sur les sociétés

Dans la mesure où la majeure partie des résultats sont réalisés en France, nous avons modélisé l'impôt sur les sociétés sur la base des règles françaises.

Par conséquent, l'impôt sur les sociétés a été modélisé conformément à la loi de Finances 2018, prévoyant un taux d'imposition de 25,8% à l'horizon 2022. Les économies liées aux déficits reportables n'ont pas été retenues en diminution des flux de trésorerie mais modélisées séparément sur la base du plan et intégrées dans notre calcul de la dette financière nette pour leur montant actualisé.

Flux normatif

Afin de tenir compte du nouveau modèle d'exploitation des restaurants en franchise et son impact relatif sur la marge opérationnelle (EBITDA), le flux normatif a été construit sur la base d'un taux de marge opérationnelle correspondant à celui attendu pour la dernière année du plan d'affaires (2024), étant rappelé que ce niveau n'a jamais été atteint par le passé.

Un niveau de CAPEX normatif de 2,7% des revenus annuels est déterminé en considérant des rénovations partielles des restaurants tous les 8 ans sur la base de montants d'investissements moyens inférieurs de 50% à ceux observés sur le plan d'affaires afin de prendre en compte le caractère récent et complet des rénovations effectuées.

Dans la mesure où le plan d'affaires intègre une progression significative des revenus sur son horizon explicite, un taux de croissance à l'infini de +1,5% a été appliqué au flux normatif, ce qui apparaît en fourchette haute des taux de croissance long terme actuellement observés au sein du secteur de la Restauration traditionnelle.

Ce taux est légèrement inférieur à la croissance moyenne observée sur le marché de la Restauration Commerciale de +1,9% sur la période 2012-2018, dès lors que cette croissance est principalement soutenue par le dynamisme de la Restauration rapide et de la livraison à domicile qui ne correspondent pas au positionnement de GROUPE FLO.

Comme détaillé ci-après, nous avons mesuré la sensibilité du résultat de l'évaluation à une variation du taux de croissance à l'infini.

5.4.1.3 Calcul du taux d'actualisation

Comme indiqué ci-avant, nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital de la Société pour actualiser les flux de trésorerie futurs. Ce coût a été estimé à 9,21% sur la base :

- D'un taux sans risque de 0,35% correspondant au taux moyen OAT TEC 10 (moyenne 1 an calculée à fin septembre 2019 - Source : *Banque de France*) ;
- D'une prime de risque de 7,14% (moyenne 1 an de la prime de risques *Associés en Finance* au 30 septembre 2018) ;
- D'un bêta désendetté de la Société de 1,23 (moyenne 1 an au 5 août 2019 - Source : CAPITAL IQ), réendetté sur la base de sa structure financière (*gearing* de 16% déterminé sur la base du ratio dette nette / fonds propres réévalués sur la base du prix d'Offre) ;



- D'un coût de la dette de 4,52%, tel que communiqué par GROUPE FLO dans son document de référence 2018.

Malgré le caractère ambitieux des prévisions, nous n'avons pas ajouté de prime spécifique pour tenir compte du risque de réalisation associé, ce qui est favorable à l'actionnaire et s'inscrit dans une démarche d'extériorisation de la pleine valeur dans le contexte où un Retrait Obligatoire est envisagé.

On peut noter que le coût des fonds propres s'établit à 10,1% et s'inscrit, selon nous, dans le bas de fourchette du taux de rendement attendu par un actionnaire pour un investissement dans une société en retournement encore déficitaire.

Concernant le coût de la dette, la Société est actuellement financée par son actionnaire majoritaire à un coût sensiblement inférieur à celui qu'elle pourrait obtenir sur le marché compte tenu de ses difficultés historiques et de sa performance actuelle. Par conséquent, le taux observé de 4,5% intègre les synergies financières dont bénéficie actuellement GROUPE FLO.

En conséquence, retenir un taux d'actualisation de 9,21% nous semble favorable à l'actionnaire minoritaire dans le contexte.

Les flux financiers ont été actualisés au 1^{er} juillet 2019.

5.4.1.4 Résultats de l'évaluation et Analyses de sensibilité

Sur ces bases, la Valeur d'Entreprise ressort à 152m€, dont près de 75% résultent de la valeur terminale au-delà de l'horizon explicite. Compte tenu de la dette financière nette, le montant des fonds propres s'établit à 143m€ et la valeur par action GROUPE FLO à 0,187€.

Les sensibilités de la valeur par action de GROUPE FLO à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,5 point à +0,5 point), sont présentées ci-après.

Figure 21 - Analyses de sensibilité au coût moyen pondéré du capital et au taux de croissance à l'infini

		CMPC (%)				
Croissance à l'infini (%)		8,21%	8,71%	9,21%	9,71%	10,21%
	1,00%	0,205	0,190	0,177	0,166	0,155
	1,25%	0,212	0,196	0,182	0,170	0,159
	1,50%	0,218	0,201	0,187	0,174	0,163
	1,75%	0,226	0,208	0,192	0,179	0,167
	2,00%	0,233	0,214	0,198	0,183	0,171

Source : analyses FINEXSI

Nous avons également mené des analyses de sensibilité aux hypothèses opérationnelles du plan d'affaires, à savoir l'hypothèse d'accroissement moyen des revenus après rénovation et l'hypothèse de rythme d'ouverture de nouveaux restaurants franchisés sur la période 2020-2024.



La sensibilité de la valeur par action de GROUPE FLO à une variation combinée du taux d'accroissement du chiffre d'affaires *post-rénovation* (de -10 points à +10 points) et du nombre de restaurants franchisés (de -4 à + 4 restaurants par an) est présentée ci-après, étant précisé qu'au regard du caractère volontariste du plan d'affaires, les variations de ces hypothèses à la hausse nous apparaissent hypothétiques.

Figure 22 - Analyses de sensibilité au taux d'accroissement du chiffre d'affaires *post-rénovation* et au rythme d'ouverture des restaurants franchisés par an

		Sensibilité accroissement de CA post rénovation				
		-10,0%	-5,0%	0,0%	5,0%	10,0%
Ouverture de magasins franchisés par an 2020-2024	(4)	0,147	0,154	0,160	0,166	0,173
	(2)	0,161	0,167	0,173	0,180	0,186
	-	0,174	0,180	0,187	0,193	0,200
	2	0,186	0,192	0,199	0,205	0,211
	4	0,197	0,203	0,209	0,216	0,222

Source : analyses FINEXSI

Nous retiendrons, à l'issue de ces analyses, une fourchette de valeur par action entre 0,173€ et 0,201€.

5.4.2. La référence au cours de bourse

Nous présentons ci-dessous les cours de bourse moyens pondérés par les volumes au 5 août 2019, date de l'annonce de l'Offre :

Figure 23 - Analyse des cours moyens pondérés par les volumes

	Cours (€)	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 0,208€	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
			Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (5/8/2019)	0,210	(1,0)%	227	227	48	48	0,03 %	0,03 %	0,10 %	0,10 %
CMPV 1 mois	0,204	1,8 %	209	4 595	44	979	0,03 %	0,60 %	0,09 %	2,07 %
CMPV 60 jours	0,208	0,1 %	95	5 694	20	1 223	0,01 %	0,74 %	0,04 %	2,56 %
CMPV 3 mois	0,209	(0,6)%	91	6 003	20	1 293	0,01 %	0,78 %	0,04 %	2,70 %
CMPV 6 mois	0,226	(7,8)%	181	23 401	41	5 319	0,02 %	3,06 %	0,08 %	10,52 %
CMPV 12 mois	0,227	(8,4)%	144	37 483	33	8 577	0,02 %	4,90 %	0,06 %	16,85 %
CMPV 24 mois	0,255	(18,3)%	208	108 611	53	27 858	0,52 %	14,19 %	0,09 %	48,68 %
Plus haut 12 mois (9/8/2018)	0,270	(23,0)%								
Plus bas 12 mois (26/10/2018)	0,182	14,2 %								
Plus haut 24 mois (9/8/2017)	0,300	(30,7)%								
Plus bas 24 mois (26/10/2018)	0,182	14,2 %								

Source : CAPITAL IQ, Euronext, et analyses FINEXSI

Comme présenté ci-avant, sur les douze derniers mois, le cours de bourse de la société GROUPE FLO a fluctué entre 0,182€ et 0,270€ par action.

Le prix d'Offre est égal aux cours moyens pondérés par les volumes 60 jours et extériorise une décote de -1,0% par rapport au cours de clôture à la veille de l'annonce, soit le 5 août 2019. Il fait ressortir une prime de +1,8% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 mois, et une décote de -7,8% et -8,4% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 6 mois et 12 mois.



Pour rappel, dans la mesure où le niveau de liquidité du cours est limité, où le titre ne fait pas l'objet d'une couverture par les analystes financiers et où la Société ne publie pas de *guidance*, l'analyse du cours de bourse est présentée en ce qu'il constitue une référence de marché observable, mais il ne peut pas être considéré qu'il reflète la valeur fondamentale de la Société, au cas d'espèce.

5.4.3. La référence à des transactions récentes sur les actions de GROUPE FLO

Le 5 août 2019, BERTRAND CORP. a conclu un *Share Purchase Agreement* (SPA) avec un actionnaire portant sur 6,24% du capital de GROUPE FLO au prix de 0,208€ par action, payé en numéraire et réalisé à la même date. On peut relever que ce prix correspond au cours de bourse moyen pondéré par les volumes 60 jours à cette date.

Selon les informations portées à notre connaissance, ce SPA n'inclut aucun complément de prix et la seule clause de révision porte sur un ajustement dans le cas où GROUPE BERTRAND viendrait à déposer une autre offre publique d'achat à un prix supérieur à 0,208€ dans les 6 mois suivants sa conclusion, étant précisé que l'Initiateur a depuis pris l'engagement de ne pas déposer de nouvelle offre dans le délai couvert par cette clause, soit jusqu'au 5 février 2020.

De plus, nous avons eu la confirmation formelle par GROUPE BERTRAND qu'il n'existe pas d'accord connexe au SPA susceptible de modifier ce prix de 0,208€ par action.

Cette transaction intéressant un bloc détenu par un des principaux actionnaires minoritaires de la Société, il constitue une référence pour apprécier la valeur de l'action GROUPE FLO dans le cadre de la présente Offre, proposée à un prix identique.

5.4.4. Actif Net Réévalué - à titre corroboratif

La méthode patrimoniale de l'Actif Net Réévalué a été mise en œuvre sur la base de la situation consolidée de GROUPE FLO au 30 juin 2019.

La valeur nette comptable au bilan des actifs et passifs a été substituée par leur valeur de marché, déterminée selon les critères d'évaluation considérés les plus pertinents compte tenu de leurs caractéristiques, afin de calculer une valeur des fonds propres réévalués.

Les principaux ajustements de valeur ont porté sur les restaurants et brasseries détenus en propre (immobilisations incorporelles pour la partie fonds de commerce et immobilisations corporelles pour les installations et aménagements) conservés ou devant être cédés, la marque HIPPOPOTAMUS¹⁵, les concessions, ainsi, que les biens immobiliers.

5.4.5.1 Restaurants détenus en propre conservés

La valeur réelle des restaurants détenus en propre (HIPPOPOTAMUS d'une part, et brasseries d'autre part) a été déterminée par référence aux multiples de chiffre d'affaires extériorisés par les cessions récentes opérées sur des actifs comparables dans le cadre du plan de redressement de la Société.

¹⁵ Les autres marques de GROUPE FLO, à savoir principalement TAVERNE DE MAITRE KANTER et BISTRO ROMAIN n'ont pas fait l'objet d'une réévaluation et ont été retenues pour leur valeur nette comptable.



Dans le but d'intégrer l'intégralité du bénéfice des rénovations, nous nous sommes référés aux chiffres d'affaires prévisionnels 2022e, considérés normatifs, les dernières rénovations intervenant en 2021.

L'analyse des transactions historiques fait ressortir une fourchette de multiples de chiffre d'affaires comprise entre 0,58x (multiple moyen pondéré hors extrêmes) et 0,80x (multiple moyen pondéré) pour les restaurants HIPPOPOTAMUS¹⁶, étant précisé que ces multiples résultent des prix de cessions nets des frais encourus.

Pour les brasseries, la fourchette de multiples s'établit entre 0,82x (multiple moyen pondéré hors extrêmes) et 0,87x (multiple moyen pondéré)¹⁷. Dans la mesure où les établissements conservés sont les établissements les plus prestigieux, un multiple de 1,00x a été retenu pour le calcul de la valeur haute, cohérent avec les multiples les plus élevés observés. Nous retenons donc une fourchette comprise entre 0,82x et 1,00x pour les brasseries.

Sur ces bases, et après déduction des investissements de rénovation nécessaires à l'atteinte des chiffres d'affaires considérés, la valeur globale des fonds de commerce des restaurants détenus en propre et conservés s'établit dans une fourchette de valeurs comprises entre 71,2m€ et 95,9m€.

5.4.5.2 Restaurants détenus en propre cédés et en cours de cession

Les restaurants détenus en propre destinés à être cédés dans le cadre du plan de revue stratégique des actifs ont été réévalués sur la base des prix de cessions prévisionnels nets intégrés dans le plan d'affaires 2019-2024 transmis.

Les marges futures de ces actifs sur la période allant du 30 juin 2019 jusqu'à leur cession, lesquelles ressortent globalement positives, ont été ajoutées au prix de cession. La valeur cumulée des actifs ainsi déterminée s'établit à 18,2m€.

5.4.5.3 Marque HIPPOPOTAMUS

La réévaluation de la marque HIPPOPOTAMUS repose sur une approche par capitalisation des redevances payées par les franchisés, sous déduction des coûts nécessaires à son entretien.

Afin de capter le potentiel de développement important du réseau des franchisés, nous avons considéré les redevances estimées pour les exercices 2021e et 2022e actualisées au coût moyen pondéré du capital (cf. §5.4.1.3) pour tenir compte du risque de réalisation de ces prévisions ambitieuses.

¹⁶ La pondération par les prix de vente permet de relativiser le poids des transactions de plus faibles montants moins représentatives, et l'analyse hors extrêmes d'écarter des opérations atypiques. À titre d'information, le multiple moyen non pondéré s'établit à 0,20x pour les restaurants HIPPOPOTAMUS, ce qui n'apparaît pas cohérent avec les données de marché observées par ailleurs.

¹⁷ À titre d'information, le multiple moyen non pondéré s'établit à 0,70x pour les brasseries, ce qui n'apparaît pas cohérent avec les données de marché observées par ailleurs.



Afin d'être cohérent, il a également été tenu compte, en déduction des redevances, des investissements de rénovation des restaurants transférés à des franchisés après rénovation par la Société, ainsi que des frais nécessaires à l'entretien de la marque jusqu'aux années 2021e et 2022e. Ces frais ont été estimés en relation avec la direction financière de GROUPE FLO. Seuls les frais nécessaires à l'entretien de la marque et à l'animation du réseau des franchisés ont été retenus, c'est-à-dire, à l'exclusion notamment des frais de structure du groupe et de *holding*, et des coûts relatifs aux restaurants détenus en propre et aux concessions, qui n'ont pas été imputés à la marque HIPPOPOTAMUS.

N'étant pas en capacité de fixer l'espérance de vie des contrats de franchise, les redevances nettes ont été capitalisées sur la base du coût moyen pondéré du capital, à l'infini, ce qui apparaît favorable à l'actionnaire minoritaire.

Sur ces bases, la valeur de la marque HIPPOPOTAMUS s'établit dans une fourchette comprise entre 30,6m€ et 42,6m€.

5.4.5.4 Concessions

GROUPE FLO est titulaire de plusieurs contrats de location-gérance ou de mandats de gestion au sein du Disney Village, du Jardin des Plantes à Paris ou du CNIT à La Défense. Dans ce cadre, la Société perçoit l'ensemble des revenus et marges des restaurants exploités et reverse une quote-part de ses revenus aux concédants.

Nous avons valorisé les droits de la Société sur la base des marges d'EBITDA futures actualisées restants à percevoir au titre des contrats en cours. Pour les Concessions pour lesquelles le management n'a pas identifié de risque de non-reconduction, la valeur haute de notre approche intègre un renouvellement des concessions à des conditions et pour une durée similaires au contrat actuel. Aucune valeur n'a été retenue pour les concessions déficitaires dont les contrats ne devraient pas être renouvelés.

Par cohérence avec la date de la situation patrimoniale retenue au 30 juin 2019, seules les marges du second semestre de l'exercice 2019 ont été retenues au titre de cet exercice. Elles ont été déterminées sur la base d'un prorata reflétant la saisonnalité de l'activité, et notamment l'effet positif des fêtes de fin d'année.

Sur ces bases, compte tenu du taux d'actualisation déterminé pour GROUPE FLO de 9,21% la fourchette de valeur des Concessions s'établit entre 8,2m€ en valeur basse et 19,4m€ en valeur haute.

5.4.5.5 Actifs immobiliers

La revue de la documentation financière de GROUPE FLO nous a permis d'identifier trois principaux actifs immobiliers : le restaurant CHEZ COCHON à Nanterre, une annexe du restaurant BOFINGER ainsi qu'un crédit-bail immobilier portant sur les murs d'un restaurant HIPPOPOTAMUS en région parisienne.



Restaurant CHEZ COCHON

Sur la base des informations communiquées par la direction financière, nous comprenons que la valeur patrimoniale de cet actif est faible et avons donc considéré sa valeur de rendement sur la base de la redevance de location gérance perçue pour ce restaurant, qui conduit à une valeur de 0,5m€.

Annexe du Restaurant BOFINGER

GROUPE FLO est propriétaire de lots annexes au restaurant BOFINGER (cave, couloir en partie commune et local de stockage) utilisés pour son exploitation.

Dans la mesure où cet actif est nécessaire à l'exploitation du restaurant qui a été réévalué par ailleurs, il n'a été tenu compte d'aucune valeur complémentaire au titre des murs détenus.

Crédit-bail immobilier

Le crédit-bail porte sur un immeuble à usage de restaurant d'une surface de 463m² bâti sur un terrain d'une surface totale de 1774m² situé en région parisienne.

La valorisation de l'actif est de 1,5m€ sur la base du contrat de crédit-bail signé par la Société en 2008. Ce contrat dont l'échéance est prévue en 2023 intègre une option d'achat de l'actif pour un euro exerçable à cette date.

Sur ces bases, nous avons retenu une valeur de 0,9m€ correspondant à la valeur de l'actif net des paiements restants dûs sur le contrat de crédit-bail.

5.4.5.6 Autres composantes du patrimoine de GROUPE FLO

Nous avons par ailleurs retenu la totalité des déficits fiscaux reportables pour la valeur calculée précédemment, ce qui apparaît favorable dans un contexte où aucune fiscalité n'a été retenue sur les réévaluations opérées.

En cohérence, les provisions ont été retenues pour leur montant net d'impôt.

Les autres composantes du patrimoine de la Société n'appellent pas de commentaire particulier de notre part et ont été retenues sur la base de leur valeur nette comptable.

5.4.5.6 Synthèse de l'approche ANR

Sur ces bases, la valeur de l'ANR peut être résumée comme suit :

Figure 24 – Détail de l'Actif Net Réévalué de GROUPE FLO au 30 juin 2019

En m€	VNC 30/06/2019	ANR - bas 30/06/2019	ANR - haut 30/06/2019
Actifs immobilisés	73,0	111,4	159,3
<i>dont immobilisations incorporelles</i>	33,1		
<i>dont immobilisations corporelles</i>	39,9		
<i>dont immobilisations financières</i>	—		
Stocks	1,3	1,3	1,3
Créances clients	11,5	11,5	11,5
Autres	49,2	49,2	49,2
Trésorerie	10,3	10,3	10,3
Droits d'utilisation relatifs aux contrats de location	49,5	49,5	49,5
Titres mis en équivalence	0,3	0,3	0,3
Actifs destinés à la vente	4,1	18,2	18,2
Déficits reportables	—	15,1	15,1
Total Actif	199,2	266,7	314,7
Provisions	12,8	8,8	8,8
Impôts différés passifs	3,6	3,6	3,6
Dettes financières brutes	47,2	47,2	47,2
Dettes fournisseurs	41,6	41,6	41,6
Dettes de location	39,6	39,6	39,6
Autres dettes	36,2	36,2	36,2
Passifs liés aux actifs destinés à la vente	1,4	1,4	1,4
Total Passif	182,4	178,4	178,4
Valeur des Fonds Propres réévalués	16,8	88,3	136,2
Nombre d'actions (millions)	765		
Valeur par action		0,115	0,178

Source : Comptes semestriels et analyses FINEXSI

Le prix d'Offre extériorise une prime comprise entre +80,3% et +16,8% par rapport respectivement à la borne haute et à la borne basse de l'Actif Net Réévalué.

A titre d'information, en l'absence de prise en compte de la norme IFRS 16, la valeur par action s'établirait dans une fourchette de 0,102€ à 0,165€.

Le fait que le résultat de ce critère s'inscrive dans une fourchette relativement large traduit notamment les effets d'opportunité en cas de cessions des actifs de la Société.



5.4.5. Comparables boursiers - à titre corroboratif

Comme rappelé ci-avant, compte tenu des spécificités du marché sur lequel évolue GROUPE FLO ainsi que du contexte spécifique dans lequel elle se trouve, il n'existe pas de société qui lui soit pleinement comparable, en particulier en termes de mix-métiers et de répartition géographique des activités.

Nous avons cependant identifié trois sociétés intervenant dans le secteur de la Restauration Commerciale exerçant une activité proche de celle de GROUPE FLO au sein de marchés matures considérés proches de la France, principalement l'Europe. Les trois sociétés sont présentées ci-après :

- **AUTOGRILL S.P.A.**, société italienne fondée en 1947, est le numéro un mondial de la restauration concédée sur les lieux de voyages. Par l'intermédiaire de ses filiales, AUTOGRILL S.P.A. fournit des services de restauration aux voyageurs en Amérique du Nord (51% du chiffre d'affaires), en Europe (37% du chiffre d'affaires), notamment en Italie (22% du chiffre d'affaires), et dans d'autres pays à l'international (12% du chiffre d'affaires). La société gère environ 4 000 points de vente qui sont exploités en concessions dans les aéroports (58% du chiffre d'affaires), les autoroutes (34% du chiffre d'affaires), les gares, les centres commerciaux, les foires et les attractions culturelles. Elle gère un portefeuille d'environ 300 marques directement (1897 MARKET, A CAFE, AMO, BEAUDEVIN, THE BURGER FEDERATION, BISTROT CENTRALE, etc.) ou sous licence (BURGER KING, BUFFALO GRILL, BRIOCHE DOREE, etc.). AUTOGRILL S.P.A. a réalisé 4 695m€ de chiffre d'affaires au 31 décembre 2018 pour 387m€¹⁸ d'EBITDA (8,2% de marge d'EBITDA) ;
- **SSP GROUP PLC**, société anglaise fondée en 2016, exploite des points de vente d'alimentations et de boissons dans les aéroports (64% du chiffre d'affaires), les gares (31% du chiffre d'affaires), les aires de service sur les autoroutes, les hôpitaux, les stades sportifs et les zones commerciales. Elle exploite environ 500 marques directement (HAVEN, UPPER CRUST, CAMDEN FOOD CO, CABIN, RITAZZA) ou sous licence (AJISEN RAMEN, BURGER KING, JAMIE OLIVER, STARBUCKS, YO ! SUSHI) ou sous franchise (MILLIE'S COOKIES, UPPER CRUST, RITAZZA) par l'intermédiaire d'un portefeuille de 2 600 points de vente, notamment des cafés, des sandwicheries, des boulangeries, des restaurants décontractés et des restaurants gastronomiques, situés dans une trentaine de pays au Royaume-Uni (31% du chiffre d'affaires), en Europe (38% du chiffre d'affaires), en Amérique du Nord (17% du chiffre d'affaires), en Asie-Pacifique et au Moyen-Orient. SSP GROUP PLC a réalisé 2 565m£ de chiffre d'affaires pour 291m£ d'EBITDA (11,3% de marge d'EBITDA) ;

¹⁸ Déduction faite des frais de siège de 24m€ pour l'exercice 2018.

- **THE RESTAURANT GROUP PLC**, société anglaise fondée en 1954, est spécialisée dans la détention et la gestion de restaurants et de bars au Royaume-Uni (100% du chiffre d'affaires). Ses marques comprennent FRANKIE & BENNY'S, CHIQUITO, COAST TO COAST, BRUNNING & PRICE, GARFUNKEL'S, FIREJACKS, WAGAMAMA et JOE'S KITCHEN. L'entreprise exploite également des concessions qui offrent des services à table, au comptoir, des sandwicheries, des pubs et des bars dans les aéroports. Au 30 décembre 2018, elle exploitait environ 439 restaurants et 81 pubs. THE RESTAURANT GROUP PLC a réalisé 686m£ de chiffre d'affaires au 30 décembre 2018 pour 88m£ d'EBITDA¹⁹ (12,8% de marge d'EBITDA).

Les principaux agrégats et multiples des sociétés de l'échantillon sont synthétisés dans le tableau ci-dessous :

Figure 25 - Multiples* observés sur les sociétés de l'échantillon

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR) ***	Marge d'EBITDA		xEBITDA		
				2018	2019e	2019e	2020e	2021e
Autogrill S.p.A.**	Italie	5 118	5 617	8,2 %	9,2 %	6,9x	6,4x	6,0x
SSP Group plc	Royaume-Uni	2 880	3 679	11,3 %	11,9 %	10,6x	9,9x	9,3x
The Restaurant Group plc	Royaume-Uni	761	1 142	12,8 %	13,1 %	7,1x	6,4x	5,8x
Moyenne				10,8 %	11,4 %	8,2x	7,6x	7,0x

Source : CAPITAL IQ

* Multiples induits par (i) une Valeur d'Entreprise calculée sur la base du CMPV trois mois au 30 septembre 2019 et d'un nombre moyen d'actions sur trois mois et (ii) des agrégats des comparables calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée.

** La dette financière nette d'AUTOGRILL S.P.A. a été retraitée de l'application de la norme IFRS 16 dans la mesure où le consensus des analystes n'intègre pas l'effet de l'application de cette norme sur l'EBITDA prévisionnel.

*** Valeur d'entreprise calculée sur la base du cours de bourse au 30 septembre 2019.

L'analyse comparative du niveau de marge d'EBITDA moyen actuel des comparables et de celui de GROUPE FLO extériorise des écarts importants, liés notamment aux difficultés de la Société ainsi qu'à des différences de maturité et de taille par rapport aux sociétés retenues.

On peut également relever ici que l'objectif de marge d'EBITDA au terme du plan d'affaires est supérieur aux marges observées sur les comparables, ce qui est de nature à confirmer le caractère ambitieux du plan.

En appliquant les multiples moyens d'EBITDA 2019e, 2020e et 2021e aux agrégats estimés de GROUPE FLO issus du plan d'affaires, et compte tenu des ajustements permettant de passer de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres (décrits ci-avant), la valeur par action GROUPE FLO s'établit entre 0,034€ et 0,129€. Etant toutefois précisé que les résultats extériorisés sur la base des agrégats des exercices 2019e et 2020e ne sont pas représentatifs selon nous, compte tenu du plan de redressement en cours chez GROUPE FLO.

En complément de l'approche usuelle fondée sur le multiple 2021e et afin d'apprécier la valeur à l'issue du plan de redressement, nous avons cherché à déterminer des multiples applicables à l'EBITDA 2024e, c'est-à-dire celui de la dernière année du plan, après le plein effet du redressement financier.

¹⁹ Ajustée (pré charges exceptionnelles).



A cet effet, nous avons, d'une part, appliqué le dernier multiple disponible, soit celui de l'année 2021e, à l'EBITDA 2024e en actualisant la valeur d'entreprise ainsi déterminée, pour tenir compte de l'effet temps, et d'autre part, nous avons procédé à l'extrapolation linéaire des multiples observés sur la période 2019e à 2021e pour déterminer un multiple théorique 2024e.

Il ressort de ces différentes analyses une valeur comprise entre 0,129€ et 0,164€ par action, ces approches alternatives mises en œuvre conduisant à des valeurs supérieures à celles issues de la mise en œuvre usuelle de ce critère détaillée ci-avant.

Sur ces bases, le prix d'Offre fait ressortir des primes de +61,5% sur la valeur de 0,129€ obtenue par l'application du multiple 2021e des comparables à l'agrégat prévisionnel de la même année, et une prime de +26,6% sur la valeur de 0,164€ qui ressort de l'application d'un multiple moyen des comparables extrapolé à l'agrégat 2024e.



6. Analyse et appréciation des observations reçues de la part d'un actionnaire minoritaire

Nous avons été sollicités par les représentants d'un actionnaire minoritaire de GROUPE FLO, que nous avons reçus le 25 septembre 2019. L'actionnaire minoritaire nous a fait part de ses principales observations sur la transaction avec AMIRAL GESTION, sur le prix d'Offre, les décotes qu'il extériorise par rapport au cours de bourse, ainsi que sur le critère du DCF, dans un contexte d'éventuel Retrait Obligatoire.

Nous analysons et apprécions ci-après les observations formulées par cet actionnaire minoritaire.

6.1. Observations relatives à la transaction avec AMIRAL GESTION

L'actionnaire minoritaire remet en cause la pertinence de la référence à la transaction réalisée le 5 août 2019 entre BERTRAND CORP. et AMIRAL GESTION, portant sur 47,7 millions d'actions représentant 6,2% du capital de GROUPE FLO, pour deux principales raisons.

Il considère que la cession de ce bloc significatif sur le marché aurait été difficile pour AMIRAL GESTION, compte tenu du faible niveau de flottant et de rotation sur le titre GROUPE FLO (le bloc représentait 21% du flottant de la Société). Selon l'actionnaire minoritaire, cette situation aurait permis à GROUPE BERTRAND de négocier des termes plus favorables et en déduit que le prix de cette transaction intègre une décote d'illiquidité.

Par ailleurs, l'actionnaire minoritaire relève qu'AMIRAL GESTION s'est vu consentir un « complément de prix » qui serait versé en cas de dépôt par GROUPE BERTRAND d'une offre publique à un prix supérieur à 0,208€ dans les 6 mois suivants la transaction, à savoir jusqu'au 5 février 2020.

Sur la décote d'illiquidité alléguée

Sur la base des informations dont nous disposons, nous n'identifions pas d'élément permettant de considérer que la transaction n'a pas été librement négociée entre parties indépendantes. A notre connaissance, il n'existait pas d'obligation de vendre pour AMIRAL GESTION dont le fonds n'est pas en phase extinctive.

Il est un fait qu'une cession de bloc dans un marché peu liquide comme celui du titre GROUPE FLO peut intégrer une décote d'illiquidité dans certains cas, mais il est également un fait qu'une cession de bloc significative peut être réalisée avec une prime dans d'autres cas. Au cas d'espèce, AMIRAL GESTION était le deuxième actionnaire après GROUPE BERTRAND et il n'existe donc pas d'élément objectif justifiant, selon nous, de considérer une décote ou une prime au titre de cette transaction.

Nous relevons en revanche que le prix de cette transaction correspond au cours de bourse moyen pondéré par les volumes 60 jours qui constitue une référence usuelle, sans application de prime ou de décote.



Sur le caractère variable du prix de la transaction

La clause de complément de prix considérée (ou « *top up* ») est usuelle, et permet à AMIRAL GESTION d'être traité de la même manière que les autres actionnaires auxquels une offre est proposée.

Il est rappelé ici que l'Initiateur a pris l'engagement de ne pas déposer une nouvelle offre publique visant la Société jusqu'au 5 février 2020, à l'issue de la présente Offre. À notre connaissance, il n'existe aucune autre forme de complément ou d'ajustement de prix.

Par conséquent, AMIRAL GESTION et les actionnaires qui apporteront à la présente Offre bénéficieront du même prix.

Cette transaction constitue dès lors une référence examinée dans le cadre de notre approche multicritères.

6.2. Observations relatives à l'analyse du cours de bourse

Sur la base de son analyse du cours de bourse, l'actionnaire minoritaire fait le constat que le prix d'offre est systématiquement inférieur aux moyennes de cours de bourse préalables à l'annonce et extériorise des décotes comprises entre -1,0% par rapport au cours de bourse du jour de l'annonce, le 5 août 2019, et de -15,8% sur la base du cours moyen sur deux ans, soit depuis le 5 juillet 2017.

L'actionnaire minoritaire observe également que, depuis l'annonce de l'Offre, le cours de bourse s'est maintenu constamment au-dessus du prix proposé de 0,208€ et qu'un actionnaire a récemment franchi le seuil de 5% du capital à la hausse, comme nous l'avons également relevé en partie §5.2.2 du présent rapport.

Nous relevons tout d'abord que l'analyse mise en œuvre par le minoritaire repose sur une moyenne des cours de clôture, et non pas sur les cours moyens, et ne prend pas en compte les volumes échangés. La référence considérée par l'actionnaire minoritaire n'est donc pas représentative de l'ensemble des volumes traités mais uniquement d'une faible partie. En pratique, il convient de considérer les cours moyens pondérés par les volumes, afin de couvrir l'ensemble des volumes traités, après s'être assuré du caractère représentatif de cette référence au regard du flottant et des volumes échangés, comme cela est présenté en partie §5.4.2 du présent rapport :

« Le prix d'Offre est égal aux cours moyens pondérés par les volumes 60 jours et extériorise une décote de -1,0% par rapport au cours de clôture à la veille de l'annonce, soit le 5 août 2019. Il fait ressortir une prime de +1,8% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 mois, et une décote de -7,8% et -8,4% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 6 mois et 12 mois.

Pour rappel, dans la mesure où le niveau de liquidité du cours est limité, où le titre ne fait pas l'objet d'une couverture par les analystes financiers et où la Société ne publie pas de guidance, l'analyse du cours de bourse est présentée en ce qu'il constitue une référence de marché observable, mais il ne peut pas être considéré qu'il reflète la valeur fondamentale de la Société, au cas d'espèce. »



De plus, en l'absence de suivi par des analystes financiers, nous n'identifions pas d'analyse objective et complète permettant de rationaliser le cours de bourse et son évolution.

S'agissant du cours moyen depuis l'annonce de l'Offre, nous avons relevé que le cours moyen pondéré par les volumes s'établit, au 30 septembre 2019, à 0,211€ par action, soit un niveau légèrement supérieur au prix d'Offre (+1,38%).

6.3. Observations relatives à l'absence de prime dans le cadre du Retrait Obligatoire

L'actionnaire minoritaire relève à plusieurs reprises que le Prix d'Offre ne fait apparaître aucune prime sur le cours de bourse contrairement aux opérations de Retrait Obligatoire réalisées en 2018 et 2019 qu'il identifie.

Les analyses produites extériorisent des primes entre +0,9% et +300%. L'importance même de l'écart observé montre l'absence d'usage partagé en la matière, chaque situation étant particulière. En considérant que le cours de bourse constitue une référence significative, ce qui doit être établi, les primes payées peuvent refléter des primes de contrôle ou des synergies attendues par l'initiateur, ce qui n'est pas le cas dans la présente Offre, ainsi que cela a été développé auparavant.

6.4. Observations relatives à l'appréciation du prix d'Offre sur la base du seul critère de l'actualisation des flux futurs de trésorerie

L'actionnaire minoritaire observe que l'appréciation du prix d'Offre sera réalisée essentiellement sur la base du critère du DCF dont les résultats dépendent de paramètres d'évaluation discutables et du plan d'affaires communiqué par la Société qui est contrôlée par l'Initiateur ce qui serait de nature à créer une situation « potentiellement très sensible ».

Sur l'appréciation du plan d'affaires

La revue du plan d'affaires fait partie des diligences explicites de l'expert indépendant tel que cela ressort de la Recommandation 2006-15 de l'AMF.

Le critère du DCF assis sur le plan d'affaires permet de fixer une valeur intrinsèque intégrant les objectifs du management dont le résultat est généralement supérieur à celui des autres méthodes d'évaluation mises en œuvre. Au cas d'espèce, le résultat du DCF est effectivement supérieur à l'approche patrimoniale fondée sur une réévaluation des fonds de commerce et de la marque ainsi qu'au résultat de l'approche par les comparables boursiers.

Il résulte de notre revue critique du plan d'affaires que celui-ci intègre les ambitions du management et de l'actionnaire de contrôle en s'inscrivant clairement dans un scénario de redressement rapide de GROUPE FLO conduisant à des marges significatives supérieures à celles observées pour les comparables identifiés.

Nous renvoyons à notre analyse du plan de redressement et de ses conséquences sur les marges de GROUPE FLO pour plus de détails (cf.§5.4.1.2). Ainsi, sur la base de nos analyses, le plan d'affaires constitue une base sérieuse pour apprécier la pleine valeur intrinsèque de la Société dans l'hypothèse du succès de son redressement.



Sur les paramètres d'évaluation retenus

Le paramètre « technique » le plus sensible est le taux d'actualisation. Sans revenir sur les détails de son calcul, retenir un taux d'actualisation de 9,21% pour valoriser le plan de redressement ambitieux d'un groupe encore déficitaire nous semble favorable à l'actionnaire minoritaire, comme cela est développé en partie §5.4.1.3 du présent rapport.

En synthèse, et dans le contexte de la présente Opération, nous avons cherché à privilégier les hypothèses maximisant la valeur intrinsèque afin que cette dernière soit représentative de la pleine valeur attribuable à la Société.

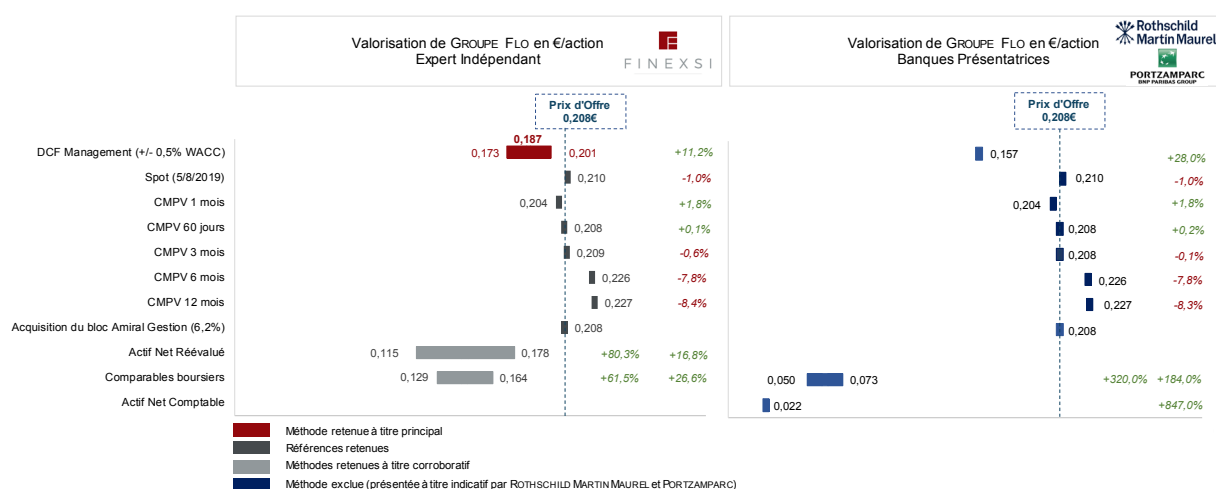
7. Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les Banques Présentatrices

ROTHSCHILD MARTIN MAUREL agissant en tant que Banque Présentatrice et PORTZAMPARC en tant que Banque Présentatrice et Garante, ont préparé les éléments d'appréciation des termes de l'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants de ROTHSCCHILD MARTIN MAUREL en charges de l'évaluation pour échanger sur les méthodes et références d'évaluation retenues, et avons obtenu leur rapport d'évaluation.

Les résultats de nos travaux respectifs sont synthétisés ci-dessous :

Figure 26 - Comparaison des valorisations en €/action établies par FINEXSI, ROTHSCCHILD MARTIN MAUREL et PORTZAMPARC



Source : analyses FINEXSI, ROTHSCCHILD MARTIN MAUREL et PORTZAMPARC

7.1. Méthodes et références d'évaluation

Pour la valorisation de GROUPE FLO, les Banques Présentatrices ont retenu les méthodes et références suivantes : la transaction constituée de l'achat du bloc de 6,2% du capital de GROUPE FLO par l'Initiateur, l'actualisation des flux de trésorerie disponibles basée sur le plan d'affaires du management, la méthode des comparables boursiers et l'actif net comptable. FINEXSI a retenu les mêmes méthodes sauf l'actif net comptable pour les raisons évoquées ci-avant, mais a retenu en plus l'actif net réévalué dans la mesure où une approche de valorisation patrimoniale de la Société apparaissait pertinente au cas d'espèce.

Les Banques Présentatrices, tout comme FINEXSI, ont écarté l'approche par actualisation des dividendes, la méthode des transactions comparables et les objectifs de cours des analystes.



7.2. Mise en œuvre des différents critères

7.2.1. Données de référence

Ajustements et passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres

Les Banques Présentatrices ont retenu pour le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres un montant total d'ajustements de -40,6m€ sur la base des résultats du premier semestre 2019 publiés avant annonce de l'Offre. Pour sa part, FINEXSI a retenu un montant de -8,8m€ au 30 juin 2019. Les principales différences sont présentées ci-après :

- D'autres actifs financiers sont retenus par FINEXSI d'un montant de 8,2m€, correspondant aux prêts effort constructions (7,7m€) ainsi qu'aux dépôts et cautionnements (0,4m€) au 30 juin 2019 ;
- Des créances de Crédit d'Impôt pour la Compétitivité et l'Emploi (CICE) sont à recevoir de l'Etat pour un montant de 11,1m€ pour FINEXSI et de 4,3m€ pour ROTHCHILD MARTIN MAUREL et PORTZAMPARC ;
- Des provisions pour risques et charges nettes d'impôt (-3,6m€) correspondant aux provisions pour risques et charges telles qu'elles ressortent des comptes consolidés de la Société au 30 juin 2019 pour FINEXSI, et un montant avant économie d'impôts de -4,6m€ pour les Banque Présentatrices ;
- Des engagements de retraite nets d'impôts pour FINEXSI d'un montant après impôt de -3,0m€ et d'un montant avant impôt de -4,0m€ pour ROTHCHILD MARTIN MAUREL et PORTZAMPARC ;
- De la valeur des économies d'impôts futurs liées aux déficits reportables actualisée au coût moyen pondéré du capital, en fonction de leur horizon de consommation probable sur la base des prévisions du management d'un montant de 15,1m€ pour FINEXSI, et dont l'intégralité de l'effet est simulée directement dans les flux futurs dans le cadre de l'approche intrinsèque par les Banques Présentatrices.

Nombre d'actions retenu

Les Banques Présentatrices, tout comme FINEXSI, ont retenu un nombre d'actions de 765 157 113 actions correspondant au nombre d'actions émises par GROUPE FLO, en l'absence d'actions auto-détenues et de plans d'options dans la monnaie.

7.2.2. Analyse du cours de bourse

L'analyse du cours de bourse présentée par ROTHCHILD MARTIN MAUREL et PORTZAMPARC à titre indicatif n'appelle pas de remarque particulière de notre part.

À noter que les Banques Présentatrices, tout comme FINEXSI, mènent une analyse de liquidité sur les cours moyens pondérés par les volumes de manière continue (« *intraday* ») du titre GROUPE FLO sur une période d'un mois, deux mois, trois mois, six mois et douze mois précédant l'Offre.



7.2.3. L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Analyse du plan d'affaires

ROTHSCHILD MARTIN MAUREL et PORTZAMPARC, tout comme FINEXSI, ont utilisé le plan d'affaires pour la période 2019-2024 établi par la Société à partir du budget 2019 approuvé par le Conseil d'Administration, et mis à jour en juillet 2019.

Les Banques Présentatrices n'ont pas procédé à des ajustements de ce plan d'affaires et maintenu des variations négatives du besoin en fonds de roulement tandis que FINEXSI, en l'absence d'analyse et de visibilité sur les conséquences du changement de modèle prévu de la Société, a considéré une variation du besoin en fonds de roulement nulle sur l'horizon du plan d'affaires et en flux normatif.

Analyse de la Valeur Terminale

ROTHSCHILD MARTIN MAUREL et PORTZAMPARC ont retenu un taux de croissance à l'infini de +1,0% en ligne avec les prévisions d'inflation long-terme en France et la croissance estimée du secteur de la Restauration traditionnelle de chaîne en France. Quant à FINEXSI, un taux de croissance à l'infini de +1,5% est retenu sur la base de l'analyse des taux de croissance moyens observés sur le marché de la Restauration Commerciale Hors Domicile.

Dans les travaux de ROTHSCHILD MARTIN MAUREL et de PORTZAMPARC, la valeur terminale actualisée représente 68,0% de la valeur d'entreprise, contre 74,4% pour FINEXSI.

Analyse du calcul du Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC)

Les Banques Présentatrices retiennent un coût moyen pondéré du capital de 9,6%, plus élevé que celui retenu par FINEXSI (9,2%). Les principales différences menant à cet écart sont synthétisées ci-après :

- Les Banques Présentatrices ont retenu un taux sans risque de 0,5% calculé par rapport à la moyenne un an des Obligations Assimilables au Trésor (OAT) françaises d'échéance dix ans (Source : FACTSET, 5 août 2019). FINEXSI a retenu un taux sans risque de 0,35% correspondant à la moyenne un an de l'OAT dix ans (Source : *Banque de France*, septembre 2019) ;
- Une prime de risque du marché actions de 8,44% correspondant à la moyenne entre la moyenne un an des primes de marché actions selon BLOOMBERG (9,74%, 5 août 2019) et la prime de marché actions selon *Associés En Finance* (7,14%, juin 2019) pour les Banques Présentatrices. FINEXSI a retenu 7,14% correspondant à la moyenne un an (Source : *Associés en Finance*) ;
- Les Banques Présentatrices ont retenu un bêta correspondant à la moyenne du bêta de la Société sur un an et de la moyenne des bêtas des sociétés comparables présentées ci-après. FINEXSI a retenu le bêta de la Société. Nous avons retenu le *gearing* de la Société de 16%, là où les Banques Présentatrices ont retenu un *gearing* cible de 30% ;



- Un coût de la dette avant impôt de 4,0% est retenu par ROTHSCHILD MARTIN MAUREL et PORTZAMPARC. FINEXSI a retenu 4,5% avant impôt correspondant aux intérêts versés sur les dettes financières brutes de l'exercice 2018 ;
- ROTHSCHILD MARTIN MAUREL et PORTZAMPARC ont retenu une prime de risque additionnelle de 1,0% pour tenir compte de la taille inférieure de la Société par rapport à ses comparables et du risque généré par la réorganisation en cours.

Analyse des sensibilités et résultats

Au-delà des analyses de sensibilité habituelles, FINEXSI a appréhendé la valeur de la Société en fonction de la sensibilité à l'accroissement du chiffre d'affaires *post-rénovation* (entre -10% et +10%, étant précisé qu'une telle hausse apparaît difficilement réalisable compte tenu des résultats observés des rénovations opérées en 2018 et au premier semestre 2019), ainsi qu'au rythme d'ouverture de nouveaux restaurants en franchise entre 2020 et 2024 (entre -/+ quatre restaurants par an).

Les différences évoquées ci-avant conduisent à un écart de valorisation entre la valeur centrale obtenue par ROTHSCHILD MARTIN MAUREL et PORTZAMPARC (0,157€) et celle de FINEXSI (0,187€).

7.2.4. Méthode des comparables boursiers

Les Banques Présentatrices ont retenu un échantillon de quatre sociétés, dont trois anglaises SSP GROUP, WHITBREAD et THE RESTAURANT GROUP, ainsi qu'une italienne AUTOGRILL S.P.A.

Quant à FINEXSI, bien que la société WHITBREAD ait une activité de restauration, elle n'a pas été retenue compte tenu de son activité d'hôtellerie.

Tout comme FINEXSI, les Banques Présentatrices ont retenu les multiples d'EBITDA comme multiples de référence.

En complément, FINEXSI a procédé à des analyses sur la base de l'extrapolation de multiples applicables à l'EBITDA 2024e, et a exclu les multiples 2019e et 2020e, ces années étant considérées non représentatives pour GROUPE FLO dans un contexte de redressement.

Il en résulte des fourchettes de valorisation comprises entre 0,050€ et 0,073€ pour les Banques Présentatrices, et comprises entre 0,129€ et 0,164€ par action pour FINEXSI.



8. Accords connexes

Nous n'avons connaissance d'aucun accord connexe qui serait conclu avec un actionnaire de la Société.

Le projet de note d'information indique « *que hormis le contrat de cession relatif au Transfert de Bloc décrit à la Section 1.2.1 (« Contexte de l'Offre ») du Projet de Note d'Information, le cas échéant, l'Initiateur n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, et l'Initiateur n'a pas connaissance de l'existence d'un tel accord* ».

Contrat d'acquisition des titres entre BERTRAND CORP. et AMIRAL GESTION

Nous avons obtenu le contrat d'acquisition par lequel BERTRAND CORP. a acquis hors marché le 5 août 2019, 6,24% du capital de GROUPE FLO auprès d'AMIRAL GESTION au prix de 0,208€ par action.

Nous observons que cette transaction est réalisée à un prix identique à celui proposé dans le cadre de la présente Offre et ne contient aucune clause de révision ou d'ajustement du prix unitaire de 0,208€, en dehors de l'ajustement du prix d'acquisition en cas de lancement d'une offre publique à un prix supérieur dans les 6 mois.

L'Initiateur ayant pris l'engagement de ne pas déposer une autre offre publique visant la Société avant le terme de la période couverte par la clause de « *top up* », soit d'ici au 5 février 2020, cette clause ne trouve donc pas à s'appliquer et AMIRAL GESTION et les actionnaires qui apporteront à la présente Offre bénéficieront du même prix.

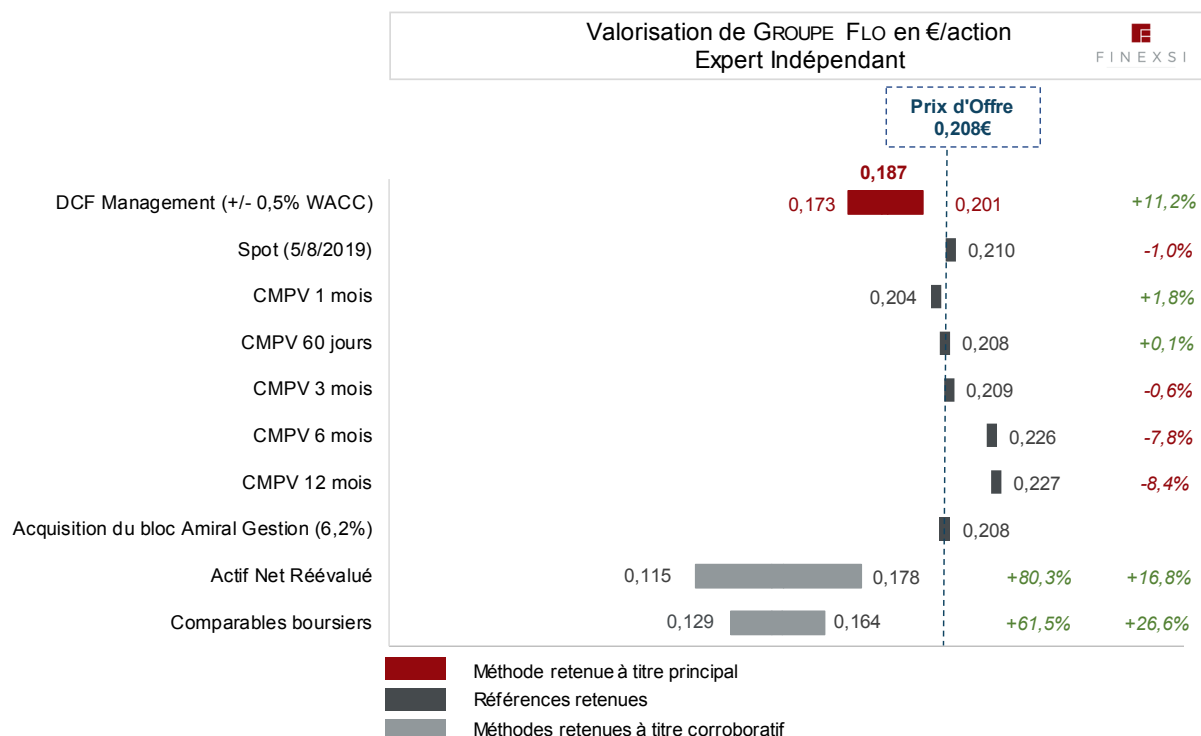
Nous avons, de plus, obtenu la confirmation de GROUPE BERTRAND qu'il n'existe pas d'autre accord avec AMIRAL GESTION que le *Share Purchase Agreement*.

Par conséquent, nous n'avons pas identifié d'accords ou d'opérations connexes susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

9. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable des prix d'Offre

9.1. Synthèse de nos travaux d'évaluation

Figure 27 - Conclusion des valorisations en €/action établies par FINEXSI



Source : analyses FINEXSI

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

En ce qui concerne l'actionnaire de GROUPE FLO

La présente Offre facultative, éventuellement suivie d'un Retrait Obligatoire, est proposée à l'ensemble des actionnaires de GROUPE FLO à un prix de 0,208€ par action, identique au prix de la transaction AMIRAL GESTION. Ce prix correspond, dans les faits, à la référence usuelle du cours de bourse moyen pondéré 60 jours. Elle donne donc, aux actionnaires qui le souhaitent, un accès immédiat à la liquidité sur la totalité de leurs actions aux mêmes conditions qu'AMIRAL GESTION, c'est-à-dire à un niveau proche du cours de bourse observé sur la période précédant l'Offre.

Ce prix extériorise une prime de +11% sur la valeur intrinsèque, issue du plan d'affaires de retournement ambitieux du management intégrant déjà les synergies opérationnelles, mises en œuvre depuis la prise de contrôle par GROUPE BERTRAND en 2017. Sur ces bases, le prix d'Offre donne la pleine valeur sans avoir à supporter le risque d'exécution de ce plan d'affaires.

Le résultat de cette approche est conforté par les approches patrimoniales et analogiques mises en œuvre à titre corroboratif.



En ce qui concerne les accords connexes

L'examen du *Share Purchase Agreement* visant l'acquisition du bloc AMIRAL GESTION n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause le caractère équitable de la présente Offre d'un point de vue financier.

A notre connaissance il n'existe pas d'accord connexe qui serait conclu avec un actionnaire de la Société.

En conséquence, dans le contexte actuel, et sur la base de ces éléments d'appréciation, nous sommes d'avis que le prix d'Offre et l'indemnité prévue dans le cadre du Retrait Obligatoire de 0,208€ par action sont chacun équitables d'un point de vue financier pour l'actionnaire de GROUPE FLO.

Fait à Paris le 3 octobre 2019

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Lucas ROBIN
Associé

Olivier PERONNET
Associé

PJ : Annexe unique



10. Annexe

10.1. Présentation de FINEXSI et Déroulement de la mission

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER :

L'activité de FINEXSI E&CF s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'ORDRE DES EXPERTS COMPTABLES et la COMPAGNIE NATIONALE DES COMMISSAIRES AUX COMPTES. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs dont l'essentiel à un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 18 derniers mois :

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) Présentatrice(s)	Opération
mars-18	Euler Hermes	Allianz	Rothschild & Co / Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
mars-18	Ubisoft	Ubisoft	JP Morgan / Lazard	Rachat de ses titres
nov.-18	GFI	Mannai Corporation	Crédit Agricole CIB	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire
janv.-19	Parrot	Horizon	Rothschild & Co	Offre Publique d'Achat
janv.-19	Soft Computing	Publicis Group	Oddo	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
mars-19	Stallergenes Greer	Ares Life Sciences	N/a	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire

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

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.



Montant de la rémunération perçue :

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 110k€, hors taxes, frais et débours.

Description des diligences effectuées :

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- 1** - Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission ;
- 2** - Identification des risques et orientation de la mission ;
- 3** - Collecte des informations et des données nécessaires à la mission ;
- 4** - Appréciation du contexte de l'Offre :
 - Compréhension du processus ayant conduit à la réalisation de la transaction ;
 - Echange avec l'établissement présentateur ;
 - Prise de connaissance d'analyses sectorielles afin de mieux appréhender le marché et l'activité de la cible.
- 5** - Analyse de la transaction et de la documentation juridique liée, et le contrat d'acquisition du bloc ;
- 6** - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de GROUPE FLO ;
- 7** - Revue du plan d'affaires du management et modélisation ;
- 8** - Analyse du cours de bourse :
 - Analyse du flottant et de la liquidité ;
 - Analyse de l'évolution du cours et de la volatilité.
- 9** - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs ;
- 10** - Mise en œuvre des méthodes analogiques :
 - Comparables boursiers (mise en œuvre mais retenue à titre secondaire) ;
- 11** - Obtention de la lettre d'affirmation du représentant de la Société ;
- 12** - Analyse de la note d'information et du rapport d'évaluation de l'établissement Présentateur ;
- 13** - Revue indépendante ;
- 14** - Rédaction du rapport.



Calendrier de l'étude :

9 septembre 2019	Désignation de FINEXSI comme expert indépendant par le Conseil d'Administration de GROUPE FLO. Prise d'informations sur l'Opération.
10 septembre 2019	Prise de connaissance du plan d'affaires de la Société et début des travaux de valorisation.
12 septembre 2019	Réunion de présentation de l'Opération avec ROTHSCHILD MARTIN MAUREL, Banque Présentatrice.
16 septembre 2019	Réunion de travail avec JOËL LE BIHAN (Directeur Administratif et Financier de GROUPE FLO) et ALEXANDRE BASSEUR (Directeur Administratif et Financier de BERTRAND RESTAURATION) et ROTHSCHILD MARTIN MAUREL.
19 septembre 2019	Première réunion avec les membres du comité ad'hoc et HUGO DIENER (Avocat Associé de DARROIS VILLEY MAILLOT BROCHIER) sur le cadre de notre intervention.
20 septembre 2019	Réunion de travail avec Monsieur OLIVIER GRUMBACH (Directeur Général Délégué de GROUPE BERTRAND) et ROTHSCHILD MARTIN MAUREL.
25 septembre 2019	Rencontre d'un actionnaire minoritaire ayant souhaité nous rencontrer pour nous communiquer son avis sur les modalités de l'OPA.
25 septembre - 1 octobre 2019	Travaux d'analyse des données historiques, analytiques et prévisionnelles avec la direction financière ainsi que des cessions réalisées.
1 octobre 2019	Deuxième réunion avec les membres du comité ad'hoc sur l'avancement des travaux et présentation des résultats préliminaires de nos travaux de valorisation.
30 septembre - 1 octobre 2019	Revue indépendante.
3 octobre 2019	Obtention des lettres d'affirmation.
3 octobre 2019	Présentation de nos conclusions et de notre rapport au comité <i>ad'hoc</i> .
3 octobre 2019	Présentation de nos conclusions et de notre rapport au Conseil d'Administration de GROUPE FLO.



Liste des personnes rencontrées ou contactées :

Dans la mesure où GROUPE FLO est contrôlé par GROUPE BERTRAND avec des dirigeants communs, les échanges concernant la stratégie de la Société et l'opération ont été réalisés avec les représentants des deux sociétés.

GROUPE FLO :

- Monsieur Joël LE BIHAN, Directeur Administratif et Financier ;

Comité ad'hoc de GROUPE FLO

- Madame Christine DE GOUVION SAINT-CYR, administrateur indépendant ;
- Madame Bénédicte HAUTEFORT, administrateur indépendant ;
- Madame Dominique ESNAULT, administrateur indépendant ;

GROUPE BERTRAND :

- Monsieur Olivier GRUMBACH, Directeur Général Délégué ;
- Monsieur Alexandre BASSEUR, Directeur Administratif et Financier de BERTRAND RESTAURATION ;

ROTHSCHILD & CIE, Conseil Financier de l'Initiateur et ROTHSCHILD MARTIN MAUREL, Banque Présentatrice de l'Offre :

- Monsieur Maxime LECLERCQ, Director (M&A) ;
- Monsieur Antoine PHILIP, Associate (M&A) ;
- Monsieur Loïc LE BRETON, Analyst (M&A) ;

DARROIS VILLEY MAILLOT BROCHIER, cabinet d'Avocat :

- Monsieur Hugo DIENER, Partner ;
- Madame Ioana NICOLAS, Senior Associate ;
- Monsieur Maxime WACH, Associate ;

LATHAM & WATKINS, cabinet d'Avocat :

- Madame Sharon MITZ, Associate.

Sources d'information utilisées :

Informations communiquées par les différentes parties prenantes :

- Etats financiers consolidés du premier semestre 2019 de GROUPE FLO ;
- Plan d'affaires mis en place par le management et validé par le comité stratégique de GROUPE FLO et tous les documents annexés pour sa bonne compréhension ;
- Rapport d'évaluation de GROUPE FLO de la Banque Présentatrice, ROTHSCHILD MARTIN MAUREL ;
- Contrat d'acquisition du bloc par GROUPE BERTRAND auprès d'AMIRAL GESTION ;
- Projet de note d'information ;



- Projet de note en réponse.

Informations de marché :

- Documents de référence des quatre derniers exercices clos ;

Base de données :

- EURONEXT ;
- CAPITAL IQ ;
- MERGERMARKET ;
- EPSILON.

Personnel associé à la réalisation de la mission :

Les signataires, Olivier PERONNET et Lucas ROBIN, ont été assistés de Georges WINDSOR (Manager), et Arthur LANDES (Analyste).

La revue indépendante a été effectuée par Olivier COURAU, Associé du cabinet FINEXSI.