

PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RACHAT INITIÉE PAR



PAR ECHANGE PORTANT SUR SES PROPRES ACTIONS CONTRE DES ACTIONS
FRANÇAISE DES JEUX DETENUES EN PORTEFEUILLE

présentée par



établissement présentateur, garant et conseil financier

Parité de l'Offre : 4 actions Française des Jeux pour 1 action IDSUD

Durée de l'Offre : 20 jours calendaires minimum

AVIS IMPORTANT

L'offre publique de rachat sera ouverte, conformément aux dispositions de l'article 231-32 du règlement général de l'AMF et des articles R. 225-153 et R. 225-154 du Code de commerce, postérieurement à (i) la diffusion par IDSUD d'un communiqué, indiquant que la résolution nécessaire à la réduction du capital par voie de rachat et annulation d'actions a été valablement adoptée par l'assemblée générale mixte des actionnaires d'IDSUD du 30 juin 2021 et que la condition suspensive prévue par cette résolution, relative à l'obtention par la famille Luciani auprès de l'AMF d'une décision de dérogation, devenue irrévocable, la dispensant de l'obligation de déposer une offre publique d'achat, est satisfaite, et (ii) la publication par la Société des avis d'achat dans un journal d'annonces légales et au Bulletin des Annonces Légales Obligatoires.



Le présent projet de note d'information a été établi et déposé auprès de l'AMF le 1^{er} juin 2021 conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-16 et 231-18 du règlement général de l'AMF.

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

Le présent projet de note d'information est disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur un site internet dédié (<https://www.opra-idsud.com>) et peut être obtenu sans frais auprès d'IDSUD (3, Place Général de Gaulle, 13001 Marseille) et Banque Hottinguer (63, rue de la Victoire, 75009 Paris).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'IDSUD sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de rachat selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIÈRES

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	5
1.1.	Introduction	5
1.2.	Motifs de l'Offre et intentions de la Société	5
1.2.1.	Motifs de l'Offre.....	5
1.2.2.	Situation de la Famille Luciani.....	6
1.2.3.	Répartition du capital et des droits de vote de la Société.....	7
1.3.	Intentions de la Société pour les douze mois à venir	8
1.3.1.	Stratégie et orientation en matière d'activité.....	8
1.3.2.	Intentions de la Société en matière d'emploi et de composition des organes sociaux et de direction	8
1.3.3.	Composition des organes sociaux et de direction.....	8
1.3.4.	Politique de distribution de dividendes	8
1.3.5.	Statut juridique de la Société et structure du groupe	8
1.3.6.	Intention concernant la cotation des actions de la Société à l'issue de l'Offre	8
1.3.7.	Synergies, gains économiques et perspective d'une fusion	8
2.	CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE.....	8
2.1.	Conditions de l'Offre.....	8
2.2.	Termes de l'Offre	9
2.3.	Titres visés par l'Offre	9
2.3.1.	Instruments financiers donnant accès au capital de la Société.....	9
2.4.	Mécanisme de réduction	9
2.5.	Modalités de l'Offre	10
2.6.	Procédure d'apport à l'Offre.....	11
2.7.	Règlement du prix – Annulation des actions rachetées	11
2.8.	Calendrier indicatif de l'Offre	11
2.9.	Coûts et Financement de l'Offre.....	14
2.10.	Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière d'IDSUD .	14
2.10.1.	Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote	14
2.10.2.	Incidence sur les comptes d'IDSUD	15
2.10.3.	Incidence sur la capitalisation boursière	16
2.11.	Intention des membres du conseil de surveillance	16
2.12.	Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'offre ou son issue - Engagement des principaux actionnaires de la Société	17

2.13.	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	17
2.14.	Régime fiscal de l'Offre	18
2.14.1.	Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel dans les mêmes conditions qu'un professionnel	18
2.14.2.	Actionnaires personnes morales résidents fiscaux de France et assujettis à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun	21
2.14.3.	Actionnaires non-résidents fiscaux de France	22
2.14.4.	Autres actionnaires	23
2.14.5.	Droits d'enregistrement - Taxe sur les transactions financières	23
2.15.	Nombre, provenance et caractéristiques des actions Française des Jeux (FDJ) à remettre dans le cadre de l'Offre.....	24
2.15.1.	Présentation de FDJ	24
2.15.2.	Nombre d'actions Française des Jeux à remettre dans le cadre de l'Offre	25
2.15.3.	Place de cotation des actions Française des Jeux.....	25
2.15.4.	Caractéristiques des actions Française des Jeux à remettre dans le cadre de l'Offre	25
3.	ÉLÉMENTS D'APPRECIATION DE LA PARITÉ D'ÉCHANGE OFFERTE	25
3.1.	Méthodologie d'évaluation	26
3.1.1.	Méthodes et références d'évaluation retenues	26
3.1.2.	Méthodes ou références d'évaluation écartées.....	26
3.1.3.	Données financières	28
3.2.	Référence aux cours de bourse (<i>A titre indicatif</i>).....	28
3.3.	Actif net réévalué ("ANR")	29
3.3.1.	Évaluation de la participation dans FDJ	29
3.3.2.	Évaluation de IDSUD Energies	31
3.3.3.	Évaluation de IDSUD Voyages.....	36
3.3.4.	Évaluation de IDSUD Change	37
3.3.5.	Évaluation des autres participations non cotées.....	40
3.3.6.	Évaluation de l'immeuble situé à Marseille.....	41
3.4.	Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.....	41
3.4.1.	Décote de holding.....	41
3.4.2.	Endettement financier net.....	42
3.5.	Synthèse de la valorisation par actif net réévalué.....	43
3.6.	Synthèse des éléments d'appréciation de la Parité d'Échange	43
4.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT.....	44
5.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE D'IDSUD.....	91

6. INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIETE	93
7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION	93

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1. Introduction

IDSUD, société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 10.000.000 €, dont le siège social est situé 3 place du Général de Gaulle, 13001 Marseille et dont le numéro d'immatriculation est le 057 804 783 RCS Marseille ("**IDSUD**" ou la "**Société**"), dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Growth sous le code ISIN FR0000062184, offre à ses actionnaires de leur racheter un maximum de 536.503 actions de la Société (représentant, à la date des présentes 59,74% du capital social et 43,63 % des droits de vote théoriques de la Société) dans le cadre d'une offre publique de rachat d'actions par voie d'échange contre des actions Française des Jeux, société anonyme dont le siège social est situé 3-7 Quai du Point du Jour 92100 Boulogne-Billancourt et dont le numéro d'immatriculation est le 315 065 292 RCS Nanterre, dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris sous le code ISIN FR0013451333 (la "**Française des Jeux**" ou "**FDJ**"), qu'elle détient en portefeuille, selon la parité de 4 actions Française des Jeux pour 1 action IDSUD, en vue de leur annulation, en application des articles L. 225-204 et L. 225-207 du Code de commerce (l'"**Offre**").

Cette Offre est régie par les dispositions du titre III du livre II et plus particulièrement des articles 233-1 5° et suivants du règlement général de l'AMF.

L'approbation de la réduction de capital non motivée par des pertes induite par l'Offre est soumise à l'approbation de l'Assemblée Générale Extraordinaire des actionnaires qui sera appelée à se tenir le 30 juin 2021 (l'"**Assemblée Générale Extraordinaire**").

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par la Banque Hottinguer (l'"**Établissement Présentateur**"), laquelle garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société dans le cadre de l'Offre.

1.2. Motifs de l'Offre et intentions de la Société

1.2.1. Motifs de l'Offre

IDSUD offre à ses actionnaires - autres que la Famille Luciani (tel que ce terme est défini à la Section 1.2.2) - de leur racheter un maximum de 536.503 actions de la Société (représentant, à la date des présentes 59,74 % du capital social et 43,63 % des droits de vote théoriques de la Société) dans le cadre d'une offre publique de rachat d'actions par voie d'échange contre des actions Française des Jeux qu'elle détient en portefeuille, selon la parité de 4 actions Française des Jeux pour 1 action IDSUD.

Après des investissements réguliers depuis quelques années, le développement de la filiale IDSUD Energie ("**IDSUD Energie**") par la Société a connu de récents développements avec l'obtention de contrats auprès de grands donneurs d'ordres. La Société considère que la croissance de cette activité doit encore être soutenue pendant 2 / 3 ans avant d'atteindre son rythme de croisière. En conséquence, elle souhaite continuer à consacrer ses ressources au développement de cette activité.

Dans ce contexte, l'Offre constitue une opportunité de liquidité offerte aux actionnaires sur une base égalitaire leur permettant de céder tout ou partie de leurs actions à un prix représentant une prime de 95,0 % par rapport au cours de clôture au 20 mai 2021, dernier

jour de négociation précédant la suspension du cours de la Société en prévision de l'annonce de l'Offre, si ceux-ci ne souhaitent pas accompagner la Société dans le développement de l'activité Energie. Les actionnaires apportant à l'Offre détiendront des titres FDJ dont la liquidité est beaucoup plus importante que celle de la Société (rotation 1 mois sur capital du titre FDJ environ 5 fois plus élevée que celle de la Société).

Cette Offre ne remet pas en cause la capacité de la Société à financer sa croissance organique.

1.2.2. Situation de la Famille Luciani

Madame Marie-Thérèse Luciani et Monsieur Jérémie Luciani (ensemble, la "**Famille Luciani**") qui détiennent, en indivision, 356.048 actions de la Société représentant 39,64 % du capital et 55,93 % des droits de vote théoriques de la Société, n'envisagent pas d'apporter ces actions à l'Offre.

Madame Marie-Thérèse Luciani a fait part de son intention de ne pas apporter à l'Offre l'action de la Société qu'elle détient en pleine propriété.

Monsieur Jérémie Luciani a fait part de son intention d'apporter à l'Offre les 31.472 actions de la Société qu'il détient en pleine propriété, représentant 3,50 % du capital et 3,90 % des droits de vote théoriques de la Société, dans une logique de diversification de son patrimoine.

La Famille Luciani est donc susceptible de se retrouver en situation d'offre publique obligatoire à raison du franchissement du seuil de 50 % en capital consécutivement à l'annulation des actions rachetées par la Société à l'occasion de l'Offre (la Famille Luciani détient aujourd'hui plus de 50 % des droits de vote théoriques de la Société). En conséquence, la Famille Luciani a déposé le 1^{er} juin 2021 auprès de l'AMF une demande de dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique du fait de l'augmentation de sa participation en capital dans la Société qui résulterait de la réduction de capital par annulation des actions rachetées dans le cadre de l'Offre.

La résolution de réduction de capital soumise à l'Assemblée Général Extraordinaire des actionnaires d'IDSUD convoquée le 30 juin 2021 comporte à cet égard une condition suspensive prévoyant que la mise en œuvre par le directoire de la Société de l'autorisation de mettre en œuvre l'Offre est subordonnée à l'obtention par la Famille Luciani auprès de l'AMF d'une décision de dérogation, devenue irrévocable, la dispensant de l'obligation de déposer une offre publique d'achat.

Par ailleurs, dans la mesure où la Famille Luciani a indiqué à la Société qu'elle ne présenterait pas d'actions à l'Offre (à l'exception de 31.472 actions de la Société détenues en pleine propriété par Monsieur Jérémie Luciani qui seront apportées) et, en application de l'article 261-1, I., 3^o du règlement général de l'AMF, le conseil de surveillance de la Société a décidé :

- lors de sa réunion du 26 mars 2021, de constituer en son sein un comité ad hoc afin de mener un processus de sélection d'un expert indépendant et de proposer au conseil de surveillance de la Société la désignation d'un candidat répondant aux critères d'indépendance et de compétence requis pour effectuer la mission d'expertise indépendante ; et

- lors de sa réunion du 1^{er} avril 2021 de nommer, sur proposition dudit comité ad hoc, le cabinet A2EF, représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard (l'"**Expert Indépendant**"), en qualité d'expert indépendant chargé d'établir une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre.

La Famille Luciani n'envisage pas de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur le solde des actions IDSUD qui ne seraient pas détenues par la Famille Luciani à l'issue de l'Offre.

1.2.3. Répartition du capital et des droits de vote de la Société

Capital social d'IDSUD

Au 31 décembre 2020, le capital social de la Société s'élève à 10.000.000 €, divisé en 898.128 actions ordinaires entièrement libérées et toutes de même catégorie et de valeur nominale non définie par les statuts.

Composition de l'actionnariat de la Société

À la connaissance de la Société, le capital et les droits de votes théoriques de la Société au 25 septembre 2020 sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% capital	Nombre de droits de vote théoriques ¹	% droits de vote théoriques
Indivision Luciani	356 048	39,64%	712 096	55,93%
Jérémie Luciani	31 472	3,50%	49 614	3,90%
Marie-Thérèse Luciani	1	0,00%	1	0,00%
Franklin Finance	168 000	18,71%	168 000	13,20%
FCP Echiquier Patrimoine	60 810	6,77%	60 810	4,78%
Public	276 221	30,76%	277 010	21,76%
Actions auto-détenues	5 576	0,62%	5 576	0,44%
Total	898 128	100,00%	1 273 107	100,00%

¹ Les droits de vote théoriques sont calculés sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote (actions auto-détenues et autocontrôlées). Il est rappelé que, conformément à l'article 8 des statuts de la Société, un droit de vote double est attaché à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription continue au nominatif depuis une période au moins égale à cinq ans au nom d'un même actionnaire.

1.3. Intentions de la Société pour les douze mois à venir

1.3.1. Stratégie et orientation en matière d'activité

La Société a l'intention de renforcer le développement d'IDSUD Energie.

1.3.2. Intentions de la Société en matière d'emploi et de composition des organes sociaux et de direction

La mise en œuvre de l'Offre n'aura pas d'impact sur la politique de la Société en matière d'emploi. Il est précisé que quatre salariés de la Société, principalement dédiés à la filiale IDSUD Voyages, ont quitté la Société en 2021 dans le cadre d'un départ négocié.

1.3.3. Composition des organes sociaux et de direction

La Société n'envisage pas de changement au sein des organes sociaux et de direction de la Société.

1.3.4. Politique de distribution de dividendes

La politique de distribution de dividendes de la Société est déterminée par ses organes sociaux en fonction des capacités distributives, de la situation financière et des besoins financiers de la Société et de ses filiales.

1.3.5. Statut juridique de la Société et structure du groupe

Aucune transformation du groupe ou modification des statuts n'est envisagée à la suite de l'Offre, à l'exception des modifications statutaires requises le cas échéant afin de refléter les conséquences de la réduction de capital consécutive à la réalisation de l'Offre.

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

L'Offre n'aura pas de conséquence sur la cotation des actions IDSUD sur Euronext Growth Paris. La Société n'a pas l'intention de demander, à l'issue de l'Offre, la radiation de la cotation des actions sur Euronext Growth.

Comme indiqué à la Section 1.2.2, la Famille Luciani n'envisage pas de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur le solde des actions IDSUD qui ne seraient pas détenues par la Famille Luciani à l'issue de l'Offre, si les conditions légales et réglementaires étaient remplies.

1.3.7. Synergies, gains économiques et perspective d'une fusion

S'agissant d'une offre publique de rachat par la Société de ses propres actions, l'Offre ne s'inscrit pas dans un projet de rapprochement avec d'autres sociétés. En conséquence, elle n'entraîne la réalisation d'aucune synergie ou gain économique avec une société tierce. En outre, aucune fusion n'est envisagée à la suite de l'Offre.

2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

2.1. Conditions de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Établissement Présentateur, agissant pour le compte de la Société, a déposé le projet d'Offre

auprès de l'AMF le 1^{er} juin 2021 sous la forme d'une offre publique de rachat d'actions portant sur un nombre maximum de 536.503 actions de la Société.

L'Offre est effectuée sous réserve (i) de l'approbation par l'Assemblée Générale Extraordinaire convoquée le 30 juin 2021 de la résolution relative à l'autorisation de procéder à une réduction de capital d'un montant maximal total de 6.012.506 €² par voie de rachat par la Société d'au maximum 540.000 de ses propres actions en vue de leur annulation, (ii) de la constatation par le directoire de la réalisation de la condition suspensive à la mise en œuvre de la réduction de capital prévue par la résolution susvisée approuvée par l'Assemblée Générale Extraordinaire (cf. dernier paragraphe de la présente Section 2.1), et (iii) de la décision de conformité de l'AMF sur le présent projet d'Offre.

Il est précisé à cet égard que la résolution relative à l'Offre soumise à l'Assemblée Générale Extraordinaire prévoit que le directoire de la Société ne sera autorisé à la mettre en œuvre (dans le cas où celle-ci serait approuvée) que sous réserve de l'obtention par la Famille Luciani auprès de l'AMF d'une décision de dérogation, devenue irrévocable, la dispensant de l'obligation de déposer une offre publique d'achat.

2.2. Termes de l'Offre

À l'issue de l'Assemblée Générale Extraordinaire de la Société convoquée le 30 juin 2021, et sous réserve de la réalisation des conditions susvisées (cf. Section 2.1 ci-dessus), la Société proposera à ses actionnaires de racheter un nombre maximum de 536.503 actions de la Société en vue de leur annulation dans le cadre d'une offre publique de rachat d'actions par voie d'échange contre des actions de la Française des Jeux qu'elle détient en portefeuille, selon la parité de 4 actions Française des Jeux pour 1 action IDSUD.

La Société diffusera, dans les conditions prévues par l'article 231-37 du règlement général de l'AMF, un communiqué indiquant si la résolution décrite ci-dessus a été approuvée par l'Assemblée Générale Extraordinaire.

2.3. Titres visés par l'Offre

Au 31 décembre 2020, le capital de la Société est composé de 898.128 actions ordinaires et de 1.273.107 droits de vote théoriques. Comme indiqué ci-avant, l'Offre porte sur un nombre maximum de 536.503 actions, soit 59,74 % des actions et 43,63 % des droits de vote théoriques composant le capital de la Société.

2.3.1. Instruments financiers donnant accès au capital de la Société

Il n'existe, à la date du présent projet de note d'information, aucun titre de capital ni aucun instrument financier autres que les actions ordinaires de la Société pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital ou aux droits de vote de la Société.

2.4. Mécanisme de réduction

Toutes les demandes de rachat d'actions IDSUD dans le cadre de l'Offre seront intégralement servies et aucune réduction ne sera appliquée aux demandes de rachat, compte tenu du nombre d'actions visées et de l'engagement de non-apport de la Famille Luciani rappelé à la Section 1.2.2 du présent projet de note d'information. En conséquence, lors de leur demande de rachat,

² La valeur nominale des actions de la Société n'étant pas fixée dans les statuts de la Société.

les actionnaires ne seront pas tenus de faire bloquer les actions non présentées au rachat et dont ils auront déclaré être propriétaires sur le compte tenu par leur intermédiaire financier jusqu'à la publication du résultat de l'Offre.

2.5. Modalités de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Établissement Présentateur, agissant pour le compte de la Société, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 1^{er} juin 2021 sous la forme d'une offre publique de rachat dont la mise en œuvre est subordonnée (i) à l'approbation par l'Assemblée Générale Extraordinaire convoquée le 30 juin 2021 de la résolution relative à l'autorisation de procéder à une réduction de capital d'un montant maximum total de 6.012.506 € par voie de rachat par la Société de ses propres actions en vue de leur annulation, (ii) de la constatation par le directoire de la réalisation de la condition suspensive à la mise en œuvre de la réduction de capital prévues par la résolution susvisée approuvée par l'Assemblée Générale (cf. Section 2.1 ci-dessus), et (iii) à la décision de conformité de l'AMF sur le présent projet d'Offre.

Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principales caractéristiques de l'Offre et précisant les modalités de mise à disposition du projet de note d'information sera diffusé par la Société le 1^{er} juin 2021. Le présent projet de note d'information est tenu gratuitement à la disposition du public dans les locaux de la Société, au siège de l'Établissement Présentateur et sera mis en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur un site internet dédié (<https://www.opra-idsud.com/>).

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

L'AMF déclarera l'Offre conforme après s'être assurée de sa conformité aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables et publiera la déclaration de conformité sur son site Internet (www.amf-france.org). Cette déclaration de conformité emportera visa par l'AMF de la note d'information. La note d'information ayant ainsi reçu le visa de l'AMF sera tenue gratuitement à la disposition du public, au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la déclaration de conformité, dans les locaux de la Société, au siège de l'Établissement Présentateur et sera mis en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur un site internet dédié (<https://www.opra-idsud.com/>). Conformément à l'article 231-27 du règlement général de l'AMF, la Société diffusera un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ce document.

En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, les autres informations relatives à la Société (notamment juridiques, comptables et financières) seront mises à disposition gratuitement et diffusées dans les mêmes conditions.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et le calendrier de l'Offre et Euronext Growth publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et précisant le calendrier et les modalités de sa réalisation.

2.6. Procédure d'apport à l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant une période de vingt (20) jours calendaires minimum.

L'Offre sera centralisée par Euronext Paris.

Les actionnaires de la Société qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre dans les conditions proposées devront remettre un ordre d'apport à l'Offre suivant les modalités retenues par l'intermédiaire financier auprès duquel leurs actions sont inscrites en compte.

Les ordres d'apport à l'Offre devront être transmis par les actionnaires à leurs intermédiaires financiers, au plus tard le dernier jour de l'Offre, étant précisé que ces ordres d'apport pourront être révoqués à tout moment jusqu'à la clôture de l'Offre, date au-delà de laquelle ils deviendront irrévocables.

Les actions IDSUD inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société tenus par CACEIS Corporate Trust, devront être converties au nominatif administré pour être apportées à l'Offre, à moins que leurs titulaires ne demandent la conversion au porteur, auquel cas ces actions perdront les avantages attachés à la forme nominative. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les détenteurs d'actions inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société devront demander à CACEIS Corporate Trust, dans les meilleurs délais, la conversion de leurs actions au nominatif administré ou au porteur.

Les éventuels frais dus par les actionnaires apportant leurs actions à l'Offre ne seront pas pris en charge par la Société.

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

2.7. Règlement du prix – Annulation des actions rachetées

L'échange des actions IDSUD contre des actions Française des Jeux interviendra à l'issue de la centralisation et de la publication des résultats de l'Offre selon le calendrier publié par Euronext Paris et après la purge de toute éventuelle opposition de créanciers.

Les actions rachetées dans le cadre de l'Offre seront annulées par la Société dans les conditions prévues par l'article R. 225-158 du Code de commerce.

Les actions annulées ne conféreront plus aucun droit social et ne donneront, notamment, plus droit aux dividendes ou acomptes sur dividendes.

2.8. Calendrier indicatif de l'Offre

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

Le calendrier ci-dessous est présenté à titre indicatif.

Dates	Opération
26 mai 2021	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Diffusion d'un communiqué de presse de la Société annonçant les principales caractéristiques de l'Offre
1^{er} juin 2021	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information auprès de l'AMF (sous condition suspensive de (i) l'approbation de l'Offre par l'assemblée générale extraordinaire de la Société et (ii) l'octroi par l'AMF d'une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique au bénéfice de la Famille Luciani) ▪ Mise en ligne sur le site Internet de l'AMF et sur un site internet dédié (https://www.opra-idsud.com/) du projet de note d'information et mise à disposition du public au siège social de la Société et auprès de l'Établissement Présentateur ▪ Diffusion par la Société d'un communiqué de mise à disposition du projet de note d'information ▪ Dépôt par la Famille Luciani de la demande de dérogation à l'obligation de dépôt d'un projet d'offre publique auprès de l'AMF
22 juin 2021	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information (sous condition suspensive de l'approbation de l'Offre par l'assemblée générale du 30 juin 2021) ▪ Mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF et de la Société de la note d'information incluant le rapport de l'expert indépendant visée par l'AMF et mise à disposition du public au siège social de la Société et auprès de l'Établissement Présentateur ▪ Diffusion par la Société d'un communiqué de mise à disposition de la note d'information visée par l'AMF ▪ Obtention par la Famille Luciani de la dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique ▪ Publication de la décision de conformité (incluant la décision de dérogation) sur le site de l'AMF
30 juin 2021	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Assemblée générale annuelle de la Société autorisant notamment la réduction de capital par voie de rachat par la Société de ses propres actions suivie de l'annulation des actions rachetées. Autorisation donnée au conseil de surveillance à l'effet de formuler une offre de rachat auprès de tous les actionnaires, de mettre en œuvre la réduction de capital puis d'en arrêter le montant définitif ▪ Dépôt au greffe du Tribunal de commerce de Marseille du procès-verbal de l'assemblée générale

Dates	Opération
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Dépôt auprès de l'AMF d'un document comprenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, comptables et financières de la Société prévu à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF ▪ Mise en ligne sur le site de l'AMF et sur un site internet dédié (https://www.opra-idsud.com/) du document comprenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, comptables et financières de la Société et mise à disposition du public au siège social de la Société et auprès de l'Etablissement Présentateur ▪ Diffusion par la Société d'un communiqué indiquant l'adoption par l'Assemblée Générale Extraordinaire de la Société de la résolution relative à la réduction de capital, levant les conditions de l'Offre et informant le public des modalités de mise à disposition du document comprenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, comptables et financières de la Société ▪ Publication par Euronext Paris de l'avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre
1^{er} juillet 2021	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Début du délai d'opposition des créanciers de la Société (20 jours calendaires)
2 juillet 2021	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Publication de l'avis d'achat dans un journal d'annonces légales et au BALO, conformément aux articles R. 225-153, R. 22-10-38 et R. 225-154 du Code de commerce ▪ Publication par l'AMF de l'avis relatif à l'ouverture et au calendrier de l'Offre
5 juillet 2021	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ouverture de l'Offre
20 juillet 2021	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Expiration du délai d'opposition des créanciers de la Société
26 juillet 2021	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Clôture de l'Offre
6 août 2021	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Publication par l'AMF des résultats de l'Offre ▪ Publication par Euronext Paris de l'avis relatif au résultat de l'Offre et aux modalités du règlement-livraison
6 août 2021	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Décision du directoire de la Société constatant la réalisation de l'Offre et le montant définitif de la réduction de capital

Dates	Opération
12 août 2021	▪ Règlement-livraison de l'Offre

2.9. Coûts et Financement de l'Offre

Les honoraires et frais engagés en vue de la réalisation de l'Offre (notamment les honoraires et frais des conseillers financiers, conseillers juridiques, expert indépendant, commissaires aux comptes et autres consultants de la Société, ainsi que les frais de communication, contributions dues à l'AMF et autres taxes et/ou commissions applicables) s'élèvent à environ 2,6 M€.

Les frais seront payés au moyen de la trésorerie disponible de la Société.

2.10. Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière d'IDSUD

2.10.1. Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote

Au 31 décembre 2020, le capital de la Société était divisé en 898.128 actions ordinaires et de 1.273.107 droits de vote théoriques. La répartition du capital et des droits de vote théoriques au 25 septembre 2020, figure à la Section 1.2.3 ci-avant.

L'actionnariat évoluerait comme suit, après annulation des actions IDSUD apportées à l'Offre et des actions auto détenues, dans les hypothèses d'un taux de réponse à l'Offre de 50% et de 100% des actionnaires n'ayant pas fait part de leur intention d'apporter ou de ne pas apporter leurs actions à l'Offre :

Répartition du capital et des droits de vote théoriques d'IDSUD après l'Offre, dans l'hypothèse d'un taux de réponse de 50% des actionnaires n'ayant pas fait part de leur intention d'apporter ou de ne pas apporter leurs actions à l'Offre et après annulation des actions apportées à l'Offre et de l'annulation des 5.576 actions auto-détenues :

Actionnaires	Nombre d'actions	% capital	Nombre de droits de vote théoriques ³	% droits de vote théoriques
Indivision Luciani	356 048	58,51%	712 096	73,79%
Jérémie Luciani	-	-	-	-
Marie-Thérèse Luciani	1	0,00%	1	0,00%
Franklin Finance	80 400	13,80%	80 400	8,70%
FCP Echiquier Patrimoine	30 405	5,00%	30 405	3,15%

³ Les droits de vote théoriques sont calculés sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote (actions auto-détenues et autocontrôlées). Il est rappelé que, conformément à l'article 8 des statuts de la Société, un droit de vote double est attaché à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription continue au nominatif depuis une période au moins égale à cinq ans au nom d'un même actionnaire.

Public	138 111	22,69%	138 505	14,35%
Actions auto-détenues	-	-	-	-
Total	608 565	100,0%	965 007	100,0%

Répartition du capital et des droits de vote théoriques d'IDSUD après l'Offre, dans l'hypothèse d'un rachat effectif de 100% des actionnaires n'ayant pas fait part de leur intention d'apporter ou de ne pas apporter leurs actions à l'Offre et après annulation des actions apportées à l'Offre et de l'annulation des 5.576 actions auto-détenues :

Actionnaires	Nombre d'actions	% capital	Nombre de droits de vote théoriques ⁴	% droits de vote théoriques
Indivision Luciani	356 048	99,9997%	712 096	99,9999%
Marie-Thérèse Luciani	1	0,0003%	1	0,0001%
Jérémie Luciani	-	-	-	-
Franklin Finance	-	-	-	-
FCP Echiquier Patrimoine	-	-	-	-
Public	-	-	-	-
Actions auto-détenues	-	-	-	-
Total	356 049	100,0%	712 097	100,0%

2.10.2. Incidence sur les comptes d'IDSUD

Les calculs de l'incidence de l'Offre sur les capitaux propres et les résultats consolidés de la Société, tels que figurant dans le tableau ci-après, ont été effectués à partir des comptes consolidés de la Société pour l'exercice clos le 31 décembre 2020, après avoir retenu les hypothèses suivantes :

- rachat de l'intégralité des 536.503 actions visés par l'Offre ;
- annulation des actions ainsi rachetées ainsi que des actions auto-détenues ;
- nombre d'actions composant le capital de la Société égal à 356.049 à la suite des opérations de réduction de capital ;

⁴ Les droits de vote théoriques sont calculés sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote (actions auto-détenues et autocontrôlées). Il est rappelé que, conformément à l'article 8 des statuts de la Société, un droit de vote double est attaché à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription continue au nominatif depuis une période au moins égale à cinq ans au nom d'un même actionnaire.

- les frais liés à l'opération sont estimés à 2,6 M€ ; et
- le taux d'imposition théorique appliqué aux frais engendrés lors de l'opération s'estime à 26,5% sur la base des résultats publiés au 31 décembre 2020.

Au 31 décembre 2020		
	Avant rachat et annulation	Après rachat et annulation de 100% des actions visées par l'Offre
Nombre d'actions (hors auto-détention et sur une base diluée)	892 552	356 049
Capitaux propres part du groupe (M€)	15,2	9,8
Résultat net part du groupe (M EUR) au 31 décembre 2020	(0,6)	0,1
Capitaux propres part du groupe par action (€)	17,0	27,7
Résultat net part du groupe par action (€)	(0,6)	0,4
Endettement financier net au 31 décembre 2020 (M€)	(4,8)	(2,2)

2.10.3. Incidence sur la capitalisation boursière

Au regard du cours de clôture de l'action IDSUD au 20 mai 2021⁵ de 91,60 €, la capitalisation boursière s'élevait à 82,3 M€, le capital d'IDSUD étant représenté par 898.128 actions.

À l'issue de l'Offre, dans l'hypothèse où la totalité des actions susceptibles d'être apportées à l'Offre et les actions auto-détenues seraient annulées, le nombre d'actions d'IDSUD serait de 356.049 et la capitalisation boursière d'IDSUD s'élèverait, au regard du cours de clôture au 20 mai 2021, à 32,6 M€.

2.11. Intention des membres du conseil de surveillance

Madame Marie-Thérèse Luciani a déclaré ne pas avoir l'intention d'apporter à l'Offre (i) les actions de la Société qu'elle détient en indivision avec Jérémie Luciani et (ii) l'action de la Société qu'elle détient en pleine propriété.

Aucun autre membre du conseil de surveillance ne détient d'actions de la Société.

⁵ Cours de clôture à la veille de la suspension de cours précédant l'annonce de l'Offre et de ses principales caractéristiques

2.12. Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'offre ou son issue - Engagement des principaux actionnaires de la Société

Hormis les 31.472 actions détenues en direct et en pleine propriété par Jérémie Luciani, la Famille Luciani a fait part de son intention de ne pas apporter les titres qu'elle détient dans la Société à l'Offre. Comme indiqué ci-dessus à la Section 1.2.2, la Famille Luciani a demandé à l'AMF de lui accorder une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique. L'obtention de cette dérogation et son caractère irrévocable sont un préalable à la mise en œuvre de l'Offre par le directoire de la Société.

2.13. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

Le présent projet de note d'information n'est pas destiné à être distribué dans des pays autres que la France.

L'Offre n'a fait l'objet d'aucun enregistrement ni d'aucun visa en dehors de la France. Les actionnaires d'IDSUD en dehors de France ne peuvent participer à l'Offre, à moins que la loi et la réglementation qui leur sont applicables ne leur permettent sans qu'aucune autre formalité ou publicité ne soit requise de la part de la Société. En effet, la participation à l'Offre et la distribution du présent projet de note d'information peuvent faire l'objet de restrictions en dehors de France. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes faisant l'objet de telles restrictions, directement ou indirectement, et n'est pas susceptible d'acceptation s'agissant d'ordres émanant de pays au sein desquels l'Offre fait l'objet de restrictions. Les personnes en possession du présent projet de note d'information doivent se conformer aux restrictions en vigueur au sein de leur pays. Le non-respect de ces restrictions peut constituer une violation des lois et règlements applicables aux places de marché des pays en question.

La Société rejette toute responsabilité en cas de la violation par toute personne de restrictions qui lui sont applicables.

Le présent projet de note d'information ainsi que tous les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent ni une offre de vente, ni une sollicitation, ni une offre d'achat de titres dans un pays au sein duquel l'Offre serait illégale.

Le présent projet de note d'information ne constitue pas une extension de l'Offre aux États-Unis et l'Offre n'est pas proposée, directement ou indirectement, aux États-Unis, aux personnes résidant aux États-Unis, par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou de commerce (incluant de manière non limitative la transmission par fax, téléphone et par courrier électronique) aux États-Unis, ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire du présent projet de note d'information, aucun autre document lié au présent projet de note d'information ni aucun document relatif à l'Offre ne peut être envoyé par la poste, communiqué ou publié par un intermédiaire ou n'importe quelle autre personne aux États-Unis sous quelque forme que ce soit. Aucun actionnaire de la Société ne peut apporter ses actions à l'Offre, s'il n'est pas en mesure de déclarer : (i) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis une copie du présent projet de note d'information, ou de quelque autre document lié à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents vers les États-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunication ou d'autres instruments de commerce ou encore les services d'une bourse de valeurs aux États-Unis en lien avec l'Offre, (iii) qu'il n'était pas aux États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou communiqué l'ordre d'apport de

ses actions et (iv) qu'il n'est ni mandataire ni représentant agissant pour le compte d'une autre personne qui lui aurait communiqué des instructions depuis les États-Unis. Les intermédiaires habilités n'auront pas le droit d'accepter d'ordre d'apport d'actions qui ne respecteraient pas les dispositions précitées (à moins d'une autorisation ou d'un ordre contraire de la part de la Société, ou fait en son nom, et laissé à sa discrétion).

En ce qui concerne l'interprétation du paragraphe ci-dessus, les États-Unis correspondent aux États-Unis d'Amérique, ses territoires et possessions, tous ses États, ainsi que le district de Columbia.

2.14. Régime fiscal de l'Offre

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que les informations contenues dans la présente section de la présente note d'information ne constituent qu'un simple résumé du régime fiscal applicable aux actionnaires de la Société participant à l'Offre, donné à titre d'information générale, et n'ont pas vocation à constituer une analyse exhaustive des conséquences fiscales ou des dispositifs fiscaux de faveur susceptibles de s'appliquer à eux.

Les informations fiscales mentionnées dans la présente section sont fondées sur la législation fiscale française en vigueur à ce jour et sont donc susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications législatives (en particulier dans le cadre des lois de finances pour 2022 et de finances rectificative pour 2021) et réglementaires, assorties le cas échéant d'un effet rétroactif, ou par un changement dans leur interprétation par l'administration fiscale française ou par les tribunaux.

Il est donc recommandé aux actionnaires de s'assurer, auprès d'un conseiller fiscal habilité, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier. En particulier, le cas des personnes détenant directement ou indirectement des actions acquises dans le cadre d'un plan d'épargne d'entreprise ou de groupe ou au titre d'un dispositif d'actionnariat salarié (options, actions gratuites) n'étant pas détaillé dans la présente note d'information, celles-ci sont invitées à vérifier auprès de leur conseiller fiscal habituel le régime fiscal applicable à leur situation particulière.

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

De façon générale, en application de l'article 112-6° du Code général des impôts ("CGI") le régime fiscal des plus-values de cession de valeurs mobilières est applicable aux actionnaires personnes physiques et personnes morales de la Société qui participent à l'Offre, qu'ils soient domiciliés en France ou hors de France. En effet, lorsqu'une société procède au rachat de ses propres titres, les sommes attribuées aux actionnaires ne sont pas considérées comme des revenus distribués, mais relèvent du régime des plus-values.

2.14.1. Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel dans les mêmes conditions qu'un professionnel

Le cas des personnes physiques qui réaliseraient des opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations n'étant pas détaillé dans la présente note d'information,

celles-ci sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

2.14.1.1 Régime de droit commun

Impôt sur le revenu des personnes physiques

En application des dispositions des articles 150-0 A et suivants, 158, 6 bis et 200 A du CGI, les gains nets de cession de valeurs mobilières et titres assimilés réalisés par des personnes physiques sont, en principe, soumis à un prélèvement forfaitaire unique ("PFU") au taux de 12,8%, résultant en un taux global d'imposition de 30% avec les prélèvements sociaux.

Toutefois, en application des dispositions du 2 de l'article 200 A du CGI, les gains nets de cession de valeurs mobilières et titres assimilés peuvent, par dérogation à l'application du PFU, et sur option expresse, globale et irrévocable du contribuable, être pris en compte pour la détermination du revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu (tranche marginale de 45% au-delà d'un revenu net imposable de 158 k€). L'option est exercée chaque année lors du dépôt de la déclaration de revenus, au plus tard avant la date limite de déclaration et s'applique à l'ensemble des revenus, gains nets, profits, plus-values et créances entrant dans le champ d'application du PFU.

Si une telle option est exercée, les gains nets de cessions de valeurs mobilières et de titres assimilés acquis ou souscrits avant le 1er janvier 2018 pris en compte pour la détermination du revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu pourront se voir appliquer un abattement pour durée de détention de droit commun prévu à l'article 150-0 D 1 ter du CGI (sous réserve que les conditions d'application de l'abattement renforcé prévu à l'article 150-0 D 1 quater du CGI ne soient remplies), égal à :

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

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

Ces abattements pour durée de détention ne sont pas applicables aux actions acquises ou souscrites à compter du 1er janvier 2018.

Les personnes disposant de moins-values reportables ou réalisant une moins-value au cours de l'exercice de réalisation de l'Offre ou lors de la cession des actions dans le cadre de l'Offre sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour étudier les conditions d'utilisation de ces moins-values. Le cas échéant, l'apport des actions à l'Offre aura pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures à raison des mêmes actions apportées à l'Offre.

Prélèvements sociaux

Les gains nets de cession de valeurs mobilières et de titres assimilés réalisés par les personnes physiques susvisées dans le cadre de l'Offre sont également soumis, sans abattement, aux prélèvements sociaux au taux global de 17,2% répartis comme suit :

- 9,2% au titre de la contribution sociale généralisée ("CSG") ;

- 0,5% au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale ("CRDS") ;
- 7,5% au titre du prélèvement de solidarité.

Si les gains nets sont soumis au PFU au taux de 12,8%, ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles du revenu imposable. En cas d'option des contribuables pour l'assujettissement de ces gains au barème progressif de l'impôt sur le revenu, la CSG sera partiellement déductible du revenu imposable l'année de son paiement (à hauteur de 6,8% dans l'hypothèse où n'aurait pas été appliqué l'abattement pour durée de détention renforcé prévu à l'article 150-0 D 1 quater du CGI).

Contributions exceptionnelles sur les hauts revenus⁶

En vertu de l'article 223 sexies du CGI, les contribuables passibles de l'impôt sur le revenu sont redevables d'une contribution assise sur le montant du revenu fiscal de référence du foyer fiscal (tel que défini au 1° du IV de l'article 1417 du CGI, sans qu'il soit fait application des règles de quotient définies à l'article 163-0 A du CGI, mais après application éventuelle des règles spécifiques de quotient telles que définies à l'article 223 sexies II) lorsque ce dernier excède certaines limites. Le revenu de référence visé comprend notamment les gains nets de cession des actions réalisés par les contribuables concernés (avant application de l'abattement pour une durée de détention lorsque celui-ci est applicable, en cas d'option pour le barème progressif).

- Cette contribution est calculée en appliquant au revenu fiscal de référence, un taux qui diffère en fonction de la situation de famille : *Contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés* : - taux de 3 % sur la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 250.000 euros et inférieure ou égale à 500.000 euros ; - taux de 4% au-delà ;
- *Contribuables mariés ou pacsés, soumis à imposition commune* : - taux de 3% sur la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 500.001 euros et 1.000.000 euros ; - taux de 4% sur la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 1.000.000 euros.

2.14.1.2 Régime spécifique applicable au Plan d'Épargne en Actions ("PEA")

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

Sous certaines conditions, le PEA ouvre droit :

- pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, sous réserve notamment que ces produits et plus-values soient réinvestis dans le PEA ;
- au moment de la clôture du PEA, si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA, ou lors d'un retrait partiel s'il intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture, à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé

⁶ Sous réserve de l'application des conventions fiscales internationales, la contribution est susceptible de concerner non seulement les personnes fiscalement domiciliées en France qui disposent de revenus de source française ou étrangère entrant dans la composition du revenu fiscal de référence, mais aussi les non-résidents qui disposent de revenus de source française entrant dans la composition du revenu fiscal de référence (BOI-IR-CHR, n°30), dont font partie notamment les plus-values soumises au prélèvement prévu à l'article 244 bis B du CGI (article 1417, III a bis) du CGI).

depuis l'ouverture du plan.

Ce gain net n'est pas pris en compte pour le calcul de la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus mais reste soumis aux prélèvements sociaux décrits au paragraphe ci-dessus à un taux susceptible de varier selon la date à laquelle le gain a été acquis ou constaté.

Des dispositions particulières, non décrites dans la présente note d'information, sont applicables en cas (i) de réalisation de moins-values, (ii) de clôture du plan avant l'expiration de la cinquième année qui suit l'ouverture du PEA, ou (iii) de sortie du PEA sous forme de rente viagère.

Les personnes détenant leurs actions dans le cadre d'un PEA et souhaitant participer à l'Offre sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

En l'état actuel de la législation, les actions de la société Française des Jeux (FDJ) reçues par les actionnaires de la Société en rémunération de l'apport de leurs actions IDSUD à l'Offre constituent un emploi éligible au PEA.

Les gains relatifs aux actions de la Société figurant dans un PEA et apportées à l'Offre, pourront donc en principe bénéficier du régime fiscal de droit commun attaché au PEA.

2.14.2. Actionnaires personnes morales résidents fiscaux de France et assujettis à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun

Les actionnaires personnes morales résidents fiscaux de France participant à l'Offre réaliseront un gain ou une perte, égal à la différence entre le montant perçu par l'actionnaire et le prix de revient fiscal des actions rachetées. Ce gain (ou cette perte) sera soumis au régime fiscal des plus-values (ou des moins-values).

2.14.2.1 Régime de droit commun

Les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession d'actions dans le cadre de l'Offre seront en principe comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés (ci-après "IS") au taux de droit commun majoré le cas échéant, une contribution sociale de 3,3% assise sur l'impôt sur les sociétés après application d'un abattement ne pouvant excéder 763.000 euros par période de 12 mois (article 235 ter ZC du CGI). Les actionnaires personnes morales de la Société sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de déterminer le taux d'impôt sur les sociétés qui leur est applicable compte-tenu du montant de leur chiffre d'affaires.

Les moins-values constatées à l'occasion de la cession des actions dans le cadre de l'Offre viendront, en principe, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun.

Il est enfin précisé que l'apport d'actions à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report, sursis d'imposition ou régime de faveur qui aurait pu être appliqué dans le cadre d'opérations antérieures.

2.14.2.2 Régime fiscal des plus-values à long terme ("Régime PVL T")

L'article 112,6 du CGI prévoit que les sommes ou valeurs attribuées aux entreprises associées ou actionnaires lors du rachat par une société de ses propres titres, ne sont pas considérées comme des revenus distribués et relèvent du seul régime des plus-values professionnelles : le

traitement fiscal des plus-values et moins-values retirées du rachat dépendra de la qualification des titres rachetés et de leur durée de détention.

Les personnes dont les actions de la Société auraient la nature de titres de participation⁷ ou de titres fiscalement assimilés à des titres de participation, sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal pour déterminer le régime qui leur est applicable. Dans le cas où le Régime PVLT leur serait applicable, la plus-value nette à long terme serait exonérée d'impôt sur les sociétés sous réserve de la taxation au taux de droit commun d'une quote-part de frais et charges égale à de 12 % de leur montant brut⁸, imposable dans les conditions de droit commun⁹.

2.14.3. Actionnaires non-résidents fiscaux de France

En l'état de la législation française en vigueur à ce jour et sous réserve de l'application éventuelle des conventions fiscales internationales, les développements qui suivent résument certaines conséquences fiscales françaises susceptibles de s'appliquer aux personnes physiques qui ne sont pas domiciliées en France au sens de l'article 4 B du CGI ou par des personnes morales qui ne sont pas résidentes fiscales de France sans que la propriété des actions ne soit rattachable à une base fixe ou à un établissement stable soumis à l'impôt sur les sociétés en France à l'actif duquel seraient inscrits les titres.

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales et des règles particulières éventuellement applicables, le cas échéant, les plus-values réalisées dans le cadre de l'Offre par des actionnaires non-résident fiscaux de France sont en principe exonérées d'impôt en France (article 244 bis C du CGI), sous réserve (i) que les droits détenus, directement ou indirectement, par le cédant (personne physique ou personne morale ou organisme), avec son conjoint, leurs ascendants et leurs descendants dans les bénéfices sociaux de la Société, n'aient, à aucun moment au cours des cinq dernières années qui précèdent la cession, dépassé ensemble 25% de ces bénéfices et (ii) que le cédant ne soit pas domicilié, établi ou constitué dans un État ou territoire non coopératif ("ETNC") au sens de l'article 238-0 A du CGI autre que ceux mentionnés au 2° du 2 bis du même article (article 244 bis B du CGI).

Dans ce dernier cas, quel que soit le pourcentage des droits détenus dans les bénéfices de la Société dont les actions sont cédées, les plus-values de cession réalisées dans le cadre de l'Offre sont imposées au taux forfaitaire de 75%, sauf si l'actionnaire apporte la preuve que les opérations auxquelles correspondent ces profits ont principalement un objet et un effet autres que de permettre leur localisation dans un ETNC, et sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables.

Pour information, par une décision n° 421524 du 14 octobre 2020, Société AVM International

⁷ Les titres bénéficiant de ce régime de faveur sont les actions qui revêtent ce caractère sur le plan comptable ou qui ouvrent droit au régime des sociétés mères ou les titres acquis en tout ou partie dans le cadre d'une OPA ou d'une OPE (article 82 du PCG) – **A déterminer par les conseils de chaque actionnaire**. Ainsi, ont cette qualification, au sens comptable, les titres dont la possession durable est estimée utile à l'activité de la société détentrice notamment parce qu'elle permet d'exercer une influence sur la société émettrice ou d'en assurer le contrôle. L'acquisition des titres doit avoir pour but de créer un lien durable et de contribuer à l'activité de la société détentrice. Cette intention s'étudie au moment de l'acquisition des titres. Une faible détention d'action ne satisfait pas en principe à la qualification de titres de participations. Cependant, des circonstances exceptionnelles peuvent permettre d'obtenir cette qualification.

⁸ Article 219, I a quinquies du CGI

⁹ Les moins-values nettes à long terme subies sur la cession de ces titres n'ouvrent droit à aucune autre déduction et ne sont pas reportables.

Holding, le Conseil d'État a jugé que le prélèvement de l'article 244 bis B du CGI est contraire au droit de l'Union européenne en ce qu'il soumet les sociétés établies dans un Etat membre à une imposition plus élevée que celle qui aurait résulté de l'application du régime des plus-values à long terme ("PVLTL") lorsque les titres cédés ont été détenus deux ans par cette société. Les contribuables qui pourraient être concernés sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel afin de déterminer s'ils pourraient être dispensés d'acquitter le prélèvement de l'article 244 bis B du CGI dans leur situation particulière.

La liste des ETNC est publiée par arrêté ministériel et mise à jour annuellement. La dernière mise à jour de la liste a été réalisée par l'arrêté du 26 février 2021¹⁰ et est composée des États et territoires suivants : Anguilla, Îles Vierges britanniques, Seychelles, Vanuatu, Dominique, Fidji, Guam, Îles Vierges américaines, Palaos, Samoa américaines, Samoa, Trinité et Tobago et Panama. Cette liste comporte à la fois des États répondant aux critères de classement initiaux retenus par la France et des États inscrits sur la liste de l'Union européenne, conformément à la loi relative à la lutte contre la fraude du 23 octobre 2018.

Les personnes qui ne rempliraient pas les conditions de l'exonération sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal.

La cession des actions dans le cadre de l'Offre aura pour effet de mettre fin au sursis de paiement qui s'applique, le cas échéant, aux personnes physiques soumises au dispositif d'exit tax prévu par les dispositions des articles 167 bis du CGI lors du transfert de leur domicile fiscal hors de France. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

Les actionnaires de la Société n'ayant pas leur résidence fiscale en France sont invités à analyser leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel afin notamment de prendre en considération le régime d'imposition applicable dans leur Etat de résidence fiscale.

2.14.4. Autres actionnaires

Les actionnaires soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les personnes physiques dont les opérations sur les actions de la Société sont réalisées en dehors du cadre de la simple gestion de portefeuille ou ayant inscrit leurs actions à l'actif de leur bilan commercial, sont invités à étudier leur situation particulière avec leur conseil fiscal habituel.

2.14.5. Droits d'enregistrement - Taxe sur les transactions financières

En application de l'article 235 ter ZD du CGI, la taxe sur les transactions financières (ci-après, la "TTF") s'applique aux acquisitions à titre onéreux de titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé qui sont émis par une société dont le siège social est situé en France et dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euros le 1er décembre de l'année précédant l'année d'imposition.

La Société ne figure pas sur la liste établie par l'administration fiscale concernant les sociétés entrant dans le champ d'application de la TTF au 1^{er} décembre 2020¹¹, de sorte que la TTF ne sera en principe pas due à raison des actions acquises par la Société dans le cadre de l'Offre.

Dans la mesure où la capitalisation boursière de FDJ excédait un milliard d'euros au 1^{er} décembre 2020 et où FDJ figurait en tant que telle sur la liste précitée à cette même date, la TTF

¹⁰ Arrêté du 26 février 2021 modifiant l'arrêté du 12 février 2010 pris en application du deuxième alinéa du 1 de l'article 238-0 A du CGI

¹¹ BOI-ANNX-000467-23/12/2020

sera en principe due au taux de 0,3% du prix de l'Offre à raison des actions FDJ remises en échange du rachat par la Société de ses propres actions¹².

En principe et conformément à l'article 726 du CGI, aucun droit d'enregistrement n'est dû en France à raison de la cession d'actions d'une société dont les titres sont négociés sur un marché réglementé d'instruments financiers ou sur un système multilatéral de négociation, à moins que cette cession ne soit constatée par un acte. Dans ce dernier cas, la cession des actions doit faire l'objet d'un enregistrement dans le mois de sa date et cet enregistrement donne lieu au paiement d'un droit au taux proportionnel de 0,1% assis sur le prix de cession, sous réserve de certaines exceptions visées au II de l'article 726 du CGI. En particulier, lorsque la TTF est applicable, les droits d'enregistrement de 0,1% prévus par l'article 726 du CGI ne sont pas dus¹³.

2.15. Nombre, provenance et caractéristiques des actions Française des Jeux (FDJ) à remettre dans le cadre de l'Offre

2.15.1. Présentation de FDJ

Héritière de la Loterie nationale créée en 1933 sur autorisation de l'État, FDJ est aujourd'hui le premier acteur du secteur des jeux d'argent et de hasard en France (avec 50 % du produit brut des jeux ("PBJ") français en 2019 et en 2020) ainsi que la deuxième loterie européenne et la quatrième loterie mondiale en termes de PBJ.

FDJ exerce deux activités principales : la loterie (jeux de tirage et jeux instantanés) et les paris sportifs. Elle développe également trois activités adjacentes : (i) les services B2B à l'international, (ii) le paiement et les services en points de vente et (iii) le divertissement.

Pour l'exploitation en France des jeux de loterie en points de vente et en ligne ainsi que des paris sportifs en points de vente, FDJ s'est vu confier par l'État des droits exclusifs pour 25 ans, à partir du 23 mai 2019. Depuis la loi n° 2010-476 du 12 mai 2010 relative à l'ouverture à la concurrence et à la régulation du secteur des jeux d'argent et de hasard en ligne, FDJ exerce également une activité de paris sportifs en ligne. Celle-ci s'exerce dans un cadre réglementé, ouvert à la concurrence d'autres opérateurs, chaque opérateur devant bénéficier d'un agrément.

En 2020, les mises dématérialisées en points de vente ont représenté 80 % des mises de paris sportifs en points de vente (elles en représentaient plus de 70 % en 2019). Les mises digitales du Groupe ont progressé en 2019 et en 2020 de près de + 40 % par an, pour atteindre plus de 1,5 Md€, soit près de 10 % du total des mises. Elles sont portées par la forte croissance des mises digitales loterie (à plus de 1,1 Md€) et par la progression des paris sportifs en ligne. Avec près de 30 000 points de vente au 31 décembre 2020 répartis dans plus de 11 000 communes, FDJ est le premier réseau de distribution de proximité en France.

Pour l'exercice clos le 31 décembre 2020, FDJ a enregistré 16 Mds€ de mises (dont 3,8 Mds€ de mises numérisées, incluant les prises de jeux dématérialisées en points de vente, et 1,5 Md€ de mises digitales), qui se répartissent entre les jeux instantanés (7,7 Mds€ soit 48 % des mises), les jeux de tirage (5 Mds€ soit 32 % des mises) et les paris sportifs (3,2 Mds€ soit 20 % des mises). Plus de 95 % des mises de FDJ proviennent d'activités sous droits exclusifs.

Sur les 16 Mds€ de mises collectées par FDJ au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2020, 10,9 Mds€ ont été redistribués sous forme de gains aux joueurs (soit 68,0 % des mises) et 3,2

¹² BOI-TCA-FIN-10-10-21/12/2015, n°40

¹³ Article 726, II d) du CGI

Mds€ (soit 20,3 % des mises) de prélèvements publics sur les jeux ont été versés aux finances publiques. Le chiffre d'affaires du Groupe pour l'exercice clos le 31 décembre 2020 s'élève ainsi à 1,9 Md€ (soit 12 % des mises), dont 1,5 Md€ provenant de la loterie et 0,4 Md€ des paris sportifs. Le Groupe a réalisé un EBITDA de 427 M€ au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2020, représentant une marge de 22,2 %. Le résultat net du Groupe s'élève à 214 M€.

Pour plus d'informations, le site internet dédié aux investisseurs de la FDJ est disponible à l'adresse suivante : <https://www.groupefdj.com/fr/investisseurs.html>

2.15.2. Nombre d'actions Française des Jeux à remettre dans le cadre de l'Offre

Un maximum de 2.146.012 actions Française des Jeux pourront être remises dans le cadre de l'Offre.

2.15.3. Place de cotation des actions Française des Jeux

Les actions Française des Jeux remises dans le cadre de l'Offre sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris, compartiment A.

Code ISIN : FR0013451333

Mnémotechnique : FDJ

LEI : 969500R4CLSQFTYYI535

Classification ICB : 5752 Gambling

Indices : SBF 120, Euronext Vigeo France 20, STOXX Europe 600, MSCI Europe et FTSE Euro

2.15.4. Caractéristiques des actions Française des Jeux à remettre dans le cadre de l'Offre

La Française des Jeux (FDJ) est une société anonyme de droit français. Son siège social est situé au 3/7, Quai du Point du Jour 92650 Boulogne-Billancourt.

Les actions Française des Jeux remises en échange des actions IDSUD apportées à l'Offre sont des actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,40 €. Elles sont soumises à toutes les stipulations des statuts de la société Française des Jeux et aux lois et réglementations en vigueur.

Pour toute information complémentaire concernant les droits attachés aux actions Française des Jeux, il conviendra de se référer au document d'enregistrement universel 2020 de Française des Jeux.

3. ÉLÉMENTS D'APPRECIATION DE LA PARITÉ D'ÉCHANGE OFFERTE

Les éléments d'appréciation de la parité d'échange de 4 actions Française des Jeux pour 1 action IDSUD (la "**Parité d'Échange**") présentés ci-après ont été établis pour le compte de la Société par l'Établissement Présentateur, à partir d'informations publiques disponibles et confidentielles relatives à la Société et ses filiales, leur secteur d'activité et leurs comparables. Ces informations n'ont fait l'objet d'aucune vérification indépendante de la part de l'Établissement Présentateur.

La Parité d'Échange a été analysée au regard d'une valorisation multicritère de la Société reposant sur les références et méthodes usuelles d'évaluation, tout en prenant en compte les spécificités d'IDSUD.

Les données boursières présentées dans cette section sont à la clôture du 20 mai 2021, dernier jour de cotation précédant la suspension du cours de la Société en prévision de l'annonce de l'Offre.

3.1. Méthodologie d'évaluation

3.1.1. Méthodes et références d'évaluation retenues

Afin d'apprécier la Parité d'Échange, l'analyse multicritère a été réalisée sur la base des références et méthodes d'évaluation suivantes :

- **Actif net réévalué ("ANR")**

Cette approche définit la valeur des capitaux propres d'une société comme étant la différence entre ses actifs et ses passifs, après réévaluation des principaux actifs, en particulier incorporels, à leur valeur de marché.

Certaines méthodes, écartées pour IDSUD, ont cependant été retenues à titre principal pour valoriser certains des actifs d'IDSUD dans l'approche ANR (voir 3.1.2.).

- **Référence aux cours de bourse**

L'analyse du cours de bourse de IDSUD a été présentée à titre indicatif comme méthode d'évaluation de la Société en raison de la très faible liquidité du titre. Les actions de IDSUD sont admises aux négociations sur Euronext Growth à Paris depuis le 27 juillet 2010.

L'analyse du cours de bourse est retenue comme méthode principale d'évaluation pour FDJ. Les actions de FDJ sont admises aux négociations sur Euronext à Paris depuis le 21 novembre 2019.

3.1.2. Méthodes ou références d'évaluation écartées

Hormis pour certains de ses actifs, les méthodes de valorisation suivantes ont été écartées pour IDSUD car non pertinentes, notamment compte tenu de la nature de holding de la Société :

- **Actif net comptable ("ANC")**

Cette méthode patrimoniale consiste à valoriser une société sur la base de ses capitaux propres comptables. Elle n'est pas pertinente pour évaluer une société dont il est envisagé de poursuivre l'exploitation, elle reflète l'accumulation de résultats passés et ne prend en compte ni les capacités distributives, ni les perspectives de croissance de cette société.

- **Actualisation des flux de dividendes**

Cette approche consiste à apprécier la valeur des fonds propres d'une société en fonction de sa capacité distributive, en actualisant les flux futurs de dividendes perçus par les actionnaires.

Cette approche ne semble pas pertinente car IDSUD ne présente pas une politique de distribution de dividendes constante et régulière. À titre indicatif, le dernier dividende de la Société a été versé le 12 juillet 2019.

- **Approche par l'actualisation des flux de trésorerie futurs ("Discounted cash flows" ou "DCF")**

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation de ses flux de trésorerie futurs à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise.

Cette méthode n'est pas pertinente pour l'évaluation d'une société holding et a donc été écartée.

Cependant, IDSUD Energies et IDSUD Change ont été évaluées selon l'approche par l'actualisation des flux de trésorerie futurs dans le cadre de la valorisation par actif net réévalué de IDSUD.

- **Approche par les comparables boursiers pour évaluer IDSUD dans son intégralité**

Cette approche consiste à déterminer la valeur d'une société en appliquant aux agrégats d'une entreprise les multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables en termes d'activité, de marchés, de taille, de profitabilité et de perspectives de croissance.

Cette approche n'a pas été retenue pour évaluer IDSUD en l'absence de sociétés comparables présentes sur l'ensemble des activités de la Société dans des proportions comparables.

Cette approche n'a pas non plus été retenue pour l'évaluation des autres filiales de la Société en raison de l'absence de sociétés comparables.

- **Approche par les transactions comparables pour évaluer IDSUD dans son intégralité**

Cette approche consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société les multiples de valorisations observés sur un échantillon de transactions réalisées dans le même secteur d'activité sur des sociétés ayant un profil similaire à la Société.

Cette approche n'a pas été retenue pour évaluer IDSUD étant donné le nombre limité de transactions impliquant des sociétés significativement comparables à la Société, présentes sur l'ensemble de ses activités.

Cette approche n'a pas non plus été retenue pour l'évaluation des autres filiales de la Société en l'absence de transactions jugées suffisamment comparables.

- **Cours cibles des analystes**

Cette approche consiste à extérioriser la valeur d'une société en se basant sur les objectifs de cours mentionnés dans les notes de recherches réalisées par les analystes couvrant la valeur.

Cette méthode n'a pas été mise en œuvre car IDSUD ne fait pas l'objet d'un suivi par des analystes financiers.

Néanmoins, l'analyse des cours cibles des analystes de FDJ a été présentée et conforte la valorisation de celle-ci par référence aux cours de bourse.

3.1.3. Données financières

3.1.3.1 Sources

L'Établissement Présentateur s'est appuyé sur les sources d'informations suivantes :

- la base de données Thomson Reuters pour les données boursières d'IDSUD et FDJ ;
- la base de données Bloomberg pour les consensus d'analystes des cours cibles de FDJ ;
- les dernières publications financières d'IDSUD relatives à l'exercice 2020 ;
- les informations publiques disponibles sur les sociétés IDSUD et FDJ ;
- les notes de recherche récentes sur FDJ ;
- le plan d'affaires 2021-2023 d'IDSUD Energies (le "Plan d'Affaires IDSUD Energies");
- le plan d'affaires 2021-2024 d'IDSUD Change (le "Plan d'Affaires IDSUD Change") ;
- des informations additionnelles écrites et orales communiquées par l'équipe de direction d'IDSUD concernant notamment :
 - les comptes sociaux aux 31 décembre 2019 et 2020, audités, de IDSUD et de ses principales filiales,
 - les états financiers aux 31 décembre 2019 et 2020 des autres filiales de IDSUD,
 - le détail des actifs financiers détenus par IDSUD et ses filiales et,
 - l'actionnariat de IDSUD.

3.1.3.2 Nombre d'actions retenu pour IDSUD

Le nombre d'actions retenu dans le cadre des travaux d'appréciation de l'Offre est de 892.552 actions, correspondant au nombre total d'actions émises de 898.128 tel que communiqué par IDSUD au 31 décembre 2020, diminué des 5.576 actions auto-détenues.

Nombre d'actions composant le capital et ajustements	#
Nombre total d'actions émises au 31.12.2020	898 128
- Contrat de liquidité (actions auto-détenues)	(2 112)
- Programme de rachat d'actions (actions auto-détenues)	(3 464)
Nombre d'actions en circulation	892 552

3.2. Référence aux cours de bourse (A titre indicatif)

Les actions de IDSUD sont admises aux négociations sur le marché Euronext Growth à Paris (ISIN FR0000062184). L'analyse du cours de bourse a été présentée à titre indicatif comme méthode d'évaluation de la Société en raison de la très faible liquidité du titre. La rotation quotidienne du capital s'établit en moyenne à 0,02% sur 1 mois.

L'analyse des cours de bourse de la Société est basée sur des données à la clôture du 20 mai 2021, dernier jour de cotation précédant la suspension du cours de la Société en prévision de l'annonce de l'Offre.

Le tableau ci-dessous présente les différents cours de référence (spot et cours moyens pondérés par les volumes) sur plusieurs périodes de référence pour IDSUD.

Références au 20 mai 2021	Cours de bourse IDSUD
Cours spot à la clôture	91,60 €
Moyenne pondérée par les volumes 1 mois	91,03 €
Moyenne pondérée par les volumes 3 mois	89,96 €
Moyenne pondérée par les volumes 6 mois	84,99 €
Moyenne pondérée par les volumes 12 mois	74,23 €
Plus bas 12 mois (<i>le 20 mai 2020</i>)	55,40 €
Plus haut 12 mois (<i>le 30 avril 2021</i>)	92,40 €

3.3. Actif net réévalué ("ANR")

La méthode de l'actif net réévalué consiste à valoriser les fonds propres d'une société comme étant la somme des valeurs de marché de ses principaux actifs, diminuée de la valeur de ses passifs. En l'espèce, l'actif de IDSUD est essentiellement constitué de sa participation dans FDJ et de sa filiale IDSUD Energies.

Agrégats/Participations	Méthodologie de valorisation	Index de la note d'information
Participation FDJ	VWAP ¹⁴ 30 jours	3.3.1
IDSUD Energies	DCF	3.3.2
IDSUD Voyages	VNC	3.3.3
IDSUD Change	DCF	3.3.4
Autres participations	VNC	3.3.5
Valeur de l'immeuble à Marseille	Expertises Galtier	3.3.6

3.3.1. Évaluation de la participation dans FDJ

IDSUD détient à la date de la présente note d'information 5.015.660 actions FDJ, soit 2,626% du capital de FDJ. FDJ est une société cotée de taille significative, avec une capitalisation boursière de 8 528 M€ au 20 mai 2021, dont un flottant de 3 956 M€, une rotation quotidienne du capital de 0,1% en moyenne sur 1 mois soit plus de 5 fois celle de la Société.

3.3.1.1 Sur la base du cours de bourse de FDJ

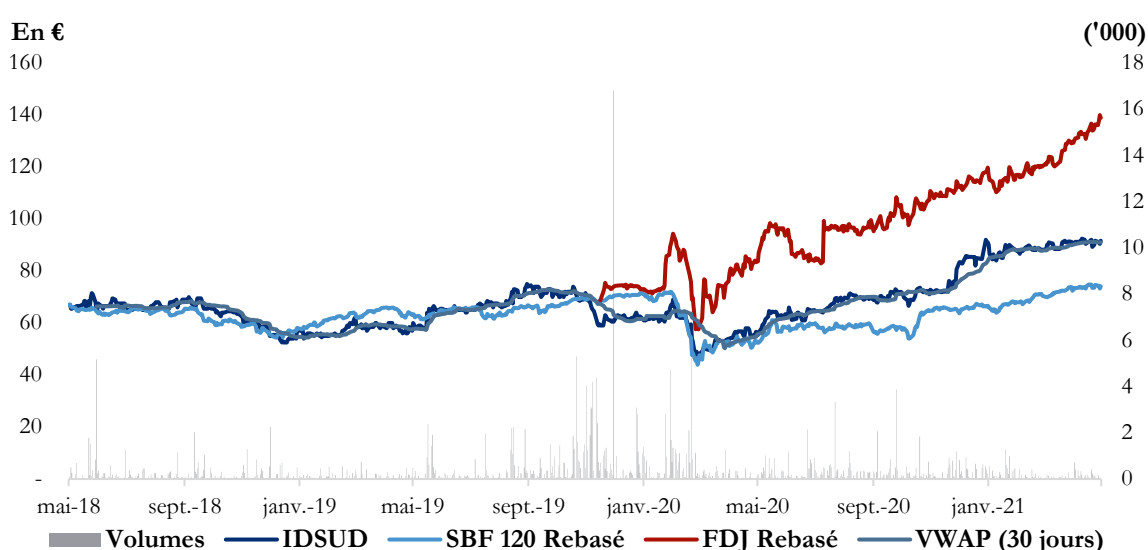
Dans cette méthode, l'actif net réévalué de IDSUD a été calculé en utilisant le cours de FDJ moyen pondéré par les volumes des 30 derniers jours calendaires de l'action, prenant ainsi en compte une grande partie la progression récente du cours. Le prix moyen pondéré par les volumes 30 jours calendaires retenu pour FDJ est de 43,01 €.

Le tableau ci-dessous présente les différents cours de référence (spot et cours moyens pondérés par les volumes) sur plusieurs périodes de référence pour FDJ.

¹⁴ Moyenne pondérée par les volumes

Références au 20 mai 2021	Cours de bourse FDJ
Cours spot à la clôture	44,65 €
Moyenne pondérée par les volumes 1 mois	43,01 €
Moyenne pondérée par les volumes 3 mois	40,38 €
Moyenne pondérée par les volumes 6 mois	38,25 €
Moyenne pondérée par les volumes 12 mois	33,66 €
Plus bas 12 mois (<i>le 27 juillet 2020</i>)	26,65 €
Plus haut 12 mois (<i>le 19 mai 2021</i>)	45,00 €

Le graphique ci-dessous présente l'évolution du cours de bourse et des volumes échangés de IDSUD, du SBF 120¹⁵ et de FDJ¹⁶ sur les 3 dernières années précédant la suspension du cours de la Société.



L'application de la VWAP 30 jours au nombre d'actions FDJ détenues par IDSUD fait ressortir une valeur de participation de 215,7 M€, rapportée à une valeur nette comptable de ladite participation de 1,0 M€, soit une plus-value latente de 214,7 M€.

A cette plus-value latente, la fiscalité applicable aux titres de participations a été retenue étant données les caractéristiques de cette participation. Nette de la fiscalité applicable, la valeur des titres FDJ détenus par IDSUD s'élève à 208,9 M€.

3.3.1.2 Sur la base des cours cibles des analystes

FDJ est couverte par douze analystes financiers. Ces analystes publient périodiquement des recommandations et des valorisations indicatives et pour la plupart ont actualisé leurs analyses après la publication le 15 avril 2021 des résultats du premier trimestre 2021. Les cours cible des analystes financiers reflètent la performance relative attendue à un horizon de douze mois. Pour définir ces objectifs de cours, les analystes procèdent généralement à une analyse multicritère de la valeur (DCF, comparables, etc..).

¹⁵ Le cours du SBF 120 est rebasé sur le cours de IDSUD sur les 3 dernières années

¹⁶ Le cours de FDJ est rebasé sur le cours de IDSUD dès son premier jour de cotation le 21 novembre 2019

Pour les besoins de cette analyse, seuls les rapports de recherche précédant l'annonce de l'Offre ont été pris en compte.

Date	Analystes	Recommandation	Objectif de cours
18-mai-2021	Goldman Sachs	Conserver	40,50 €
13-mai-2021	AlphaValue	Achat	46,00 €
7-mai-2021	Morgan Stanley	Conserver	43,00 €
27-avr.-2021	HSBC	Conserver	44,00 €
21-avr.-2021	Oddo BHF	Conserver	41,00 €
21-avr.-2021	Société Générale	Achat	47,80 €
19-avr.-2021	Deutsche Bank	Conserver	44,00 €
16-févr.-2021	CitiBank	Conserver	40,00 €
16-avr.-2021	CIC Market Solutions	Conserver	37,00 €
9-avr.-2021	Bank of America	Conserver	43,50 €
16-avr.-2021	Kepler Cheuvreux	Conserver	41,50 €
15-mars-2021	Exane BNP Paribas	Conserver	40,00 €
Moyenne			42,36 €
Médiane			42,25 €

La VWAP 30 jours retenue de 43,01 € (section 3.3.1.1.) est cohérente avec la médiane et la moyenne des cours des analystes de 42,25 €.

3.3.2. Évaluation de IDSUD Energies

IDSUD Énergies est un groupe français basé à Marseille, spécialisé dans la conception et l'assemblage de solutions de production, de stockage et de distribution d'énergies issue de parcs éoliens ou photovoltaïques. IDSUD Énergies est organisé autour de plusieurs filiales afin d'être au plus proche de ses projets et clients à l'international.

Le chiffre d'affaires de IDSUD Energies se décompose en trois segments d'activité :

- l'activité de conception, développement et assemblage qui est intégralement liée à la signature et l'exécution de contrats non récurrents (95% du chiffre d'affaires 2020) ;
- l'activité de distribution assurée par la filiale Kehua France (5% du chiffre d'affaires 2020) ;
- et l'exploitation des centrales photovoltaïques (activité en cours de déploiement n'ayant pas généré de chiffre d'affaires en 2020).

Pour l'année fiscale terminant au 31 décembre 2020, IDSUD Energies a réalisé un chiffre d'affaires de 10,1 M€ pour un résultat d'exploitation de 0,3 M€.

3.3.2.1 Évaluation par actualisation des flux de trésorerie disponibles

La méthode intrinsèque d'actualisation des flux de trésorerie disponibles consiste à déterminer la valeur fondamentale de l'actif économique ou valeur d'entreprise d'une société par actualisation de flux de trésorerie disponibles prévisionnels. Cette méthodologie dépend des hypothèses retenues dans le Plan d'Affaires de la filiale IDSUD Energies. Les flux de trésorerie disponibles sont calculés comme le résultat d'exploitation après impôts de la filiale IDSUD Energies auquel ont été ajoutés les dépréciations et amortissements et ont été soustraits les investissements et la variation du besoin en fonds de roulement.

Le Plan d’Affaires IDSUD Energie a été préparé en décembre 2020 par le directoire. Il a été revu en détail par les membres du conseil de surveillance dans une approche de stress de ses hypothèses de construction. Il n’a pas été remis à jour sur la base des comptes clos le 31 décembre 2020, le management considérant que la crise COVID ne remettait pas en cause les hypothèses long terme de construction, compte tenu de la nature de l’activité (contrats longs de fourniture d’équipements).

La valeur d’entreprise a été obtenue par actualisation au 31 décembre 2020 des flux de trésorerie disponibles, tel que définis ci-dessus, au Coût Moyen Pondéré du Capital ("CMPC") en appliquant la convention d’actualisation des flux à mi-année.

La valeur d’entreprise est composée :

- de la valeur actualisée des flux futurs de trésorerie disponibles du Plan d’Affaires IDSUD Energies (2021-2023) ;
- d’une période d’extrapolation (2024-2027) réalisée par l’Etablissement Présentateur en concertation avec la Société ;
- et d’une valeur terminale déterminée selon la méthode de Gordon-Shapiro, qui représente la valeur actualisée des flux au-delà de la période prévisionnelle.

Plan d’Affaires IDSUD Energies - Période prévisionnelle (2021-2023)

Le Plan d’Affaires IDSUD Energie préparé par le management s’appuie sur les hypothèses suivantes :

Chiffre d’affaires :

Le chiffre d’affaires évolue à un taux de croissance annuel moyen légèrement inférieur à 33,6% en moyenne entre 2021 et 2023 compte tenu de l’effet de la réalisation d’un certain nombre de contrats de livraison de matériel conçus et assemblés par IDSUD Energie. Ce chiffre d’affaires a été construit en le décomposant selon les trois segments d’activité qui répondent à des logiques et des mécaniques différentes :

- l’activité de conception, développement et assemblage intégralement liée à la signature et l’exécution de contrats non récurrents et pouvant varier sensiblement. Le chiffre d’affaires projeté s’appuie sur les contrats signés ou dans leur phase de négociation finale, et dont la certitude d’exécution est forte à l’horizon du Plan d’Affaires IDSUD Energie ;
- l’activité de distribution assurée par la filiale Kehua France étant relativement linéaire et, hormis quelques contrats de fourniture spécifiques, connaît une progression constante en lien avec ses efforts commerciaux ;
- l’exploitation des centrales photovoltaïques déployées dont les produits sont également linéaires et prédictibles ;
- La forte progression du chiffre d’affaires entre 2021 et 2023 reflète la crédibilité acquise par IDSUD Energies au cours des derniers exercices, notamment auprès de son principal client Masdar. Cette crédibilité permet à la société de se positionner sur des contrats de plus grande envergure avec le soutien de Kehua Tech pour la production et l’innovation. Sur la durée du Plan d’Affaires IDSUD Energies, la société dispose de 24 projets BESS (Battery Energy Storage Systems).

EBITDA :

La marge d'EBITDA affiche une stabilité autour de 12% sur la durée du plan d'affaires. Il convient de noter qu'une part importante de l'EBITDA est positivement impacté par les variations de stocks. En effet, pour faire face à la rapide montée en puissance du chiffre d'affaires entre 2020 et 2023, IDSUD Energies est contraint d'anticiper une partie de ses achats. La variation de stocks non consommée au cours d'un exercice donné vient réduire d'autant les charges d'achats et améliore ainsi la marge. De même, la marge est positivement impactée par les variations d'études d'ingénierie en cours, réalisées en amont des projets et refacturées aux clients finaux sur des durées relativement longues (plusieurs années). Ces impacts de variation de stocks et de travaux d'études sont neutralisés dans les flux de trésorerie, par le biais de la variation de BFR.

Retraité des variations de stocks et des travaux d'études, l'EBITDA d'IDSUD Energies exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires progresse de 4,8% en 2021 à 7,3% en 2023.

Investissements :

Les dépenses d'investissements représentent 2,2 M€ sur les années 2021, 2022 et 2023 soit en moyenne environ 2% du chiffre d'affaires annuel sur la période.

Besoin en Fonds de Roulement :

Une augmentation du besoin en fonds de roulement entre 2020 et 2023 de 3,1 M€ reflétant l'anticipation de l'accélération du chiffre d'affaires sur les exercices suivants conduisant à une augmentation des stocks et des travaux d'études. La valeur comptable du besoin en fonds de roulement a été prise pour 2020 tandis que les prévisions ont été faites mensuellement pour 2021 et trimestriellement pour les exercices suivants.

Taux d'Imposition sur les sociétés :

A la fin de l'année fiscale terminant au 31 décembre 2020, IDSUD Energies bénéficiait d'un déficit reportable de 2,4 M€ qui a été imputé sur les premières années du Plan d'Affaires IDSUD Energie selon la réglementation en vigueur.

IDSUD Energies profite également des avantages fiscaux liés au statut de Jeune Entreprise Innovante ("JEI") jusqu'en 2023 et du Crédit d'Impôt Recherche ("CIR").

Plan d'Affaires IDSUD Energie - Période d'extrapolation (2024-2027)

L'Etablissement Présentateur a réalisé une extrapolation du Plan d'Affaires IDSUD Energie sur la période 2024 2027, afin de pouvoir refléter les éléments suivants :

- une stabilisation progressive de la croissance du chiffre d'affaires pour atteindre un palier à 47,5 M€ illustrant une relative normalisation de la progression ;
- des niveaux de marges d'EBITDA y compris CIR mais hors JEI plus faibles autour de 9% sur la période. A partir de 2024, en raison d'une croissance plus limitée, les effets de variations de stocks et de travaux d'études se normalisent et se réduisent, entraînant une baisse du niveau d'EBITDA et de marge. Cette baisse de la marge n'a cependant pas d'impact sur le cash-flow, car ces variations de stocks et de travaux d'études limitent la croissance du BFR. Retraité des variations de stocks et des travaux d'études, l'EBITDA d'IDSUD Energies progresse ainsi jusqu'à 8,0% du chiffre d'affaires en

2027 (7,3% en 2023) ;

- une amélioration du besoin en fonds de roulement, de 192,5 jours de chiffre d'affaires en 2023 à 168,5 jours de chiffre d'affaires en 2027 liée à une part d'études plus faible rapportée au chiffre d'affaires pour refléter la meilleure couverture de celles-ci par rapport aux contrats signés ;
- des investissements normalisés à environ 1,7% du chiffre d'affaires à partir de 2024, équivalent in fine à ceux des amortissements ;
- un taux d'imposition sur les sociétés de 25,0% (taux d'imposition pour la France en 2022 et années suivantes).

Valeur terminale

La valeur terminale est calculée sur la base d'un flux de trésorerie normatif qui repose sur les hypothèses suivantes :

- un taux de croissance perpétuelle du chiffre d'affaires de la Société de 2% ;
- une marge d'EBITDA y compris CIR de 9,0% équivalent à la moyenne de la période d'extrapolation du Plan d'Affaires Retraité des variations de stocks et des travaux d'études, l'EBITDA d'IDSUD Energies s'établit à 8,0% du chiffre d'affaires ;
- un taux d'imposition sur les sociétés de 25,0% (taux d'imposition pour la France en 2022 et années suivantes) ;
- d'autres éléments de variation du besoin de fonds de roulement représentant 0,1% du chiffre d'affaires ;
- des dépenses d'investissements en actifs corporels représentant 1,7% du chiffre d'affaires.

Coût moyen pondéré du capital ("CMPC")

Le CMPC est la somme pondérée du coût des capitaux propres et du coût de la dette après impôt. Le coût des fonds propres est estimé sur la base de la formule du Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers ("MEDAF"), selon laquelle le coût des fonds propres est la somme d'un taux sans risque correspondant au retour attendu sur un investissement sans risque de défaut et d'une prime de risque qui correspond au surplus de rentabilité demandé par un investisseur eu égard au profil de risque de l'investissement. Cette prime de risque est calculée sur la base d'une prime de risque de marché pondérée par une mesure de la volatilité propre de la société ("bêta").

Le calcul du CMPC fait ressortir un taux d'actualisation de 11,72%. Les éléments intervenants dans le calcul sont les suivants :

- un taux sans risque de 0,29% fondé sur le taux France OAT 10 ans calculé au 18 mai 2021 (Source : Banque de France) ;
- une prime de risque de marché de 7,87% basée sur la prime de risque spot dans la région Eurozone au 30 avril 2021 (Sources : Fairness Finance) ;
- un bêta ré-endetté projeté de 1,31 calculé à partir de la moyenne sur 5 ans des bêtas désendettés des sociétés du secteur de l'énergie calculé au 20 mai 2021 (Source : Thomson Reuters) ;
- un coût de la dette avant impôt de 2,00% correspondant à la moyenne pondérée des taux d'intérêts des dettes émises par IDSUD Energies ;

- un ratio dette sur fonds propres futur (gearing) de 24,56% basé sur la moyenne 3 mois du gearing cible des sociétés d'équipements et services liés à l'énergie dans la région Eurozone (Source : Fairness Finance) ;
- une prime d'illiquidité de 3,39% appliquée compte tenu des exigences de rendement supérieures attendues par les investisseurs pour les sociétés de petite taille. Prime induite pour les sociétés de taille comprises entre 2,5 M€ et 727,8 M€ (Source : Duff & Phelps 2019) ;
- et un taux d'impôt normatif de la Société en France de 26,50% pour 2021 (Source : KPMG).

Conclusion

La valeur des fonds propres de IDSUD Energies correspond à la valeur d'entreprise diminuée de la position financière nette ajustée.

Le tableau ci-dessous présente les résultats de la valorisation par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles :

Calcul de la valeur des fonds propres de IDSUD Energies	M€
Somme des flux actualisés	8,9
+ Valeur terminale	14,0
Valeur d'entreprise	22,9
- Emprunts auprès d'établissements de crédit	(6,0)
- Emprunts IDSUD Kehua	(0,3)
- Concours bancaires courants	(0,6)
- Emprunts et dettes financières diverses	(5,4)
+ Valeurs mobilières de placement	0,2
+ Disponibilités	0,8
- Dette financière nette (au 31 décembre 2020)	(11,3)
Valeur des fonds propres	11,6

Le tableau suivant illustre la sensibilité de la valeur des fonds propres de IDSUD Energies pour un CMPC compris entre 11,47% et 11,97%, un taux de croissance perpétuelle compris entre 1,50% et 2,50%.

		Valeur des fonds propres (M€)				
		CMPC				
		11,22%	11,47%	11,72%	11,97%	12,22%
Taux de croissance	1,00%	11,5	10,9	10,3	9,8	9,3
	1,50%	12,2	11,5	10,9	10,4	9,8
	2,00%	12,9	12,3	11,6	11,0	10,4
	2,50%	13,8	13,1	12,4	11,7	11,1
	3,00%	14,8	14,0	13,2	12,5	11,8

3.3.2.2 Évaluation par comparables boursiers (Méthode non retenue)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur de la Société en appliquant aux agrégats financiers correspondant les multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées

comparables en termes d'activité, de marchés, de taille, de profitabilité et de perspectives de croissance.

Pour chaque société au sein des échantillons retenus, la valeur d'entreprise est déterminée à partir de la capitalisation boursière ajusté de l'endettement financier net.

L'échantillon est composé de deux sociétés européennes, exposées à des marchés sous-jacents similaires dans le secteur des services à l'énergie.

Les sociétés retenues sont :

- SMA SOLAR TECHNOLOGY (S92-ETR), un groupe spécialisé dans l'ingénierie et la fabrication de systèmes photovoltaïque proposant des solutions hardware et software pour les industries mais aussi le résidentiel, incluant des solutions de stockage à grande échelle, y compris hybrides. SMA a généré un chiffre d'affaires de 1 027 M€ et une marge d'EBITDA de 2,3% en 2020. Sa capitalisation boursière au 20 mai 2021 était de 1 512 M€ ;
- ENGIE EPS SA (EPS.PA), développe, fabrique et commercialise des solutions de stockage d'énergie, principalement en configuration hybride (systèmes complexes comprenant des énergies renouvelables, de l'électricité et de l'électronique de commandes, des technologies traditionnelles de stockage et des technologies liées à l'hydrogène). ENGIE EPS SA a généré un chiffre d'affaires de 11 M€ et une marge d'EBITDA négative en 2020. Sa capitalisation boursière au 20 mai 2021 était de 225 M€.

Toutefois, cette méthode d'évaluation a dû être écartée en raison de la faible comparabilité des sociétés sur plusieurs critères clés (croissance, risque, taille et activité). Il n'existe pas de sociétés cotées directement comparables à IDSUD Energies puisque les sociétés retenues dans l'échantillon se présentent soit en tant que fabricants d'équipements énergétiques, soit opérant une technologie radicalement différente, soit disposant d'un modèle économique et de financement différent.

3.3.2.3 Évaluation par transactions comparables (Méthode non retenue)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur de la Société en appliquant aux agrégats financiers correspondant les multiples observés sur un échantillon de transactions réalisées dans les mêmes secteurs d'activité.

Toutefois, cette méthode d'évaluation a dû être écartée en raison de la faible comparabilité des sociétés sur plusieurs critères clés (croissance, risque, taille et activité). Il n'existe pas de transactions sur des sociétés directement comparables à IDSUD Energies puisque les sociétés retenues dans l'échantillon se présentent soit en tant que fabricants d'équipements énergétiques, soit opérant une technologie radicalement différente, soit disposant d'un modèle économique et de financement différent.

3.3.3. Évaluation de IDSUD Voyages

Pour l'année fiscale terminant au 31 décembre 2020, IDSUD Voyages a réalisé un chiffre d'affaires de 288 K€ pour un résultat net déficitaire de (374) K€. A titre comparatif, pour l'année fiscale terminant au 31 décembre 2019, IDSUD Voyages a réalisé un chiffre d'affaires de 1 353 K€ pour un résultat net de 18 K€.

En raison du faible poids de la filiale au sein d'IDSUD et de perspectives d'activités peu favorables, la valeur nette comptable des titres de la filiale IDSUD Voyages à l'actif de la

Société a été retenue.

Au cours de l'année 2020, la valeur nette comptable de IDSUD Voyages a été entièrement provisionnée menant à une valorisation nulle de l'activité. A contrario, cette activité prévoit de générer un passif en raison des pertes attendues au cours des prochains exercices qui a été intégré à l'endettement financier net.

3.3.4. Évaluation de IDSUD Change

IDSUD Change est un spécialiste du change de devises et de la négociation de lingots, pièces d'or et d'argent situé au centre de Marseille. Cette activité, opérée directement par IDSUD SA, se présente comme un bureau de change traditionnel avec des opérations physiques. Activités historiques du groupe, le change manuel de devises et les transactions sur les métaux précieux sont deux segments connexes et répondent à deux marchés distincts.

La méthode intrinsèque d'actualisation des flux de trésorerie disponibles est employée pour déterminer la valeur fondamentale de l'actif économique. Cette méthodologie dépend des hypothèses retenues dans le Plan d'Affaires IDSUD Change. Les flux de trésorerie disponibles sont calculés comme le résultat d'exploitation après impôts de la filiale IDSUD Change.

La valeur d'entreprise a été obtenue par actualisation au 31 décembre 2020 des flux de trésorerie disponibles, tel que définis ci-dessus, au CMPC en appliquant la convention d'actualisation des flux à mi-année.

La valeur d'entreprise est composée :

- de la valeur actualisée des flux futurs de trésorerie disponibles du Plan d'Affaires IDSUD Change (2021-2024) ;
- d'une période d'extrapolation (2025-2026) réalisée par l'Etablissement Présentateur en concertation avec la Société ;
- et d'une valeur terminale déterminée selon la méthode de Gordon-Shapiro, qui représente la valeur actualisée des flux au-delà de la période prévisionnelle.

Plan d'Affaires IDSUD Change - Période prévisionnelle (2021-2024)

Le Plan d'Affaires IDSUD Change préparé par le management s'appuie sur les hypothèses suivantes :

Chiffre d'affaires :

En 2020 la crise COVID a très sévèrement affecté les résultats de IDSUD Change qui a vu son chiffre d'affaires passer de 840 K€ en 2019 à 394 K€ en 2020. Si une reprise est prévue à partir de 2022, un retour au niveau historique de 2019 n'est pas anticipé. Ce chiffre d'affaires a été construit en le décomposant selon les deux segments d'activité qui répondent à des logiques et des mécaniques différentes :

- Le marché des métaux précieux est intimement lié à la conjoncture économique. La valeur refuge qu'est l'or permet d'amortir le lent déclin des monnaies scripturales ;
 - Même si l'or a été pendant longtemps un vecteur important du volume d'affaires pour l'activité, celle-ci fait face à l'émergence d'une forte concurrence dans la zone de chalandise de Marseille avec deux nouveaux concurrents directs situés à moins de 300 mètres d'IDSUD Change

(Comptoir National de l'Or et Or en Cash),

- La présence de marques nationales en concurrence frontale en plus des acteurs historiques locaux se traduira par un impact direct sur la marge des transactions futures. Le comparatif client et l'alignement obligatoire au niveau du marché direct rendra ce secteur largement concurrentiel et par conséquent peu générateur de marge supplémentaire.
- Le secteur du change manuel de devise connaît une période de changement structurelle et son évolution future demeure incertaine ;
 - Si les grands acteurs internationaux comme Travelex disposent d'une capacité à capter des devises à l'achat en zone d'arrivée de l'étranger et peuvent ainsi les revendre à une clientèle d'une autre zone en circuit direct (maximisant donc la rentabilité des opérations achat/vente), un change indépendant à l'instar de IDSUD Change ne bénéficie pas d'un circuit achat/vente proportionnel au marché et doit s'approvisionner auprès de la société CPoR en devises à un coût unitaire bien plus important et donc au détriment de sa marge,
 - De plus, la poursuite de la digitalisation de plus en plus aboutie et sécurisée couplée au changement d'habitude de consommation générationnelle favorisent les transactions monétaires numériques,
 - Enfin, la lutte contre le blanchiment et les niveaux des montants des transactions autorisées en constante diminution font pression sur les flux de transactions.

Au cours de la période de reprise entre 2021 et 2024 (après une année 2020 sévèrement impactée par la crise COVID), le chiffre d'affaires évolue à un taux de croissance annuel moyen légèrement supérieur à 20% en moyenne pour atteindre 664 K€ en 2024.

EBITDA :

La marge d'EBITDA affiche également une reprise passant de 1,4% en 2021 pour atteindre 40,6% en 2024.

Le Plan d'Affaires IDSUD Change prévoit une structure de coûts réduite au maximum, notamment au plan RH, afin d'assurer la présence de personnels en surface de vente, guichet et réception client confidentielle sans pour autant remettre en cause la réalisation des objectifs de chiffre d'affaires.

Investissements et Besoin en Fonds de Roulement

Les investissements étant peu significatifs et le BFR étant neutre, les flux de trésorerie sont égaux à l'EBITDA net d'impôt.

Taux d'Imposition sur les sociétés :

Un taux d'imposition sur les sociétés de 26,5% en 2021 puis de 25,0% pour les exercices suivants a été retenu.

Plan d'Affaires IDSUD Change - Période d'extrapolation (2025-2026)

L'activité change, fortement perturbée par la crise COVID, anticipe un rebond sans toutefois retrouver un niveau pré crise. A partir de 2024, le management anticipe une attrition de cette activité. En effet, faute de plan d'investissement et de restructuration notamment en faveur

d'une digitalisation, IDSUD Change ne pourra que difficilement contrer les effets de marchés évoqués ci-dessus, avec les impacts suivants :

- une réduction progressive du chiffre d'affaires pour atteindre 599 K€ soit 5,0% de décroissance annuelle moyenne entre 2024 et 2026 ;
- des niveaux de marges d'EBITDA se réduisant à 33,3% en raison de charges de personnel croissantes et d'une stabilité des autres charges fixes face à un chiffre d'affaires se réduisant ;
- un taux d'imposition sur les sociétés de 25,0% (taux d'imposition pour la France en 2022 et années suivantes).

Valeur terminale

La valeur terminale est calculée sur la base d'un flux de trésorerie normatif qui repose sur les hypothèses suivantes :

- un taux de croissance perpétuelle du chiffre d'affaires d'IDSUD Change de 0% ;
- une marge d'EBITDA de 34,2% : l'année normative prend en compte le départ en retraite d'une personne après 2026 et son remplacement par un salarié junior permettant une économie de salaire brut annuel chargé de 5 K€ ;
- un taux d'imposition sur les sociétés de 25,0% (taux d'imposition pour la France en 2022 et années suivantes) ;

Coût moyen pondéré du capital

Le CMPC est la somme pondérée du coût des capitaux propres et du coût de la dette après impôt. Le coût des fonds propres est estimé sur la base de la formule du Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers, selon laquelle le coût des fonds propres est la somme d'un taux sans risque correspondant au retour attendu sur un investissement sans risque de défaut et d'une prime de risque qui correspond au surplus de rentabilité demandé par un investisseur eu égard au profil de risque de l'investissement. Cette prime de risque est calculée sur la base d'une prime de risque de marché pondérée par une mesure de la volatilité propre de la société ("bêta").

Le calcul du CMPC fait ressortir un taux d'actualisation de 11,43%. Les éléments intervenants dans le calcul sont les suivants :

- un taux sans risque de 0,29% fondé sur le taux France OAT 10 ans calculé au 18 mai 2021 (Source : Banque de France) ;
- une prime de risque de marché de 7,87% basée sur la prime de risque spot dans la région Eurozone au 30 avril 2021 (Sources : Fairness Finance) ;
- un bêta projeté de 1,18 correspondant au bêta des sociétés du secteur du marché des capitaux dans la région Eurozone 30 avril 2021 (Source : Fairness Finance) ;
- un coût de la dette avant impôt de 2,00% correspondant à la moyenne pondérée des taux d'intérêts des dettes émises par IDSUD Energies ;
- un ratio dette sur fonds propres futur (gearing) de 18,98% basé sur le gearing cible des sociétés du secteur du marché des capitaux dans la région Eurozone (Source : Fairness Finance) ;
- une prime d'illiquidité de 3,39% appliquée compte tenu des exigences de rendement supérieures attendues par les investisseurs pour les sociétés de petite taille. Prime

induite pour les sociétés de taille comprises entre 2,5 M€ et 727,8 M€ (Source : Duff & Phelps 2019) ;

- et un taux d'impôt normatif de la Société en France de 26,50% pour 2021 (Source : KPMG).

Conclusion

La valeur des fonds propres de IDSUD Change correspond à la valeur d'entreprise diminuée de la position financière nette ajustée. IDSUD Change ne portant pas de dettes financières à son compte, ainsi la valeur des Fonds Propres de IDSUD Change équivaut à 1 244 K€

Le tableau suivant illustre la sensibilité de la valeur des fonds propres de IDSUD Change pour un CMPC compris entre 11,18% et 11,68%, un taux de croissance perpétuelle compris entre (0,50)% et 0,50%.

Valeur des fonds propres (K€)					
Taux de croissance	CMPC				
	10,93%	11,18%	11,43%	11,68%	11,93%
-1,00%	1 239	1 211	1 185	1 159	1 134
-0,50%	1 271	1 242	1 213	1 186	1 160
0,00%	1 306	1 274	1 244	1 215	1 188
0,50%	1 344	1 310	1 278	1 248	1 218
1,00%	1 386	1 350	1 315	1 283	1 251

3.3.5. Évaluation des autres participations non cotées

Le bilan de IDSUD est aujourd'hui composé, outre sa participation de contrôle dans FDJ, IDSUD Energies et IDSUD Voyages :

- de sa participation dans la société ID-Exium à hauteur de 100,00% (investissement immobilier) ;
- de sa participation dans la société Fes Developpement à hauteur de 26,00% (investissement immobilier au Maroc) ;
- de sa participation dans la société ET Diffusion à hauteur de 35,00% (ensemble de 10 magasins franchisés de détail d'habillement pour la marque Café Coton) ;
- de sa participation dans la société SBP 1804 à hauteur de 10,00% (commerce de pâtes fraîches et autres produits agroalimentaires) ;
- de sa participation dans la société Phlox à hauteur de 8,22% (société fabricant des composants plastiques pour avions et hélicoptères - capital développement) ;
- de sa participation dans la société Intellinium à hauteur de 23,02% (société fabricant des chaussures de chantier connectées - capital développement) ;
- de sa participation dans la société Résidences Pasteur SAS à hauteur de 35,00% (société en liquidation - résidences de tourisme et d'EHPAD)

Le tableau suivant présente les différentes participations non cotées de IDSUD. Les participations non provisionnées ont été valorisées selon l'actif net comptable, méthodologie consistant à valoriser une société sur la base de ses capitaux propres comptables.

Valeur d'entreprise	% de détention	VBC ¹⁷ K€	C/C ¹⁸ K€	Commentaires	Méthode	Valo. K€
Participations majoritaires						
ID-Exium	100,00%	227	2 318	Provisionnée à 100%	ANC	-
Total		227	2 318			-
Participations minoritaires et capital développement						
Fes Developpement	26,00%	3	43	Provisionnée à 100%	ANC	-
ET Diffusion	35,00%	405	-	Valo. sur capitaux propres	ANC	405
SBP 1804	10,00%	150	52	Valo. sur capitaux propres	ANC	150
Phlox	8,22%	152	-	Valo. sur capitaux propres	ANC	152
Intellinium	23,02%	250	-	Provisionnée à 100%	ANC	-
Résidences Pasteur SAS	35,00%	300	-	Provisionnée à 100%	ANC	-
Veritec	n.a.	170	-	Provisionnée à 100%	ANC	-
Xanoptic	n.a.	168	-	Provisionnée à 100%	ANC	-
Fuel Links	n.a.	174	-	Provisionnée à 100%	ANC	-
Total		1 772	95			707

3.3.6. Évaluation de l'immeuble situé à Marseille

L'immeuble détenu par IDSUD SA et situé 3, Place du Général de Gaulle à Marseille, a fait l'objet en 2017 d'une valorisation par les Entreprises Galtier, société spécialisée en évaluation d'actifs. Ce rapport auquel l'Établissement Présentateur a eu accès fait ressortir une valeur d'actif y compris matériels et vétusté déduite de 4,1 M€.

Cet actif est comptabilisé pour une valeur de 1,1 M€ à l'actif d'IDSUD SA, soit une plus-value latente de 2,9 M€. Cette plus-value, nette d'impôts sur sociétés (taux 2021 de 26,5%) fait ressortir une valeur nette de 3,3 M€.

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

3.4.1. Décote de holding

Les sociétés holding sont généralement évaluées sur la base de leur actif net réévalué. La détermination de cet ANR donne lieu à la mise en œuvre de méthodes d'évaluation adaptées aux actifs sous-jacents détenus par le holding (DCF, multiples, cours de bourse, expertise des actifs immobiliers...).

Plusieurs paramètres cumulatifs peuvent expliquer cette décote : (1) l'illiquidité des actions d'une holding détenant des actifs sans forcément de lien ou de cohérence, (2) l'absence de réelles synergies entre les actifs détenus par la holding, (3) les coûts de fonctionnement humains et techniques afin d'assurer la gestion des participations et (4) la position de minoritaire en cas d'absence de contrôle par le holding.

L'échantillon considéré comporte treize sociétés européennes cotées répartis selon trois natures de holding (holding familial, holding de contrôle et sociétés d'investissement). Il est difficile de constituer un échantillon de holdings véritablement comparables à IDSUD. Toutefois, dans le temps et en fonction des holdings, les niveaux de décote par rapport à l'ANR peuvent varier,

¹⁷ Valeur Brute Comptable

¹⁸ Compte Courant

mais les moyennes et médianes sur les années 2019 et 2020 sont comprises dans une fourchette pouvant aller de 31,1% à 40,4% sur les années 2019 et 2020.

Intitulé	Capi. boursière à déc. 2020	2016	2017	2018	2019	2020	Dernier ANR publié
<u>Holding familial</u>							
Compagnie Lebon	92 M€	45,5%	32,7%	32,3%	40,3%	58,2%	Dec 20
La Compagnie du Bois Sauvage	551 M€	15,7%	14,5%	5,9%	18,5%	26,0%	Dec 20
FFP	2 319 M€	42,6%	33,1%	42,3%	43,8%	46,4%	Dec 20
Burelle	1 374 M€	45,1%	31,8%	20,3%	42,7%	46,2%	Dec 20
<u>Holding de contrôle</u>							
Wendel	4 362 M€	26,4%	16,4%	27,8%	27,3%	37,7%	Dec 20
Groupe Bruxelles Lambert	13 258 M€	24,7%	19,4%	20,5%	25,2%	33,9%	Dec 20
Altur Investissement	21 M€	43,6%	33,1%	38,4%	39,1%	49,6%	Dec 20
<u>Société d'investissement</u>							
Eurazeo	4 369 M€	32,2%	3,7%	21,5%	23,0%	32,4%	Dec 20
Sofina	723 M€	39,8%	27,1%	33,5%	38,9%	35,7%	Dec 20
Groupe IDI	92 M€	42,4%	30,9%	37,9%	31,0%	42,2%	Dec 20
Exor	551 M€	26,5%	24,3%	27,0%	28,4%	36,0%	Dec 20
Décote / (prime) moyenne		34,9%	24,3%	27,9%	32,6%	40,4%	
Décote / (prime) médiane		39,8%	27,1%	27,8%	31,0%	37,7%	

L'Établissement Présentateur a retenu une décote de 30,0% dans la valorisation par actif net réévalué, en ligne avec l'échantillon retenu.

3.4.2. Endettement financier net

Dans le cadre des hypothèses considérées pour les travaux de valorisation, la situation d'endettement financier net estimée au 31 décembre 2020 s'élèverait à 0,4 M€ sur la base des éléments suivants :

Calcul de la dette nette et ajustements	M€
Emprunts auprès d'établissements de crédit	2,7
+ Concours bancaires courants	0,4
+ Emprunts et dettes financières diverses	0,9
Total emprunts long terme	4,0
+ Frais de restructuration et pertes anticipées	1,9
+ Frais divers	2,6
Total dette brute ajustée	8,4
- Comptes courants octroyés aux filiales	(5,5)
- Effets des cessions LPS et Sweet Immo	(0,9)
- Trésorerie et équivalents	(2,4)
Total dette nette ajustée	(0,4)

3.5. Synthèse de la valorisation par actif net réévalué

Le tableau ci-après présente la synthèse de l'évaluation de l'actif net réévalué de IDSUD :

Agrégats/Participations	Unité	DCF cas bas	DCF cas central	DCF cas haut	Méthodologie
Participation FDJ avant IS	M€		215,7		VWAP 30 jours
IS latent	M€		(6,8)		-
+ Participation FDJ	M€		208,9		-
IDSUD Energies	M€	10,9	11,6	12,4	DCF
IDSUD Voyages	M€		-		VNC
IDSUD Change	M€	1,2	1,2	1,3	DCF
Autres participations	M€		0,7		VNC
+ Valeur de l'immeuble à Marseille	M€		3,3		Galtier
+ Trésorerie et placements financiers	M€		8,8		VNC
- Dette brute ajustée	M€		(8,4)		VNC
Actif net réévalué avant décote	M€	225,4	226,1	226,9	-
- Décote de holding	M€	(67,6)	(67,8)	(68,1)	30%
Actif net réévalué	M€	157,8	158,3	158,8	-
# actions en circulation	M		0,9		-
Valeur d'un titre IDSUD	€	176,77	177,33	177,95	-

3.6. Synthèse des éléments d'appréciation de la Parité d'Échange

L'Offre propose une Parité d'Échange de 4 actions Française des Jeux pour 1 action IDSUD, soit un prix de l'action IDSUD de 178,60 €, sur la base du dernier cours de bourse de FDJ de 44,65 € la veille de la suspension de cours précédant l'annonce de l'Offre.

Sur la base des méthodes et référence de valorisation retenues ci-avant, la Parité d'Échange fait apparaître les primes/décotes suivantes :

Critères		Valeur IDSUD	Prime / (décote) offerte
Valeur de marché (cours de bourse pré-offre)	Dernier cours au 20 mai 2021	91,60 €	95,0%
	Moyenne pondérée 1 mois	91,03 €	96,2%
	Moyenne pondérée 3 mois	89,96 €	98,5%
	Moyenne pondérée 6 mois	84,99 €	110,1%
	Moyenne pondérée 12 mois	74,23 €	140,6%
	Plus haut 12 mois	92,40 €	93,3%
	Plus bas 12 mois	55,40 €	222,4%
Actif net réévalué	DCF cas bas	176,77 €	1,0%
	DCF cas central	177,33 €	0,7%
	DCF cas haut	177,95 €	0,4%

4. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Conformément aux dispositions de l'article 261-1 I 3° du règlement général de l'AMF, le conseil de surveillance de la Société a, sur recommandation du comité ad hoc composé de membres indépendants, désigné le 1^{er} avril 2021 le cabinet A2EF, représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et une attestation d'équité.

Dans le cadre de la mission qui lui a été confiée, le A2EF a rendu le rapport reproduit ci-après :



A2EF
ASSOCIÉS EN
EVALUATION & EXPERTISE
FINANCIÈRE

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

OFFRE PUBLIQUE DE RACHAT D' ACTIONS
INITIEE PAR IDSUD SUR SES PROPRES TITRES

Rapport de l'expert indépendant

Nous avons été sollicités par la société IDSUD (ci-après « IDSUD » ou « la Société ») pour apprécier les conditions qu'elle envisage d'offrir à ses actionnaires dans le cadre d'une offre publique de rachat d'actions (ci-après « l'Offre » ou l' « OPRA ») par échange de ses propres actions admises aux négociations sur le marché Euronext Growth d'Euronext Paris, contre des actions La Française des Jeux cotées sur Euronext Paris. La parité proposée est de quatre (4) actions La Française des Jeux pour une (1) action de la Société.

Le conseil juridique de la Société nous a approchés le 5 mars 2021 pour nous exposer les contours de l'opération en cours et nous a demandé si nous étions disposés à intervenir en qualité d'expert indépendant. De premières discussions avec les conseils de la Société sont intervenues nous permettant de constituer une équipe adaptée aux besoins de la mission. Le Conseil de surveillance de la Société nous a désigné en qualité d'expert indépendant, sur recommandation de son comité ad hoc, le 1^{er} avril 2021.

La Société a formalisé sa demande dans une lettre de mission signée en date du 9 avril 2021, jointe en annexe 1. Notre propre lettre de mission détaillant nos diligences et nos conditions d'intervention a été acceptée par la Société le 28 avril 2021.

Notre désignation en qualité d'expert indépendant a été effectuée sur le fondement de l'article 261-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« RGAMF »), et en particulier de l'article 261-1-I 3^o, l'actionnaire contrôlant la Société n'apportant pas ses actions à l'OPRA envisagée.¹

Notre mission (ci-après « la Mission ») consiste à porter une appréciation sur l'équité des conditions offertes aux actionnaires dans le cadre de l'Offre, au regard de la valeur de la Société telle qu'elle ressort d'une analyse multicritère.

S'agissant d'une OPRA réalisée par échange des titres de la Société contre des actions La Française des Jeux, nous avons analysé à la fois la valeur de la contrepartie et celle de la Société, sachant que cette dernière repose essentiellement sur la valeur de sa participation dans La Française des Jeux.

La société A2EF et l'équipe ayant réalisé la Mission sont présentées en annexe 2.

A2EF, ses associés et ses partenaires déclarent être indépendants au sens de l'article 261 - 4 du règlement général de l'AMF. Ils attestent de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu d'eux, avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement dans l'exercice de la Mission.

¹ Madame Marie-Thérèse Luciani et Monsieur Jérémie Luciani (ensemble, la "Famille Luciani") qui détiennent, en indivision, 356.048 actions de la Société représentant 39,64 % du capital et 55,93 % des droits de vote de la Société, n'envisagent pas d'apporter ces actions à l'Offre. Monsieur Jérémie Luciani a fait part de son intention d'apporter à l'Offre les 31 472 actions de la Société qu'il détient en pleine propriété, représentant 3,50 % du capital et 3,90 % des droits de vote de la Société, dans une logique de diversification de son patrimoine.

Les travaux que nous avons réalisés au cours de la Mission sont présentés en annexe 3. Nous avons obtenu toute l'information que nous avons estimé utile pour nos travaux.

Nos travaux ont fait l'objet, dans le cadre de nos procédures qualité, d'une revue indépendante conduite par un partenaire n'ayant pas participé à la Mission.

Avant de finaliser notre rapport, nous avons obtenu de la Société une lettre confirmant l'exactitude et l'exhaustivité des informations qui nous ont été communiquées.

Nos travaux sont présentés ci-après selon le plan suivant :

- Description de l'Opération
- Evaluation de l'action La Française des Jeux
- Analyse de l'activité de la Société et étude de ses performances
- Evaluation de l'action IDSUD
- Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre présentés dans la note d'information
- Réponse aux éventuels courriers reçus d'actionnaires
- Synthèse des travaux et attestation sur le caractère équitable des conditions offertes

Annexes :

- Annexe 1 : Lettre de mission reçue de la Société
- Annexe 2 : Présentation de la société A2EF et de l'équipe
- Annexe 3 : Programme de travail détaillé, personnes rencontrées, documents reçus, temps passés par l'équipe et honoraires prévus
- Annexe 4 : Travaux du contrôleur qualité : description de la mission, du rôle et des diligences effectuées, ainsi que description des garanties d'indépendance dont il bénéficie

SOMMAIRE

1.	Description de l'Opération	4
2.	Evaluation de l'action La Française des Jeux	5
2.1	Analyse du cours de bourse	6
2.2	Analyse des objectifs de cours	8
3.	Analyse de l'activité de la Société et étude de ses performances	8
3.1	Analyse de l'activité	8
3.2	Analyse des performances de la Société	11
4.	Evaluation de l'action IDSUD	14
4.1	Méthodes et paramètres d'évaluation de IDSUD	14
4.2	Mise en œuvre de l'évaluation de la Société	15
5.	Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre présentés dans la note d'information	29
5.1	Analyse des travaux relatifs à l'appréciation de la valeur de FDJ	29
5.2	Analyse des travaux relatifs à l'appréciation de la valeur de la Société	29
6.	Réponse aux éventuels courriers reçus d'actionnaires	32
7.	Synthèse des travaux et attestation sur le caractère équitable des conditions offertes	33
7.1	Synthèse de nos travaux d'évaluation	33
7.2	Attestation sur le caractère équitable de l'Offre	34

1. Description de l'Opération

La Société a été créée en 1850 sous la dénomination Change de la Bourse. Initialement concentrée sur le métier du change et des métaux précieux, elle s'est diversifiée dans le Voyage (1953), elle a participé à la création de La Française des Jeux, dont elle est actionnaire depuis 1976, et a investi en capital développement. Elle a créé en 2013 une branche Energie renouvelable qu'elle entend développer.

IDSUD est aujourd'hui une société holding organisée essentiellement autour de 4 pôles d'activité :

- Conception et assemblage de solutions de production, de stockage et de distribution d'énergies renouvelables (filiale IDSUD Energies) ;
- Bureau de change, transactions sur devises et négociation sur métaux précieux (activité opérée directement par IDSUD) ;
- Agence de voyages (filiale IDSUD Voyages) ;
- Capital développement.

Par ailleurs, le groupe détient toujours une participation d'un peu plus de 2,6% dans le capital de La Française des Jeux.

IDSUD n'établit pas de comptes consolidés. En 2020, elle a réalisé un chiffre d'affaires social de 0,7 M€ (1,2 M€ en 2019) et un résultat net de l'ordre de -0,6 M€ (+0,7 M€ en 2019). IDSUD est cotée sur Euronext Growth. Sa capitalisation boursière, avant annonce de l'Offre, s'établit à environ 80 millions d'euros, portée essentiellement par la valeur de sa participation dans La Française des Jeux.

La Société est contrôlée par la famille Luciani. Deux fonds d'investissement (Franklin Finance et Financière de l'Echiquier) détiennent ensemble environ 25% du capital.

L'Offre intervient dans le contexte du souhait de la Société de continuer à consacrer ses ressources au développement de l'activité Energie. La note d'information précise ainsi qu' « *Après des investissements réguliers depuis quelques années, l'activité d'Energies Sud a connu de récents développements avec l'obtention de contrats auprès de grands donneurs d'ordres. La Société considère que la croissance de cette activité doit encore être soutenue pendant 2/3 ans avant d'atteindre son rythme de croisière. En conséquence, elle souhaite continuer à consacrer ses ressources au développement de cette activité.* »

L'Offre a pour but de procurer une liquidité aux actionnaires qui ne souhaiteraient pas accompagner la Société dans le développement de l'activité Energie, en leur proposant d'échanger leurs actions IDSUD contre des actions de La Française des Jeux dont la liquidité est beaucoup plus importante en bourse.

La famille Luciani étant susceptible de se retrouver en situation d'offre publique obligatoire à raison du franchissement du seuil de 50 % en capital, elle a déposé auprès de l'AMF une demande de dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique. La résolution de réduction de capital soumise à l'Assemblée Générale Extraordinaire des actionnaires d'IDSUD convoquée le 30 juin 2021 comporte une condition suspensive prévoyant que la mise en œuvre de l'Offre sera subordonnée à l'obtention de l'AMF de cette dérogation à l'obligation de déposer une offre publique d'achat.

Conformément au règlement général de l'AMF, le conseil de surveillance a désigné A2EF en qualité d'expert indépendant, sur recommandation de son comité ad hoc, l'actionnaire contrôlant la Société n'envisageant pas d'apporter ses titres à l'Offre (article 261-1 I. 3°).

L'essentiel de la valeur de la Société reposant sur la valeur de sa participation dans La Française des Jeux (ci-après FDJ) et l'Offre étant rémunérée en actions FDJ, nous étudierons, dans un premier temps, la valeur de l'action FDJ (section 2). Nous présenterons, dans un second temps, une analyse de l'activité de la Société et de ses performances (section 3), puis une évaluation de l'action de la Société (section 4).

2. Evaluation de l'action La Française des Jeux

Héritière de la Loterie nationale, FDJ est aujourd'hui le premier acteur du secteur des jeux d'argent et de hasard en France, il représente 50% du Produit Brut des Jeux. Au plan international, FDJ est la deuxième loterie européenne et la quatrième loterie mondiale. Le groupe exerce deux activités principales : la loterie (jeux de tirage et jeux instantanés) et les paris sportifs, ainsi que des activités connexes (les services B2B à l'international, le paiement et les services en points de vente et le divertissement).

En mai 2019, l'Etat a confié à FDJ des droits exclusifs pour 25 ans pour l'exploitation en France des jeux de loterie en points de vente et en ligne ainsi que des paris sportifs en points de vente.

L'activité du groupe s'appuie sur un modèle omnicanal composé d'un réseau de plus de 30 000 détaillants complété par une stratégie de digitalisation de ses activités (l'objectif de 20% des mises numérisées a été atteint en 2019, et ce taux atteint 24% en 2020). Le développement des parts de marché en paris sportifs en ligne est un levier important de la croissance (en 2019, la croissance de 8,5% du chiffre d'affaires est venue pour 6,5% de la loterie et pour 14,5% des paris sportifs).

En 2020, le chiffre d'affaires de la Française des Jeux a atteint 1,9 milliard d'euros en baisse de 6%. Les jeux de loterie en représentent 78%. Grâce à l'effort de maîtrise des coûts (plan d'économies de 80 millions d'euros) le groupe a maintenu une marge d'EBITDA supérieure à 20% (427 millions d'euros soit 22,2% du chiffre d'affaires) comme cela avait été annoncé lors de l'introduction en bourse. Le groupe est fortement générateur de cash-flow, ce qui lui permet de financer ses investissements et de s'engager sur une politique de distribution généreuse de 80% du résultat net. A la fin de 2020, FDJ dispose d'un excédent de trésorerie nette de 577 millions d'euros.

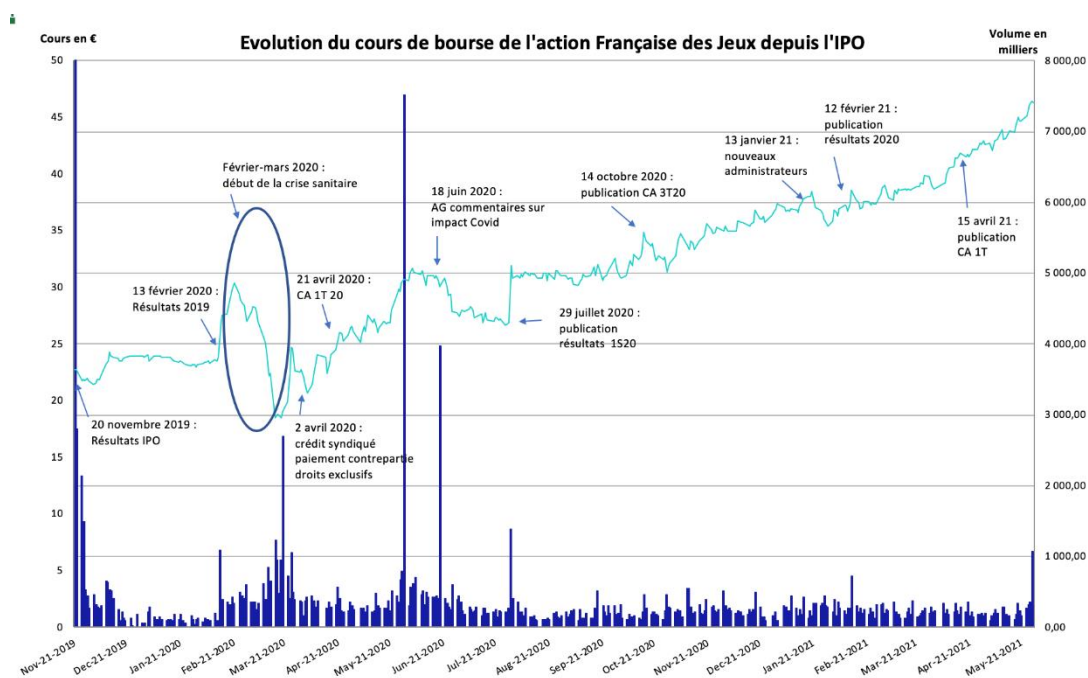
La Française des Jeux a été introduite en Bourse en novembre 2019, dans le cadre de la loi « Pacte ». L'Etat Français a cédé 99,3 millions d'actions, ramenant sa part dans le capital de 72,0% à 21,9 %. L'Offre s'est composée (i) d'un Placement Global principalement destiné aux investisseurs institutionnels en France et à l'étranger, à 19,90 € par action, (ii) d'une Offre à Prix Ouvert principalement destinée aux personnes physiques et aux détaillants FDJ, à 19,50 € par action et (iii) une Offre Réservée aux Salariés. L'option de sur allocation a été intégralement exercée et 40,5 % des actions cédées ont été allouées aux personnes physiques et détaillants FDJ.

La société est cotée sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris depuis le 21 novembre 2019.

Le titre est présent dans l'indice SBF 120 dont il représente 0,4% (en pourcentage de la somme des capitalisations boursières au 28 mai 2021).

2.1 Analyse du cours de bourse

Le graphique suivant montre l'évolution du cours de bourse du titre Française des Jeux entre son IPO et la date de fin de nos travaux le 28 mai 2021 :



Après la réussite de l'introduction en bourse, le titre FDJ est resté relativement stable jusqu'à la publication des résultats annuels 2019, le 13 février 2020. Ces résultats, conformes aux indications données lors de la mise sur le marché, ont confirmé la dynamique du groupe en termes de diversification et d'optimisation de la profitabilité.

La publication a également été l'occasion pour le management de délivrer un message optimiste sur les perspectives et de confirmer sa politique de distribution de dividendes (80% du résultat net). En conséquence, le titre a gagné près de 30% en moins de dix séances et atteint le seuil de 30 euros, avec plusieurs révisions en hausse des objectifs de cours par les analystes. Entre novembre 2019 et le 21 février 2020 le titre a ainsi progressé de 34% soit une surperformance de 30% par rapport au SBF 120.

Ce parcours a été interrompu par le début de la crise sanitaire et la chute des marchés. Entre le 21 février et le 19 mars 2020 (plus bas pour FDJ), le titre a perdu 39%, soit quasiment la même correction que le SBF 120.

Le titre s'est ensuite réinstallé dans une trajectoire haussière, la publication d'une baisse limitée du chiffre d'affaires au premier trimestre et de la première quantification des effets du confinement a été compensée par l'annonce d'un plan d'économies de 80 millions d'euros. Le seuil de 30 euros, pré-covid, a de nouveau été atteint à la fin du mois de mai, avec plus d'un an d'avance par rapport au SBF 120.

L'assemblée générale du 18 juin 2020 et la prudence des commentaires sur les effets du confinement ont relancé une phase de correction à la baisse ramenant le titre dans une fourchette de 27 à 28 euros. La publication des résultats semestriels 2020, le 29 juillet (+19% sur la séance du 30 juillet) a relancé la phase haussière dont le titre n'est plus ressorti. Les résultats annuels ont confirmé la bonne résistance de FDJ, avec une baisse limitée du chiffre d'affaires et une légère progression de la marge d'EBITDA. La couverture du titre par les analystes financiers s'est élargie et les objectifs de cours ont été revus à la hausse, sans forcément observer de changement d'opinion majeur.

Le chiffre d'affaires du premier trimestre 2021, publié le 15 avril 2021, a progressé de 5,2% par rapport au premier trimestre 2020 et a confirmé le rôle des moteurs de croissance que sont les mises numérisées et les paris sportifs. Le titre a atteint un plus haut de 46,38 € le 27 mai 2021.

La liquidité du titre est élevée, et régulière, avec environ 250 000 titres échangés quotidiennement. Le taux de rotation du flottant s'établit à 75% sur un an. Le tableau ci-dessous synthétise les cours à la date de fin de nos travaux au 28 mai 2021 (spot et moyens pondérés des volumes) :

Cours	28/05/2021	Liquidité - 28/05/2021	en milliers
spot	46,30 €	Moyenne volume 1 mois	259,0
1 mois	44,55 €	Moyenne volume 3 mois	239,7
3 mois	41,57 €	Moyenne volume 6 mois	250,1
6 mois	39,01 €	Somme volume 1 an	77 327
1 an	34,25 €	NOSH	191 000
depuis IPO	29,37 €	Flottant	54%
+haut (1 an)	46,38 €	Rotation du capital 1 an	40,5%
+bas (1 an)	26,65 €	Rotation du flottant 1 an	74,5%

2.2 Analyse des objectifs de cours

Le titre La Française des Jeux est suivi de façon régulière par une douzaine de brokers ou bureaux d'analyse. Le tableau ci-dessous présente les objectifs de cours des analystes ayant publié un rapport suite à la publication du chiffre d'affaires du premier trimestre 2021, sur la base des notes collectées. La publication de chiffres supérieurs aux attentes a entraîné une révision en hausse des objectifs de cours dans la quasi-totalité des cas.

Française des Jeux : Objectifs de cours brokers depuis publication CA 1T21

date	broker	Opinion	cours	objectif	potentiel	évolution objectif
16-avr.	Société Générale	Buy	41,6 €	47,8 €	15%	relevé vs 45,4
16-avr.	BofA	Neutral	41,6 €	45,0 €	8%	relevé vs 43,5
16-avr.	Kepler Cheuvreux	Neutral	41,6 €	41,5 €	0%	relevé vs 37
19-avr.	Deutsche Bank	Hold	41,6 €	44,0 €	6%	relevé vs 42
20-avr.	Oddo-BHF	Neutre	41,7 €	41,0 €	-2%	relevé vs 42
23-avr.	ESN-CIC	Neutral	41,5 €	37,0 €	-11%	inchangé
27-avr.	HSBC	Hold	42,1 €	44,0 €	4%	relevé vs 35
7-mai	Morgan Stanley	Equal-weight	42,9 €	43,0 €	0%	initiation de couverture
Moyenne				42,9 €	2,6%	
Mediane				43,5 €	2,4%	

La moyenne des objectifs de cours s'établit à 42,9 euros et la médiane à 43,50 euros, comprise dans une fourchette de 37 euros à 47,8 euros. Les objectifs sont ainsi légèrement en-deçà du cours spot, en ligne avec la moyenne de cours 1 mois.

Nous retiendrons le cours moyen pondéré 1 mois à 44,55 euros et le cours spot à 46,30 euros au 28 mai 2021 dans la suite de nos analyses.

3. Analyse de l'activité de la Société et étude de ses performances

3.1 Analyse de l'activité

La Société présente ses comptes selon les normes françaises. Elle n'établit pas de comptes consolidés. Elle a 3 filiales détenues à 100% :

- IDSUD Energie, qui exerce l'activité Energie directement et par l'intermédiaire de 4 filiales et 5 structures ad-hoc (ci-après « SPV ») ;
- IDSUD Voyages qui exerce l'activité Voyage
- Idexium : filiale en extinction, provisionnée à 100% dans les comptes de la Société (titres et compte courant)

L'activité Change est exercée directement par IDSUD.

Les activités Change et Voyage ont beaucoup souffert de la crise sanitaire et les perspectives de développement de ces activités sont limitées. Nous avons eu accès à des prévisions de chiffre d'affaires et de résultat pour ces deux activités. L'ambition de la Société est de limiter les pertes en mettant en œuvre un plan de restructuration significatif au cours de l'été 2021.

L'activité Energie fait l'objet d'un plan de développement. Il s'agit d'une activité de conception et assemblage de solution de production, de stockage et de distribution d'énergie issue de parcs éoliens ou photovoltaïques. La Société intervient sur 3 segments d'activité :

- l'activité de conception, développement et assemblage d'équipements permettant de stocker l'énergie puis de la redistribuer ;
- l'activité de distribution assurée par la filiale Kehua France ;
- l'exploitation des centrales photovoltaïques (activité en cours de déploiement).

Ses produits sont essentiellement destinés à une clientèle spécialisée (institutionnels, développeurs, constructeurs et fournisseurs d'énergies internationaux). L'activité est déployée avec le concours de filiales d'activité et de représentation commerciale au Maroc, à Hong Kong, à Singapour et à Abu Dhabi. Cette présence internationale au plus près des marchés a permis à la Société de délivrer ses contrats malgré les restrictions de déplacement en vigueur depuis mars 2020, tout en maîtrisant ses coûts.

IDSUD Energies bénéficie du statut de Jeune Entreprise Innovante jusqu'en 2023.

Elle a réalisé avec ses filiales un chiffre d'affaires d'environ 10 millions d'euros en 2020, essentiellement sur le segment Développement et assemblage d'équipements (95% du chiffre d'affaires), et marginalement dans l'activité de distribution. Le résultat d'exploitation combiné s'est établi à 0,5 million d'euros.

Nous présentons ci-après une analyse SWOT de l'activité de IDSUD (en ce compris l'activité Energie) :

FORCES	FAIBLESSES
<p><i> Holding </i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Réserve de valeur constituée d'une participation historique dans FDJ (valeur de l'action FDJ : 0,20 € dans les comptes d'IDSUD) <p><i> Energie </i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Partenariat avec Kehua Tech, spécialisé dans la conception et la production d'électronique de puissance de type onduleurs photovoltaïques • Brevets et expertise reconnue dans le stockage d'énergie, notamment en zones extrêmes et sites isolés (micro grid) • Produits propriétaires dans le stockage et la redistribution d'énergie (Nheobox et Nheolight) • Existence de contrats signés ou dans leur phase de négociation finale avec des acteurs significatifs du secteur • Présence de filiales sur les lieux de production 	<p><i> Holding </i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Forte décote de marché au regard de la valeur de sa participation FDJ • Politique de distribution irrégulière • Faible rentabilité, voire caractère déficitaire des activités Voyage et Change • Absence de visibilité sur les activités de capital développement • Absence de synergies entre les différentes activités <p><i> Energie </i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Petite taille de IDSUD Energies par rapport aux acteurs majeurs • Structure en développement et rentabilité tout juste naissante • Moyens limités obérant la croissance organique à l'international
OPPORTUNITES	MENACES
<p><i> Holding </i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Restructuration en cours qui devrait permettre de limiter les frais de holding <p><i> Energie </i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Marché en forte croissance • Crédibilité acquise notamment auprès du principal client, Masdar, qui devrait faciliter la conclusion de contrats • Soutien de Kehua Tech pour la production et l'innovation permettant de se positionner sur des contrats de plus grande envergure 	<p><i> Holding </i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Avenir limité des activités historiques liées au tourisme (Change, Voyage) <p><i> Energie </i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Capacité à financer les investissements nécessaires pour rester innovant • Sensibilité du secteur à la réglementation

3.2 Analyse des performances de la Société

Le compte de résultat social simplifié des trois derniers exercices est présenté ci-après :

Compte de résultat

K€	2018	2019	2020
Chiffre d'affaires	981	1 167	681
Subvention d'exploitation			27
Reprise sur provisions / amort	7	12	58
Transfert de charges			
Autres produits	77	74	72
Autres achats et charges externes	(1 550)	(1 546)	(1 322)
Impôts et taxes	(294)	(299)	(270)
Salaires et charges sociales	(1 490)	(1 323)	(1 071)
Autres charges	(81)	(82)	(81)
Dotations aux provisions	(1)		
EBITDA	(2 351)	(1 998)	(1 906)
Dotations aux amortissements	(247)	(241)	(231)
Dotations aux provisions R&C			(1)
EBIT	(2 598)	(2 239)	(2 138)
Résultat financier	3 869	3 281	1 563
Résultat exceptionnel	(209)	(12)	16
IS	(335)	(328)	0
RESULTAT NET	727	702	(559)

Le chiffre d'affaires est essentiellement lié à l'activité Change. Celle-ci avait bien progressé en 2019, portée par une activité soutenue sur les métaux précieux en lien avec la progression du prix de l'or. L'année 2020 a été très impactée par la crise sanitaire avec une réduction très significative des revenus du change touristique sur la période de près de 450 K€.

Les charges ont été réduites en 2020 (mesures de chômage partiel, perception du fonds de solidarité à hauteur de 27 K€), ce qui a permis de contenir la perte d'exploitation au niveau de celle encourue en 2019.

Compte tenu de charges significatives liées à la gestion de la holding, l'EBITDA et l'EBIT sont en perte sur la période.

Le résultat financier intègre essentiellement les dividendes reçus de FDJ, pour un montant de 2,3 millions d'euros en 2020 contre 3,2 millions d'euros en 2019 (et 3,4 millions d'euros en 2018). Il est impacté en 2020 par la dépréciation à 100% des titres de la filiale IDSUD Voyages (à hauteur de 0,76 millions d'euros), société qui a enregistré une baisse de son activité de près de 80% en raison de la crise sanitaire. Les perspectives sur cette activité sont peu lisibles et des pertes sont attendues sur les quatre années à venir.

Le résultat net s'établit à environ 0,7 million d'euros sur les années 2018 et 2019 et ressort en perte en 2020 (-0,56 M€) compte tenu de l'impact de la crise sanitaire, matérialisée notamment par la dépréciation des titres de l'activité Voyage et la baisse des dividendes reçus de FDJ.

Structure financière et gestion du BFR

Le bilan économique social simplifié d'IDSUD est présenté ci-après :

Bilan			
K€	2018	2019	2020
Immobilisations corporelles	1 421	1 550	1 388
Immobilisations incorporelles	188	186	185
Immobilisations financières	10 413	10 397	9 488
Actif immobilisé	12 022	12 133	11 061
Avances et acomptes		1	20
Créances	293	258	330
Autres créances	119	92	115
Charges constatées d'avance	28	60	22
Dettes fournisseurs	(476)	(506)	(355)
Dettes fiscales et sociales	(421)	(474)	(345)
Autres dettes	(111)	(107)	(116)
Provisions R&C	(210)	(8)	(9)
BFR	(778)	(685)	(337)
Comptes courants	4 911	6 464	6 061
VMP	148	197	1 421
Disponibilités	936	799	948
Emprunts	(2 017)	(3 162)	(3 968)
Trésorerie nette	3 978	4 297	4 462

Les immobilisations financières sont essentiellement constituées de la participation dans IDSUD Energies à hauteur de 7,6 millions d'euros. La participation détenue dans FDJ depuis 1976 (5 015 660 titres FDJ) figure au bilan pour une valeur historique de 1 million d'euros.

La participation dans IDSUD Voyages, d'un montant de 0,76 million d'euros a été totalement provisionnée en 2020. Les autres titres concernent diverses participations minoritaires détenues dans des secteurs variés.

Les éléments de BFR (il s'agit d'un excédent) n'appellent pas de commentaire particulier, la réduction de l'excédent provenant de la baisse de l'activité Change et surtout des mesures de chômage partiel induisant une baisse des dettes sociales.

Les comptes courants avec les filiales comprennent notamment le compte courant avec IDSUD Energies à hauteur de 5,4 millions d'euros.

Les valeurs mobilières de placement sont constituées de dépôts à terme souscrits en 2020.

Les emprunts intègrent un prêt garanti par l'Etat (PGE) de 240 K€ souscrit pendant la crise sanitaire, deux prêts Atout souscrits auprès de la BPI pour un montant total de 740 K€ et un prêt auprès de la SMC pour 500 K€. Dans le même temps, la Société a réduit son compte-courant auprès d'IDSUD Voyages.

Les capitaux propres de la Société s'établissent à 15,2 millions d'euros à fin 2020, en baisse de près de 0,6 M€ par rapport à 2019.

Capital

Le capital de la Société est composé au 30 avril 2021 de 898 128 actions.

Actionnariat :

Au 25 septembre 2020 (date du dernier relevé de titres), la répartition du capital et des droits de vote est la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	%	Nombre de droits de vote	%
Indivision Luciani	356 048	39,64%	712 096	55,93%
Jérémy Luciani	31 472	3,50%	49 614	3,90%
Marie-Thérèse Luciani	1	0,00%	1	0,00%
Franklin Finance	168 000	18,71%	168 000	13,20%
FCP Echiquier Patrimoine	60 810	6,77%	60 810	4,78%
Public	276 221	30,76%	277 010	21,76%
Actions auto-détenues	5 576	0,62%	5 576	0,44%
Total	898 128	100%	1 273 107	100%

4. Evaluation de l'action IDSUD

4.1 Méthodes et paramètres d'évaluation de IDSUD

Nous avons procédé à notre propre évaluation de la société IDSUD conformément à la recommandation de l'AMF DOC-2006-15 du 28 septembre 2006, modifiée le 10 février 2020, pour apprécier les conditions offertes dans le cadre de l'OPRA. Cette évaluation repose sur une approche multicritère qui comprend la mise en œuvre de méthodes d'évaluation et l'examen de références de valorisation.

4.1.1 Références et méthodes d'évaluation écartées

Après étude, nous avons écarté les références et méthodes suivantes :

Référence à l'actif net comptable

L'actif net comptable ne constitue pas une référence pertinente de la valeur de IDSUD. Il n'intègre pas les plus-values latentes, notamment sur FDJ, les perspectives de croissance et l'amélioration de la performance de l'activité Energie. Nous avons en revanche mis en œuvre la méthode de l'actif net réévalué, particulièrement pertinente, IDSUD étant avant tout une holding.

A titre d'information les capitaux propres sociaux s'établissent à 15 187 K€ au 31 décembre 2020, la valeur par action s'élève ainsi à 16,9 euros.

Evaluation par capitalisation du dividende (méthode du rendement)

Cette méthode consiste à évaluer la Société par capitalisation d'un dividende normatif au taux du marché de référence. Les résultats de cette méthode dépendent fortement de la politique de distribution de la Société. Nous observons qu'IDSUD ne distribue pas régulièrement de dividendes et que le résultat 2020 était une perte ; cette méthode ne peut ainsi être retenue.

Méthode des multiples observés sur des sociétés comparables cotées

Cette méthode consiste à extérioriser les multiples issus d'un échantillon de sociétés cotées du même secteur d'activité. Cette méthode n'est pas pertinente pour évaluer IDSUD dans son ensemble, s'agissant d'une holding. Nous avons étudié (mais finalement écarté, cf. ci-après § 4.2.1.1) la méthode pour évaluer l'activité principale de la Société exercée par l'intermédiaire de IDSUD Energie.

Méthode des multiples observés sur des transactions du secteur

Cette méthode consiste à extérioriser les multiples issus d'un échantillon de transactions intervenues récemment dans le secteur d'activité. Cette méthode n'est pas pertinente pour évaluer IDSUD dans son ensemble, s'agissant d'une holding. Nous avons étudié (et finalement écarté, cf. ci-après § 4.2.1.1) la méthode pour évaluer l'activité principale de la Société exercée par l'intermédiaire de IDSUD Energie.

4.1.2 Références et méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu les références et méthodes d'évaluation suivantes :

- L'actif net réévalué, chaque actif étant évalué selon ses caractéristiques : en particulier l'activité Energie a été évaluée par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (méthode des Discounted Cash-Flows ou DCF), la participation dans FDJ par référence au cours de bourse (cf. section 2 ci-avant), l'immeuble hébergeant le siège social de la Société par référence à une expertise immobilière ;
- La référence au cours de bourse de la Société : malgré la liquidité modeste du titre, il s'agit d'un indicateur de valeur important pour les actionnaires minoritaires.

4.1.3 Données de référence de la société IDSUD

Nombre de titres

Le capital de la Société est composé de 898 128 actions en circulation au 31 décembre 2020. La Société détient 5 576 de ses propres titres au 30 avril 2021.

Nous retenons dans nos travaux un nombre d'actions hors auto-détention de 892 552 actions.

4.2 Mise en œuvre de l'évaluation de la Société

4.2.1 L'actif net réévalué

L'essentiel de la valeur de la Société est composé de celle de sa participation de 5 015 660 actions dans FDJ, étudiée ci-avant en section 2. Au cours spot (46,30 euros) et moyen pondéré 1 mois (44,55 euros) à la date du 28 mai 2021, la valeur de la participation s'établit à respectivement 232,2 et 223,4 millions d'euros, avant prise en compte de la quote-part de frais et charges fiscale.

Hors FDJ, IDSUD exerce quatre activités :

- Energie, par l'intermédiaire d'IDSUD Energies et ses filiales : la Société a élaboré un plan d'affaires pour cette activité dans le cadre de l'Offre, que nous avons étudié et discuté avec le management. Sur cette base, une analyse DCF a pu être conduite ; elle est synthétisée ci-après au paragraphe 4.2.1.1 ;

- Voyages, par l'intermédiaire d'IDSUD Voyages. Nous avons étudié les performances de cette activité depuis 2018 jusqu'à fin mars 2021 et nous sommes entretenus avec le management pour comprendre les perspectives 2021. La crise sanitaire a eu un impact important sur une activité déjà modeste avant la crise. Compte tenu des pertes d'exploitation réalisées en 2020, pertes qui devraient se maintenir compte tenu de l'arrêt des mesures de chômage partiel, et des perspectives limitées de redressement de l'activité à moyen terme, nous avons évalué la société sur la base de ses capitaux propres, soit 257 K€ ;
- Change, activité opérée directement par IDSUD. Cette activité a été également très impactée par la crise sanitaire en 2020 et les perspectives sont limitées. Les résultats réalisés par le passé restent modestes (le résultat réalisé au cours de 2019, plus forte année d'activité sur les trois dernières années, s'est établi à 338 K€). La Société nous a néanmoins communiqué des prévisions malgré la faible visibilité du management sur cette activité. Ces prévisions restent inférieures à 2019, soit pré Covid. Sur cette base, nous avons mis en œuvre une analyse DCF pour évaluer cette activité ;
- Capital Développement et autres participations : la Société détient des participations minoritaires dans plusieurs sociétés (totalement provisionnées à l'exception de 3 d'entre elles). En l'absence d'éléments indiquant une revalorisation de ces participations, nous avons repris les lignes de titres pour la valeur la plus élevée entre leur valeur comptable dans les comptes d'IDSUD et la quote-part de capitaux propres détenue par IDSUD dans ces sociétés (montant global réévalué de 939 K€).

La Société possède par ailleurs un immeuble à Marseille qui héberge le siège social de la Société. La valeur de cet immeuble est étudiée au paragraphe 4.2.1.2 ci-après.

La Société détient également des valeurs mobilières de placement constituées de dépôts à terme dont la valeur est proche de leur valeur comptable au 31 décembre 2020.

Enfin, nous avons intégré le résultat de la période intermédiaire (résultat au 30 avril 2021 communiqué par la Société) dans la détermination de l'actif net réévalué de la Société.

L'actif net réévalué est présenté au paragraphe 4.2.1.3 ci-après.

4.2.1.1 IDSUD Energies

Ainsi que rappelé au paragraphe 3.1 ci-dessus, IDSUD Energies et ses filiales ont réalisé un chiffre d'affaires de l'ordre de 10 millions d'euros en 2020, essentiellement sur le segment Développement et assemblage d'équipements (95% du chiffre d'affaires), et marginalement dans l'activité de distribution. Le résultat d'exploitation combiné s'est établi à 0,5 million d'euros.

Pour évaluer cette société, nous avons écarté les méthodes suivantes :

Méthodes écartées :

- Actif net comptable : cette méthode ne constitue pas une référence pertinente de la valeur d'IDSUD Energies, les capitaux propres n'intégrant pas les perspectives de croissance, l'amélioration de la performance ni les éventuelles plus-values latentes. Pour information, les capitaux propres sociaux s'établissent à 6 millions d'euros et la valeur comptable des titres IDSUD Energies au bilan d'IDSUD à 7,6 millions d'euros.
- Méthode des multiples observés sur des sociétés comparables cotées : cette méthode consiste à extérioriser les multiples issus d'un échantillon de sociétés cotées du même secteur d'activité. Une recherche étendue de comparables boursiers nous a conduit à sélectionner 4 sociétés, dont les titres sont raisonnablement liquides en bourse :
 - o Alfen NV société spécialisée historiquement dans les postes de transformation électrique qui s'est progressivement tournée vers les énergies renouvelables (mobilité et bornes de recharge de véhicule). Ce segment reste très minoritaire chez IDSUD, nous n'avons ainsi pas retenu cette société ;
 - o Invinity Energy Systems présent sur le segment du stockage de l'énergie avec une technologie fondamentalement différente de celle d'IDSUD Energies. Compte tenu de la différence de solutions technologiques, cette société n'est pas concurrente d'IDSUD et nous ne l'avons pas retenue ;
 - o SMA Solar Technology et SolarEdge Technologies sont concurrents de Kehua France sur le segment des onduleurs. Il s'agit cependant de sociétés plus diversifiées et de taille beaucoup plus importante qu'IDSUD (capitalisations boursières respectives de l'ordre de 1,6 milliard d'euros et 15 milliards de dollars). Nous n'avons pas retenu ces sociétés compte tenu de leur taille, de leur maturité et de leur caractère diversifié.

En conséquence, nous avons écarté la méthode, essentiellement en raison de la taille des sociétés de l'échantillon, leur maturité et leurs performances financières très différentes de celles d'IDSUD Energies. Nous avons conservé cet échantillon pour déterminer le beta sectoriel dans le cadre du calcul du taux d'actualisation.

- Méthode des multiples observés sur des transactions comparables : cette méthode consiste à extérioriser les multiples issus d'opérations d'acquisition de sociétés jugées comparables. Nous avons recherché des transactions intervenues au cours des derniers 24 mois dans le secteur Energie renouvelable. Nous avons ainsi étudié les 3 transactions suivantes :
 - o Acquisition de Engie EPS par le groupe taiwanais TCC (acquisition annoncée le 20 avril 2021, toujours en cours). Engie EPS a une activité en partie comparable à celle d'IDSUD mais son développement est soutenu par les projets développés par Engie. Engie EPS dispose de ce fait d'un potentiel de développement très supérieur à celui d'IDSUD. La Société Générale qui suit la valeur prévoit un chiffre d'affaires de 120 M€ en 2022 contre un chiffre d'affaires 2020 de 11 M€. Cette dynamique de croissance, très différente de celle d'IDSUD Energie, nous a conduit à écarter ce projet de transaction ;

- Acquisition de North Star Battery Company par Enersys en septembre 2019, société spécialisée dans la fabrication de batteries (chiffre d'affaires de 170 M\$) dont l'activité est éloignée de celle d'IDSUD. Nous n'avons ainsi pas retenu cette transaction ;
- Acquisition de Gruppo Green Power par Alperia en août 2019. Gruppo Green Power propose des solutions relatives aux installations photovoltaïques, pompes à chaleur, systèmes hybrides ainsi que des produits de domotique. Son offre s'adresse essentiellement aux particuliers alors que l'offre d'IDSUD s'adresse aux professionnels. Nous n'avons ainsi pas retenu cette transaction.

En l'absence de transaction jugée suffisamment comparable, nous n'avons pas retenu cette méthode.

Méthode retenue :

Nous avons eu accès au plan d'affaires de la société IDSUD Energies établi à l'occasion de l'Offre. Nous l'avons analysé et avons pu en discuter avec le management et avec le comité ad-hoc. Nous avons sur cette base conduit une analyse de flux futurs actualisés (méthode DCF) présentée ci-après.

Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de IDSUD Energies est calculé à partir des comptes sociaux au 31 décembre 2020 de la société et de ses filiales. Il intègre les principaux éléments suivants :

- (+) les comptes courants pour 5 381 K€ (figurant en créances chez IDSUD) ;
- (+) les emprunts et dettes auprès des établissements de crédit pour 7 040 K€ ;

Et venant en diminution de l'endettement :

- (-) la trésorerie au 31 décembre 2020, soit 858 K€ ;
- (-) les valeurs mobilières de placement pour 205 K€ ;
- (-) la valeur des déficits fiscaux actualisés pour 560 K€.

Nous n'avons pas retenu la provision pour retraite de 81 K€ car les charges de retraite sont déjà prises en compte dans les flux du plan d'affaires.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres correspond à une dette nette de 10,8 millions d'euros.

Actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF)

Cette méthode consiste, sur la base du plan d'affaires d'IDSUD Energies, à actualiser les flux de trésorerie prévisionnels à un taux reflétant le niveau de rentabilité attendu par le marché à l'égard de cette société. Cette méthode tient compte d'une valeur dite terminale reflétant la rentabilité et la croissance normative de la société en fin de plan.

Cette méthode permet de prendre en compte les perspectives de développement de la société à moyen-terme.

Les perspectives de développement sont intégrées dans le plan d'affaires d'IDSUD Energies. La société n'a pas l'habitude d'établir des plans d'affaires selon un processus établi. Celui qui nous a été communiqué, sur la période 2021-2023, a été préparé dans le cadre de la présente Offre. Le management nous a confirmé que le plan d'affaires d'IDSUD Energies qui nous a été communiqué avait été discuté avec le conseil de surveillance de la Société tout au long de son élaboration, et que ce dernier s'en était déclaré satisfait. Lors de nos contacts avec le comité ad hoc, celui-ci n'a pas remis en cause les prévisions du plan.

Analyse du plan d'affaires de la Société

Le chiffre d'affaires a été estimé sur la période 2021-2023 sur la base des marchés signés ou en cours de finalisation avec une probabilité d'exécution très élevée. Le management a une bonne visibilité de ces marchés jusqu'en 2023, soit jusqu'à la fin de la période explicite du plan d'affaires. Le chiffre d'affaires devrait ainsi passer de 10 M€ en 2020 à plus de 40 M€ en 2023, représentant une croissance moyenne annuelle de l'ordre de 56%.

Le chiffre d'affaires a été estimé par activité :

- l'activité de conception, développement et assemblage dont les contrats ne sont pas récurrents. Néanmoins, la crédibilité d'IDSUD Energies acquise grâce à son principal client Masdar lui permet aujourd'hui de se positionner sur des contrats de plus grande envergure avec le soutien de Kehua Tech pour la production et l'innovation. La croissance moyenne annuelle prévue sur cette activité est de 45% sur la période 2020-2023 ;
- l'activité de distribution assurée par la filiale Kehua France devrait connaître une progression significative, avec un objectif de l'ordre de 6 M€ en 2023 ;
- l'exploitation des centrales photovoltaïques exploitées au sein de 5 SPV, dont les produits sont moins significatifs. Après une année 2020 à l'arrêt en raison de la crise sanitaire, le chiffre d'affaires devrait progresser pour atteindre près de 3,7 M€ en 2023.

L'activité a été impactée par la crise sanitaire, notamment pour la partie distribution en France et au Maroc. Certains projets ont par ailleurs dû être décalés, mais globalement l'activité s'est bien tenue et l'année 2021 devrait être en ligne avec le budget.

La marge brute devrait ressortir en moyenne à 33,7% sur 2021-2023, niveau jugé pérenne par la Société.

Parmi les charges, la plus importante est la masse salariale qui représente 16% du chiffre d'affaires 2021. Elle passe à 18% en 2022, en lien avec les recrutements permettant de soutenir la croissance, puis à 14% en 2023.

Les autres charges externes, constituées principalement des loyers, des frais de déplacement, des frais financiers et des honoraires, diminuent sur la période explicite du plan passant de 4,5% du chiffre d'affaires 2021 à 3% en 2023.

Les autres charges comprennent les frais de structure des différentes filiales implantées en Asie, en Afrique du Nord et au Moyen-Orient.

La marge d'EBITDA atteint 11,1% en moyenne sur 2021-2023, et 12,5% après prise en compte du CIR et des allègements sur les charges sociales liés au statut de JEI (Jeune Entreprise Innovante).

Sur la durée du plan d'affaires, les investissements liés aux certifications nécessaires pour pénétrer de nouveaux marchés représentent 2,9% du chiffre d'affaires en 2021 et diminuent progressivement à 2% en 2023.

Les dotations aux amortissements liés aux certifications immobilisées sont stables sur le plan, à environ 1,6% du chiffre d'affaires.

Le taux d'imposition retenu sur la durée du plan est celui en vigueur en France.

Le besoin en fonds de roulement (BFR) a été modélisé par contrat par la Société. Il intègre des études en cours pour des montants significatifs. D'un niveau d'environ 180% du chiffre d'affaires en 2020, il devrait diminuer pour atteindre 53% en 2023.

Extrapolation

Nous avons extrapolé le plan jusqu'en 2027 afin de faire décroître la croissance du chiffre d'affaires vers un niveau normatif. Compte tenu du dimensionnement de la Société sous l'effet des recrutements réalisés en 2022, nous avons pris en compte une croissance de 15% en 2024, diminuant progressivement jusqu'à un niveau de 5% en 2027. La croissance du chiffre d'affaires ressort à 28% en moyenne annualisée sur la période 2020-2027.

Nous avons retenu une marge d'EBITDA avant CIR et allègement de charges sociales de 11,1%, égale à la moyenne du plan.

Les allègements de charges sociales se terminant en 2023, nous ne les avons pas pris en compte au-delà. En revanche nous avons maintenu un CIR égal à 0,45% du chiffre d'affaires.

Nous avons maintenu des investissements représentant 2% du chiffre d'affaires, en ligne avec la dernière année explicite du plan.

Nous avons considéré que le BFR devait s'améliorer, la part des études diminuant avec l'augmentation du chiffre d'affaires. La Société nous a indiqué qu'un niveau de 46% du chiffre d'affaires, niveau atteint en 2027 dans notre modélisation, pouvait être considéré comme normatif, les études amont non financées par les clients constituant un élément significatif des contrats.

Flux normatif

Le flux normatif, construit à horizon 2027, repose sur les hypothèses suivantes :

- une croissance du chiffre d'affaires de 2%, égale au taux de croissance à l'infini ;
- une marge d'EBITDA hors CIR de 11,1%, en ligne avec la moyenne observée sur la période 2021-2023 ;
- des investissements et des amortissements égaux à 2% du chiffre d'affaires, en ligne avec le plan ;
- un BFR égal à 46% du chiffre d'affaires, en amélioration par rapport à 2023 (53%).

Le taux d'imposition a été retenu à 25%, taux d'imposition attendu en France à compter des exercices ouverts au 1er janvier 2022.

Croissance à l'infini

La croissance à l'infini a été estimée à 2%, en ligne avec le taux cible de la banque centrale européenne en matière d'inflation.

Taux d'actualisation

Les flux financiers ont été actualisés à mi-année, à compter du 1^{er} mai 2021.

Nous avons retenu un taux d'actualisation de 12,7% déterminé sur la base des éléments suivants :

- Un bêta désendetté de 1,2, sur la base de l'échantillon présenté ci-dessus (source : Capital IQ) ;
- Une prime de risque de 7,63% observée sur le SBF 120 à fin avril 2021 (source : Fairness Finance) ;
- Un taux sans risque de 0,16% à fin avril 2021, correspondant au rendement des obligations d'Etat françaises à 10 ans (source : Fairness Finance) ;
- Une prime de taille de 4,2% (source : CCEF, prime pour des sociétés réalisant un EBIT de 2,8 M€), que nous n'avons pas limitée compte tenu du risque lié à l'exposition d'IDSUD Energies à certains pays comme le Maroc ;
- Un coût de la dette de 2,2% avant IS ;
- Un levier financier cible de 20% (vision moyenne entre le secteur, peu endetté, et la société, endettée).

Résultat de nos travaux

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de la société IDSUD Energies s'établit à 25,9 M€, soit une valeur des fonds propres de 15,1 M€.

Nous présentons ci-après les sensibilités à une variation de :

- +/- 0,5 point de taux de croissance ou de taux d'actualisation ;
- +/- 1 point de marge d'EBITDA terminale et +/- 0,5 point de taux d'actualisation.

Les valeurs de fonds propres ainsi obtenues sont les suivantes (en K€) :

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Wacc	11,70%	17 358	17 791	18 269	18 798	19 388
	12,20%	15 872	16 232	16 626	17 061	17 543
	12,70%	14 519	14 817	15 143	15 500	15 894
	13,20%	13 283	13 530	13 798	14 091	14 412
	13,70%	12 150	12 353	12 573	12 812	13 073

		Marge d'EBITDA				
		9,1%	10,1%	11,1%	12,1%	13,1%
Wacc	11,70%	11 632	14 951	18 269	21 587	24 905
	12,20%	10 383	13 504	16 626	19 748	22 869
	12,70%	9 255	12 199	15 143	18 087	21 031
	13,20%	8 232	11 015	13 798	16 581	19 363
	13,70%	7 301	9 937	12 573	15 209	17 844

On note la forte sensibilité de la valeur à la marge d'EBITDA terminale.

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres de la société IDSUD Energies ressort dans une fourchette comprise entre 12,2 M€ et 18,1 M€, avec une valeur centrale à 15,1 M€.

Nous avons par ailleurs effectué une analyse de sensibilité à une variation de la croissance 2024 (la croissance 2025 à 2027 étant calculé par extrapolation linéaire pour tendre vers la croissance normative de 2%), ainsi qu'au niveau de BFR retenu. La valeur d'entreprise varie d'environ 1,2% pour 1% de croissance. Elle varie de 1,3% pour 1% de BFR normatif.

4.2.1.2 Valeur de l'immeuble

IDSUD détient un immeuble situé 3 place du Général de Gaulle à Marseille, hébergeant son siège social.

Cet immeuble a fait l'objet d'une évaluation par Expertises Galtier début 2018, dans le but d'assurer les biens suivants : bâtiments, installations générales et techniques, ainsi que les matériels. L'expertise conclut à une valeur de 4 075 K€, prenant en compte la vétusté. Il s'agit d'une valeur au prix de reconstruction à l'identique, honoraires d'architecte compris.

Nous nous sommes assurés que cette évaluation était cohérente avec les prix de marché actuels.

Compte tenu d'une valeur nette comptable de l'immeuble de 1 103 K€, la plus-value latente est de 2 972 K€, soit 2 185 K€ après prise en compte de la fiscalité.

4.2.1.3 Actif net réévalué d'IDSUD

L'actif net réévalué d'IDSUD ressort à 247,9 M€ sur la base du cours spot au 28 mai 2021 de FDJ et 239,4 M€ sur la base du cours moyen pondéré 1 mois, soit une valeur par action de respectivement 277,7 € et 268,2 €.

Les principales réévaluations sont les suivantes :

- Les titres FDJ valorisés à 224,9 M€, sur la base du cours spot au 28 mai 2021 et 216,4 M€ sur la base du cours moyen pondéré des volumes sur 1 mois, après prise en compte de la quote-part de frais et charge fiscale ;
- Les titres de la société IDSUD Energies, pour la valeur ressortant de l'analyse DCF présentée ci-avant, soit 15,1 M€ ;
- Les titres de la société IDSUD Voyages, pour la valeur ressortant de ses capitaux propres au 31 décembre 2020, soit 0,26 M€ ;
- Les autres titres de participation pour la valeur la plus élevée entre leur valeur comptable et une valeur égale à la quote-part de capitaux propres détenue par IDSUD dans ces sociétés, soit un total de 0,94 M€ ;
- L'annulation des actions propres pour 0,1 M€ dans les immobilisations financières, car nous retenons un nombre d'actions retraité de l'auto-contrôle ;
- L'immeuble servant de siège social à IDSUD pour 3,3 M€, après prise en compte de la fiscalité ;
- L'activité Change pour 1,24 M€, selon la méthode DCF sur la base des prévisions 2021-2024 de chiffre d'affaires et de résultat communiquées par la société. Nous avons retenu une marge normative égale à la moyenne des 3 dernières années du plan, pris en compte un taux de croissance à l'infini de 1% compte tenu des faibles perspectives à long terme sur cette activité, et un taux d'actualisation de 12,5% sur la base d'un taux de rendement de marché de 7,8%, d'un beta de 1 et d'une prime de taille de 4,7%² ;
- Le résultat de la période intercalaire (perte intercalaire) pour -1,9 M€, prenant en compte notamment la cession de la SCI Sweet Immo, les frais de restructuration et les frais liés à la présente Opération (non liés au succès de l'Offre), après impôt. Nous n'avons pas pris en considération dans ce résultat les dividendes devant être versés par FDJ le 23 juin 2021, le cours de FDJ étant retenu dividende attaché dans la présente analyse.

² Sources : Fairness Finance, Capital IQ, CCEF

K€	ANC 2020	Réévaluation	ANR - base cours FDJ	
			1 mois	spot
Immobilisations corporelles	1 388	2 185	3 573	3 573
Immobilisations incorporelles	185		185	185
Immobilisations financières	9 488	223 284	232 772	241 270
Actif immobilisé	11 061	225 469	236 530	245 029
BFR	(337)	0	(337)	(337)
Comptes courants	6 061	(604)	5 457	5 457
VMP	1 421		1 421	1 421
Disponibilités	948		948	948
Emprunts	(3 968)		(3 968)	(3 968)
Trésorerie nette	4 462	(604)	3 859	3 859
Activité Change		1 238	1 238	1 238
ACTIF NET avec résultat intercalaire	15 187	226 103	241 290	249 788
Résultat intercalaire			(1 934)	(1 934)
ACTIF NET après résultat intercalaire			239 355	247 854
Nombre d'actions hors autocontrôle			892 552	892 552
Valeur par action avant décote			268,17 €	277,69 €
Contrepartie offerte (4 actions FDJ)			178,20 €	185,20 €
Décote implicite			-33,5%	-33,3%

Les conditions de l'Offre qui induisent une valeur de l'action IDSUD de 185,20 euros (valeur de 4 actions FDJ au cours spot au 28 mai 2021) et 178,20 euros (valeur de 4 FDJ au cours moyen pondéré 1 mois) font ressortir une décote de 33,3% et 33,5% sur l'actif net réévalué par action de la Société. Nous avons apprécié cette décote au regard de celle observée sur le marché pour des sociétés d'investissement publiant régulièrement leur ANR (§ 4.2.1.4 ci-après) et de celle observée sur le marché du titre IDSUD (§ 4.2.2 ci-après).

4.2.1.4 Analyse de la décote induite par l'Offre par rapport à l'ANR de la Société

L'Offre, compte tenu d'une parité de 4 actions FDJ pour 1 action IDSUD, fait ressortir une décote de 33,3% et 33,5% sur la base des cours spot et moyen pondéré un mois de FDJ.

Cette décote a le caractère d'une décote de holding qui peut se justifier par plusieurs facteurs :

- La liquidité de la holding par rapport au sous-jacent coté. IDSUD présente en effet une liquidité beaucoup plus faible que FDJ ;
- La politique de distribution de dividende de la holding. IDSUD ne verse pas régulièrement de dividende alors que FDJ s'est engagée à une politique de versement régulier de dividende. Ainsi, la Société n'a pas versé de dividende au titre de 2019 et 2020 et a versé des montants compris entre 180 K€ (2017 et 2018) et 539 K€ (2016). Dans le même temps, FDJ a versé à la Société un montant global de 2,26 M€ en 2020, des montants compris entre 3,2 et 3,4 M€ (sur la période 2017-2019) et 6 M€ en 2016 ;
- La faible rentabilité, voire les pertes générées par les autres activités de IDSUD, les activités Voyage et Change ayant été fortement impactées par la crise sanitaire. IDSUD Energies pour sa part reste une structure en développement ;
- L'absence de synergies entre les différentes activités.

Afin d'apprécier la décote induite par les conditions de l'Offre, nous avons étudié les décotes observées sur un échantillon de sociétés d'investissement publiant régulièrement leur ANR. Nous n'avons ainsi pas retenu les holdings patrimoniales dont l'objet est de contrôler un actif quasi unique, qui ne publient généralement pas d'ANR.

L'échantillon retenu comprend :

- o Eurazeo, société d'investissement diversifiée intervenant dans le capital risque (79% du portefeuille) et la gestion pour compte de tiers (21% du portefeuille) ;
- o Exor, société d'investissement détenant principalement des participations dans Stellantis, Partner Re, Ferrari, CNH Industrial. Environ 70% de l'actif brut réévalué³ est constitué de sociétés évaluées à leur cours de bourse ;
- o Wendel, société d'investissement dont le portefeuille est constitué notamment de Bureau Veritas société cotée représentant 41,5% de l'actif brut réévalué ;
- o Peugeot Invest (ex FFP) dont les principaux actifs sont les sociétés Stellantis et Faurecia qui représentent 40% de l'actif brut réévalué. Les autres participations cotées représentent plus de 26% de l'actif brut réévalué ;
- o Groupe Bruxelles Lambert société d'investissement dont les actions cotées représentent 80% de la valeur du portefeuille⁴ ;
- o Altamir société qui s'appuie sur Apax partner société de capital-risque investie en titres de sociétés cotées et non cotées.

Les décotes présentées ci-dessous sont calculées sur la base :

- du dernier ANR publié par chaque société (31 décembre 2020 ou 31 mars 2021 selon les sociétés) par rapport à la moyenne 1 mois du cours au 28 mai 2021 ;

³ Actif net réévalué avant prise en compte de l'endettement financier

⁴ Adidas SGS, Pernod Ricard, Umicore, Imerys, Holcim, Mowi, GEA, Ontex, Total

- des ANR semestriels publiés depuis le 31 décembre 2017 jusqu'au 31 décembre 2020 en prenant comme référence la moyenne 1 mois des cours de bourse à la date de clôture semestrielle (moyenne 2017-2020).

Décotes	Dernier ANR 28/05/2021	Moyenne 2017-2020
Eurazeo	-15,1%	-23,3%
Exor	-30,7%	-33,4%
Altamir	-23,0%	-35,3%
Wendel	-32,3%	-27,3%
GBL	-28,6%	-26,2%
Peugeot Invest	-36,7%	-42,5%
Moyenne	-27,8%	-31,3%

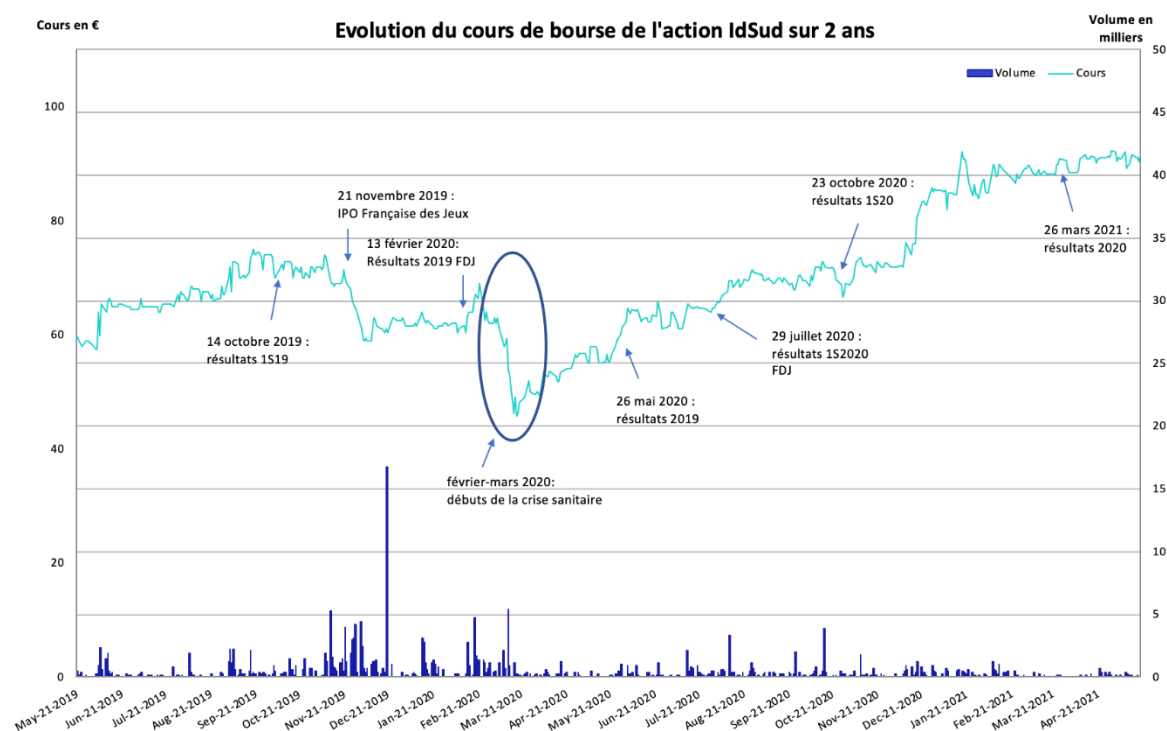
Nous observons que la décote a varié au cours des 4 dernières années : de l'ordre de 24% à fin 2017, elle a progressivement augmenté jusqu'à atteindre près de 40% à fin juin 2020, sous l'effet de la crise sanitaire. Elle était encore à 38% fin 2020 et semble se réduire progressivement depuis le début de l'année. Elle ressort à 27,8% sur la base des cours moyens 1 mois au 28 mai 2021.

La décote induite par l'Offre par rapport à l'ANR d'IDSUD se situe dans la fourchette haute des décotes de holding récemment constatées, entre celle observée sur Wendel et celle constatée sur Peugeot Invest. Elle est légèrement supérieure à la moyenne des décotes constatées sur les 3 dernières années qui ressort à 31,3%.

Pour apprécier la décote ressortant des conditions offertes, nous avons également étudié celle observée sur le marché entre le cours d'IDSUD et son ANR tel qu'il peut être appréhendé par le marché (en ne réévaluant que la participation détenue dans FDJ). Cette étude est présentée ci-après au paragraphe 4.2.2.

4.2.2 La référence au cours de bourse de la Société

Le titre IDSUD est coté sur le marché Euronext Growth d'Euronext Paris (transfert d'Euronext vers Alternext en juillet 2010). Le graphique suivant montre l'évolution du cours de bourse du titre IDSUD sur les deux années précédant la suspension de cours demandée à l'AMF avant l'annonce de l'Offre :



Entre le début de l'année 2019 et l'introduction en bourse de FDJ, le titre IDSUD a progressé de 17%, soit une surperformance de 8% par rapport au SBF 120. Le titre IDSUD n'a ensuite pas bénéficié de la première phase de hausse du titre FDJ, perdant 1% entre l'introduction en bourse et l'atteinte par celui-ci du cours de 30 euros en février 2020 (+34% par rapport au cours d'introduction).

Le titre IDSUD a ensuite baissé durant le début de la crise sanitaire pour atteindre un plus bas de 45,8 euros le 18 mars 2020. Depuis cette date, la valeur du titre IDSUD a doublé, surperformant le SBF 120 de 18% ; sa trajectoire s'est rapprochée, sans l'égaliser, de celle du titre FDJ (+141%).

Sur la période analysée, la liquidité du titre est modeste (la rotation du flottant s'établit à 27,6%) et très irrégulière, 55% des volumes ont été traités sur moins de 60 séances, dont une représentant, seule, 7% des volumes sur 2 ans.

29% des titres échangés sur les deux années étudiées l'ont été dans les deux mois encadrant l'introduction en bourse de FDJ (volumes quotidiens moyens plus de cinq fois supérieurs à la moyenne de juillet à septembre).

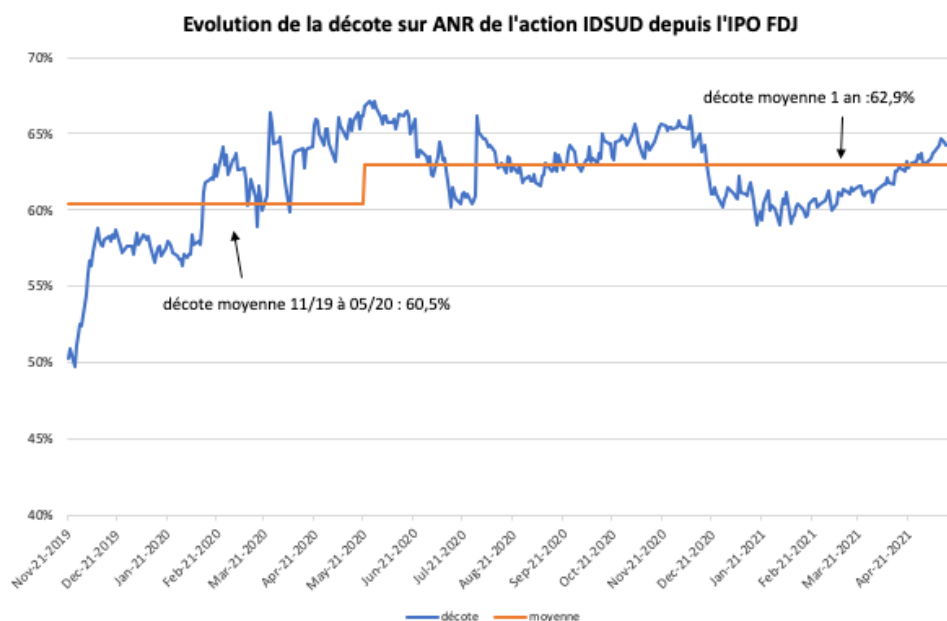
Cours	20/05/2021	Liquidité - 20/05/2021	en milliers
spot	91,60 €	Moyenne volume 1 mois	0,19
1 mois	91,05 €	Moyenne volume 3 mois	0,13
3 mois	90,05 €	Moyenne volume 6 mois	0,23
6 mois	85,46 €	Somme volume 1 an	76
1 an	74,40 €	NOSH	898
2 ans	67,44 €	Flottant	31%
+haut (1 an)	92,40 €	Rotation du capital 1 an	8,5%
+bas (1 an)	55,40 €	Rotation du flottant 1 an	27,6%

A la reprise de la cotation le 28 mai 2021, le cours a augmenté de 85,6%, atteignant 170 euros en clôture.

Les conditions de l'Offre, qui induisent une valeur de l'action IDSUD de 185,20 euros (au cours spot de FDJ au 28 mai 2021) et 178,20 euros (cours moyen pondéré 1 mois de FDJ), font ressortir une prime de l'ordre de 102% sur le cours spot d'IDSUD au 20 mai 2021 (veille de la suspension du cours) et de 96% sur la moyenne 1 mois.

Analyse de la décote sur ANR

Le graphique ci-dessous présente l'évolution de la décote du titre IDSUD par rapport à son ANR recalculé sur la base des données disponibles publiquement (capitaux propres sociaux d'IDSUD réévalués sur la base du cours de FDJ après prise en compte de la quote-part de frais et charges, ou ANR de marché).



Sur la période, le titre IDSUD s'est traité avec une décote par rapport à son ANR comprise entre 49,8% et 67,1%, et en moyenne de 62,9% sur un an. La décote s'accroît dans les phases de forte hausse du titre FDJ.

Nous observons que la décote induite par l'Offre entre 33,3% et 33,5% est près de deux fois moindre (-47%) que celle observée sur le marché, observation renforcée par le fait que l'ANR de marché et donc la décote de marché ne prend pas en compte la valeur des autres actifs de la Société, notamment celle de l'activité Energie.

Par ailleurs, le cours spot d'IDSUD à 91,60 euros fait ressortir une décote de 67% par rapport à l'ANR recalculé par nos soins à 277,7 euros (intégrant une réévaluation de tous les actifs dont la valeur est différente de la valeur comptable).

5. Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre présentés dans la note d'information

La banque Hottinguer (ci-après « la banque présentatrice »), a préparé les éléments d'appréciation de la parité d'échange offerte, figurant à la section 3 du projet de note d'information.

Dans le cadre de notre mission, nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés de la banque et de ses équipes en charge de la rédaction des éléments d'appréciation des termes offerts.

5.1 Analyse des travaux relatifs à l'appréciation de la valeur de FDJ

La banque présentatrice a retenu le cours de bourse comme méthode principale d'évaluation de FDJ. Elle présente également les cours cibles des analystes.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur ce point. Nous avons cependant arrêté nos calculs à la date du 28 mai 2021, date de fin de nos travaux ; la banque présentatrice a arrêté les siens à la veille de la suspension de cours d'IDSUD, le 20 mai.

Concernant les objectifs de cours d'analystes, nous avons retenu les objectifs des analystes ayant publié un rapport suite à la publication du chiffre d'affaires du premier trimestre 2021, sur la base des notes collectées. La banque présentatrice a retenu les target prices tels qu'ils ressortent de la base de données Bloomberg.

5.2 Analyse des travaux relatifs à l'appréciation de la valeur de la Société

5.2.1 Présentation des méthodes écartées

La banque présentatrice a écarté les méthodes suivantes : Actif Net Comptable, Actualisation des dividendes, Comparables boursiers, Transactions comparables.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur ce point.

5.2.2 Présentation des méthodes retenues

La banque présentatrice a retenu, comme nous-mêmes, les méthodes suivantes :

- L'actif net réévalué à titre principal, sur la base du cours de bourse de FDJ et d'un calcul DCF pour IDSUD Energie et pour l'activité Change ;
- L'analyse du cours de bourse d'IDSUD à titre indicatif.

Nombre de titres retenus

Le nombre de titres retenu par la banque présentatrice s'établit à 892 552 actions hors autocontrôle. Nous avons retenu le même nombre d'actions.

5.2.3 Analyse du cours de bourse et objectifs de cours

L'analyse réalisée par la banque présentatrice sur le cours de bourse d'IDSUD n'appelle pas de commentaires de notre part.

Cette référence est donnée à titre indicatif compte tenu de la faible liquidité du titre. Nous la retenons, malgré une liquidité modeste et irrégulière, car il s'agit d'un repère important dans le cadre d'une OPRA.

5.2.4 Méthode de l'actif net réévalué

La banque présentatrice a réévalué les actifs de la Société sur la base :

- du cours au 20 mai 2021 (VWAP 1 mois) pour évaluer la participation dans FDJ ;
- d'une analyse DCF pour évaluer IDSUD Energies et l'activité Change ;
- d'une évaluation d'un expert en assurance pour l'immeuble du siège social ;
- de la valeur comptable pour les autres actifs et passifs ;
- d'un ajustement de la dette financière à hauteur de frais de restructuration et de frais divers pour un total de 4,4 M€ ;
- d'une décote de holding de 30% appliquée à l'ANR.

Nous avons retenu la même approche, avec quelques écarts de mise en œuvre, dont les principaux sont les suivants :

- Concernant la participation dans FDJ : la banque a retenu le cours moyen pondéré à la date d'annonce de l'Offre, nous avons retenu celui à la date de fin de nos travaux (impact +7,5 M€). La banque calcule également la contrepartie offerte (4 FDJ) sur la base du cours au 20 mai 2021 (vs 28 mai dans nos travaux) ;
- Concernant IDSUD Energies, nous avons utilisé des paramètres différents dans l'analyse DCF, détaillés ci-après (impact +3,5 M€) ;

- Concernant IDSUD Voyage et les autres participations : la banque a retenu la valeur comptable des titres, nous avons retenu la quote-part de capitaux propres détenue dans les sociétés sous-jacentes par la Société (impact +0,5 M€) ;
- Concernant l'activité Change, la banque a retenu une analyse DCF sur la base de paramètres légèrement différents des nôtres : taux d'actualisation de 11,4% (12,5% dans nos travaux n'intégrant pas de levier financier) ; extrapolation jusqu'en 2026 et croissance à l'infini de 0%, nous avons calculé un flux terminal fin 2024 sur la base d'une moyenne de résultat 2022-2024 et une croissance à l'infini de 1% (impact non significatif) ;
- Concernant les autres actifs et passifs : nous avons retenu les autres éléments d'actif immobilisé et de BFR, non retenus par la banque (impact de +0,1 M€) ;
- Concernant les ajustements de dette : nous n'avons pas pris en compte les pertes futures anticipées pour l'activité Voyage, considérant qu'elles seraient compensées par des bénéfiques futurs. Nous avons retenu les frais de restructuration et les frais liés à l'Opération dans le résultat estimé de la période, pour un montant après impôt (impact + 1,6 M€)

Soit un écart global de 13,2 millions d'euros avant décote, dont 7,5 M€ provient d'une différence de date de référence pour valoriser la participation dans FDJ. La valeur de la contrepartie offerte de 4 actions FDJ étant déterminée à la même date de référence, l'incidence de ce seul élément sur la parité est cependant minime.

Par ailleurs, nous n'avons pas appliqué de décote de holding mais avons apprécié la décote ressortant des conditions offertes (sur la base du cours spot et moyen pondéré 1 mois de FDJ au 28 mai 2021) par rapport à l'ANR ainsi déterminé. Nous n'avons cependant pas de commentaire sur la décote utilisée, proche de celle observée en moyenne sur le marché.

5.2.5 Evaluation d'IDSUD Energies par actualisation des flux de trésorerie futurs

Prévisions retenues et dette nette

La banque présentatrice a retenu le plan d'affaires 2021-2023 de la Société qu'elle a extrapolé sur la période 2024-2027, avec un taux de croissance du chiffre d'affaires décroissant de 5,4% à 3,3%. Elle a retenu une marge d'EBITDA entre 8,6% et 9%.

Nous avons également retenu le plan du management et avons bâti une extrapolation intégrant une croissance de 15% en 2024 décroissant à 5% en 2027. Nous avons par ailleurs retenu une marge d'EBITDA de 11% avant CIR et 11,5% après CIR plus en ligne avec le plan.

La banque a retenu une dette nette de 11,3 millions d'euros. Nous retenons la même dette nette à laquelle nous avons ajouté la valeur des déficits fiscaux actualisés (que la banque a pris en compte dans les flux pour un montant proche).

Taux d'actualisation et croissance à l'infini

La banque a retenu un taux d'actualisation de 11,7%, intégrant une prime de taille de 3,4%.

Nous avons retenu un taux de 12,7% intégrant une prime de taille de 4,2%, calculée sur l'EBIT de la Société. Nous ne l'avons pas limitée car elle reflète aussi le risque inhérent à l'activité dans certaines zones géographiques, pour un acteur de petite taille.

Les écarts sur les autres paramètres sont peu significatifs et liés à des différences d'échantillon pour le calcul du beta et du gearing et des différences de sources.

La banque présentatrice a retenu un taux de croissance à l'infini de 2%, nous n'avons pas d'écart sur ce point.

Résultats obtenus

La banque présentatrice obtient une valeur centrale de 11,6 millions d'euros (dans une fourchette de 10,9 à 12,4 millions d'euros).

Nos travaux conduisent à une valeur comprise dans une fourchette de 12,2 à 18,1 millions d'euros, avec une valeur centrale à 15,1 millions d'euros.

6. Réponse aux éventuels courriers reçus d'actionnaires

Nous n'avons reçu aucun courrier ou demande d'actionnaires minoritaires.

7. Synthèse des travaux et attestation sur le caractère équitable des conditions offertes

7.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

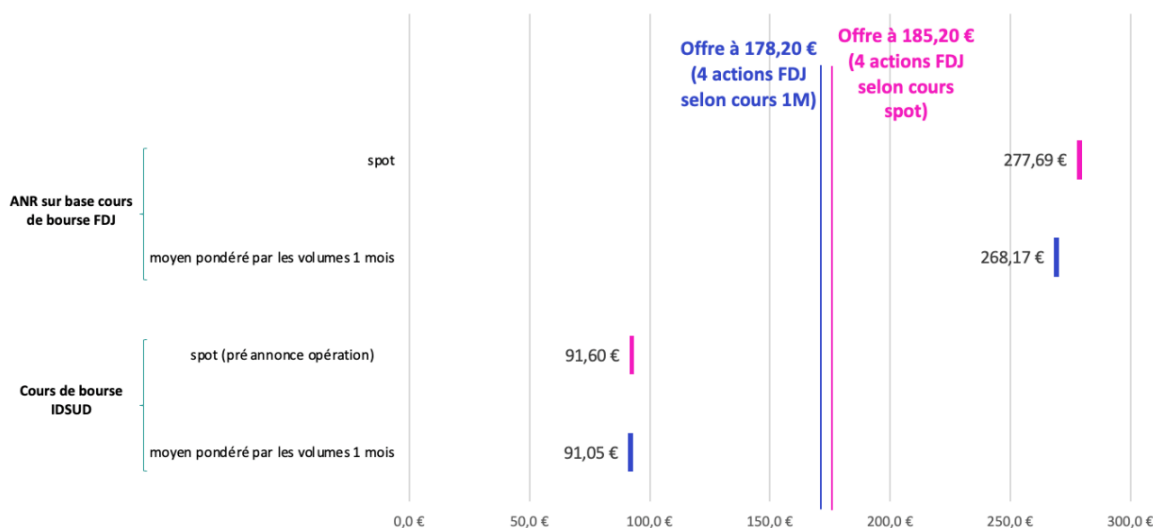
La parité offerte dans le cadre de l'Offre d'achat, soit 4 actions FDJ pour 1 action de la Société, fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugé pertinentes :

Méthodes	Références	Valorisation en € expert indépendant	Prime / (décote) sur le prix d'Offre	Etablissement présentateur	Prime / (décote) sur le prix d'Offre
Méthodes retenues	ANR sur base cours de bourse FDJ				
	- spot	277,69 €	-33,3%		
	- moyen pondéré par les volumes 1 mois	268,17 €	-33,5%	177,33 €	0,7%
	Cours de bourse IDSUD				
- spot (pré annonce opération)	91,60 €	102,2%	91,60 €	95,0%	
- moyen pondéré par les volumes 1 mois	91,05 €	95,7%	91,03 €	96,2%	

L'ANR présenté par la banque présentatrice intègre une décote de holding de 30%. Il est calculé avec un cours FDJ arrêté au 20 mai 2021 et se compare donc à une contrepartie de 178,60 euros (4 actions FDJ au cours spot au 20 mai 2021). Nous avons retenu les cours FDJ au 28 mai 2021, tant pour l'ANR (impact 7,5 millions d'euros) que pour la valeur de contrepartie de 185,20 euros en spot.

La référence au cours de bourse IDSUD est retenue à titre indicatif par la banque présentatrice, qui présente le spot et des moyennes allant de 1 mois à 12 mois faisant ressortir des primes de 95% à 140,6% toujours sur la base d'une contrepartie calculée en spot au 20 mai 2021.

Synthèse des valeurs de IDSUD



Ainsi que rappelé dans la note d'information, s'agissant d'une OPRA, l'Opération n'est pas susceptible de créer de synergie.

7.2 Attestation sur le caractère équitable de l'Offre

Le Conseil d'administration de la Société nous a désignés en qualité d'expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers, et en particulier de l'article 261-1-I 3°, l'actionnaire contrôlant la Société n'apportant pas ses actions à l'OPRA envisagée.⁵

Nous rappelons que la mise en œuvre de l'Offre par la Société sera subordonnée à l'obtention de l'AMF d'une dérogation à l'obligation de déposer une offre publique d'achat.

Par ailleurs, ainsi qu'indiqué dans la note d'information : « *la Famille Luciani n'envisage pas de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur le solde des actions IDSUD qui ne seraient pas détenues par la Famille Luciani à l'issue de l'Offre, si les conditions légales et réglementaires étaient remplies.* »

Notre Mission consiste à porter une appréciation sur l'équité des conditions financières offertes aux actionnaires minoritaires de la Société, au regard d'une analyse de la valeur de cette dernière.

Nous observons, à l'issue de nos travaux, que la parité proposée de 4 actions FDJ pour 1 action IDSUD fait ressortir au 28 mai 2021 :

- une décote de 33,3% sur l'actif net réévalué de la Société déterminé en retenant le cours de bourse spot de FDJ au 28 mai 2021 ainsi que la valeur DCF de l'activité Energie (décote de 33,5% en retenant le cours moyen pondéré 1 mois de FDJ au 28 mai 2021) ;
- une prime de 102,2% sur le cours spot d'IDSUD arrêté à la date de suspension de cours (95,7% sur le cours moyen pondéré 1 mois), étant rappelée la liquidité modeste et irrégulière du titre.

⁵ Madame Marie-Thérèse Luciani et Monsieur Jérémie Luciani (ensemble, la "Famille Luciani") qui détiennent, en indivision, 356.048 actions de la Société représentant 39,64 % du capital et 55,93 % des droits de vote de la Société, n'envisagent pas d'apporter ces actions à l'Offre. Monsieur Jérémie Luciani a fait part de son intention d'apporter à l'Offre les 31 472 actions de la Société qu'il détient en pleine propriété, représentant 3,50 % du capital et 3,90 % des droits de vote de la Société, dans une logique de diversification de son patrimoine.

Nous rappelons que l'OPRA n'étant pas limitée dans le nombre de titres visés, elle peut réduire de manière significative la liquidité du titre, voire même conduire au rachat par la Société de la totalité des actions non détenues par la Famille Luciani (la participation de 3,5% détenue par Monsieur Jérémie Luciani en pleine propriété devant cependant être apportée à l'Offre).

Nous rappelons par ailleurs que s'agissant d'une OPRA, c'est la Société qui débourse des liquidités (la contrepartie consiste en des actions liquides au cas particulier), pour racheter ses propres titres. Bien que l'AMF n'ait pas prévu de distinction dans l'expertise indépendante selon le contexte de l'offre, il semble important de considérer également la position de l'actionnaire qui ne participerait pas à la présente OPRA.⁶

L'Offre ne propose pas la pleine valeur de la Société, puisque le prix qu'elle induit présente une décote d'un peu plus de 33% sur l'actif net réévalué de la Société ; elle permet cependant une sortie avec une décote réduite par rapport à celle existant aujourd'hui sur le marché (de l'ordre de 67% à la date du présent rapport).

Dans ce contexte, les conditions offertes paraissent constituer une position équilibrée entre, d'une part, celle des actionnaires d'IDSUD qui vont souhaiter bénéficier d'une liquidité à une valeur significativement supérieure aux cours observés depuis l'introduction en bourse de la Société sur un marché du titre étroit et, d'autre part, celle des actionnaires qui souhaiteront rester exposés à la valeur de la Société à travers sa participation dans FDJ après Opération et à travers le développement futur d'IDSUD Energies. La Société nous a à cet égard confirmé qu'elle n'envisageait pas de céder de manière significative de titres FDJ postérieurement à l'Offre.

Dans ce contexte, nous sommes d'avis que la parité de quatre (4) actions FDJ pour une (1) action IDSUD proposée aux actionnaires minoritaires de la Société dans le cadre de la présente Offre, est équitable d'un point de vue financier.

Paris, le 31 mai 2021



Sonia Bonnet-Bernard

⁶ Ainsi, l'APEI dans le Rapport du Groupe de travail « Réflexions sur le prix équitable dans le contexte des offres publiques du 24 octobre 2019 considère : « *Dans l'appréciation du caractère équitable, il semble cependant important que l'expert considère également la position de l'actionnaire qui, ne participant pas à l'offre, restera actionnaire d'une société qui aura consacré des liquidités à racheter ses propres titres.* »

Annexe 1 - Lettre de mission de la Société

**Groupe
IDSUD****Cabinet AZEF**
Madame Sonia Bonnet Bernard
60 rue de Longchamp
92200 Neuilly-sur-Seine**Objet** : lettre de mission

A Marseille, le 9 avril 2021

Chère Madame,

IDSUD est une société cotée sur Euronext Growth (ISIN FR0000062184) (la "**Société**"). La Société est une société holding organisée autour de 4 pôles d'activités : production d'électricité à partir d'énergies renouvelables (IDSUD Énergies), activités de bureau de change, exploitation d'une agence de voyages (IDSUD Voyages) et capital développement. La Société détient une participation d'environ 2,6% du capital social de la société Française des Jeux.

La Société envisage de mettre en œuvre une offre publique volontaire de rachat d'actions portant sur 536.109 titres de la Société (représentant environ 59,69 % du capital social de la Société) ("**OPRA**"). L'OPRA serait rémunérée par la remise d'actions de la Française des Jeux détenues en portefeuille et éventuellement une soulte en cash dont le montant reste à déterminer.

Dans ce cadre, un comité ad hoc a été constitué au sein du conseil de surveillance de la Société avec pour mission de faire des recommandations sur le choix d'un expert indépendant et de suivre ses travaux. Sur la base de votre proposition de services en date 24 mars 2021, le comité ad hoc vous a recommandé au conseil de surveillance, qui vous a désigné le 1^{er} avril 2021.

À ce titre, nous vous faisons parvenir la présente lettre de mission.

1. Cadre réglementaire de la mission

Vos diligences seront effectuées selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application 2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF, l'instruction et les recommandations ayant été modifiée le 10 février 2020.

Conformément à l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF, vous avez été désignée sur proposition d'un comité ad hoc composé de trois membres du conseil de surveillance de la Société, tous indépendants, ce comité étant chargé d'assurer le suivi de vos travaux et de préparer un projet d'avis motivé.

2. Objectifs de la mission

La Famille Luciani, qui détient aujourd'hui plus de 43% du capital social et plus de 60% des droits de vote de la Société, n'envisage pas d'apporter de titres à l'OPRA, à l'exception des 31.472 titres détenus en propres par Jérémie Luciani (représentant environ 3,50% du capital social et 4,80% des droits de vote de la Société).

Ainsi, et conformément à l'article 261-1, I., 3° du Règlement Général de l'AMF, vous avez été nommé par le conseil de surveillance de la Société afin d'attester du caractère équitable du prix proposé aux actionnaires dans le cadre de l'OPRA.

Il a été convenu que vos travaux comportent de manière non-exhaustive les missions suivantes :

TL

Groupe IDSUD

- une prise de connaissance générale de la situation et des perspectives de la Société et du contexte spécifique de l'OPRA ;
- une prise de connaissance des notes d'analyse relatives à La Française des Jeux, des éventuelles notes sur la Société ainsi que de celles sur les sociétés jugées comparables aux sociétés opérationnelles du groupe ;
- un examen des différentes transactions ayant pu intervenir sur les titres de la Société ;
- une analyse des comptes et plan d'affaires de la Société ;
- la mise en œuvre d'une méthodologie d'évaluation multicritères sur la Société ;
- une analyse de la valeur des titres de La Française des Jeux devant être remis en échange : cours de bourse, cours cibles des analystes, dividendes actualisés ;
- la revue critique des travaux de l'établissement présentateur ;
- un contrôle qualité par un partenaire n'étant pas intervenu sur le dossier ;
- la rédaction d'un rapport exposant votre opinion sur la parité d'échange proposée au regard de la valeur des titres de la Société et de la contrepartie offerte.

3. Méthodologie d'évaluation

L'évaluation sera fondée sur une approche multicritères qui reprendra les méthodes couramment utilisées et admises par l'AMF pour valoriser une société comme IDSUD. Les méthodes suivantes pourraient être retenues :

- actualisation des flux de trésorerie disponible ("*Discounted Cash-Flow*") ;
- analyse de société cotées comparables ;
- comparaison avec des transactions récentes du secteur ; et
- analyse du cours de bourse.

4. Calendrier

L'article 262-1 II du règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de

Groupe IDSUD

l'information mise à sa disposition, et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.

Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport.

Nous vous tiendrons informé dans les meilleurs délais du calendrier de dépôt du projet d'OPRA afin de déterminer une date de remise de votre rapport final.

5. Conflits d'intérêts

Nous comprenons que le cabinet A2EF, son président, ses associés et collaborateurs sont indépendants de la Société ainsi que de ses actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec la Société et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et à l'article 1 de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006.

Si les termes de la présente lettre vous agréent, je vous remercie de bien vouloir nous retourner un exemplaire signé de votre part avec la mention "bon pour accord".

Je vous prie de croire, Chère Madame, à l'expression de nos salutations distinguées,

Bon pour accord
Luciani

Marie-Thérèse Luciani

Présidente du conseil de surveillance

IDSUD SA

Société Anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 10.000.000 Euros
Siège Social 3 Place Général de Gaulle - 13001 Marseille - [FR 89] 057 804 783 RCS MARSEILLE APE 6619B

Annexe 2 - Présentation de la société A2EF et de l'équipe

Associés en Evaluation et Expertise Financière (A2EF) est une SAS inscrite à l'Ordre des Experts-Comptables, région Paris Ile de France, fondée par Sonia Bonnet-Bernard le 1^{er} mai 2020. Son activité est centrée sur l'évaluation et l'expertise financière.

Les services

- Expertise indépendante dans le contexte d'offres publiques réglementées par l'AMF
- Expertise financière dans le contexte d'opérations nécessitant une appréciation de l'équité entre les différentes parties prenantes dans une situation de conflit d'intérêts et/ou dans le contexte de transactions complexes impliquant des accords connexes ou d'opérations structurantes peu lisibles pour le marché
- Evaluation financière : titres de sociétés, actifs incorporels, instruments financiers complexes
- Evaluation de sociétés ou d'actifs dans un cadre comptable (IFRS 3, IAS 36) ou fiscal
- Assistance à la résolution de pré-contentieux ou contentieux : évaluation de préjudice, appréciation d'une garantie de passif, détermination d'earn out
- Commissariat aux apports, fusion

Au cours des 12 derniers mois, A2EF est intervenu en qualité d'expert indépendant sur les opérations suivantes :

Date	Cible	Acquéreur	Banque présentatrice	Type d'opération
juil-20	Mediawan	BidCo Breteuil	Société Générale	OPA
nov-20	Anevia	Ateme	Lazard	OPMS / OPAS
avr-21	Filae	Trudaine Participations	Invest Securities	OPA
mai-21	Financière Agache	Agache Participations	CACIB	OPR-RO

L'équipe

A2EF compte quatre associés dont deux actifs au sein de la société : Sonia Bonnet-Bernard et Gilles Vantelon. A2EF bénéficie de l'appui d'un réseau de partenaires privilégiés composé de professionnels indépendants réputés ayant une expérience significative en évaluation et en expertise financière et une grande proximité de vues avec les associés d'A2EF en raison de leur passé commun de plus de 10 ans chez Ricol Lasteyrie Corporate Finance puis chez EY, et/ou de leur collaboration au sein de la Société Française des Evaluateurs (SFEV) : Alban Eyssette, Jean-Michel Moinade, Frédéric Passedoit.

La qualité des opinions d'A2EF est renforcée par la mise en œuvre systématique d'un contrôle qualité rigoureux (avec l'intervention de partenaires externes de grande réputation, Joëlle Lasry ou Pierre Astolfi).

A2EF est membre de l'APEI, association professionnelle reconnue par l'AMF, et Sonia Bonnet-Bernard en est vice-présidente.

Les associés et partenaires d'A2EF respectent un code de déontologie fondé sur celui de l'APEI.

Les associés :

Sonia Bonnet-Bernard a débuté sa carrière au sein de cabinets d'audit à Paris, puis à New York. Spécialiste des normes comptables internationales, elle fut ensuite successivement Directrice des relations internationales de l'Ordre des Experts-Comptables, puis Déléguée Générale du Comité Arnaud Bertrand (devenu Département EIP de la CNCC), coordonnant les positions des grands cabinets d'audit au plan français. Sonia a rejoint en 1998 Ricol Lasteyrie Corporate Finance en qualité d'associée gérante en charge notamment des missions d'expertise indépendante, d'évaluation, de conseil comptable et de support au contentieux. Sonia est devenue associée d'EY au sein du département Conseil à la transaction, suite au rapprochement intervenu en 2015 entre Ricol Lasteyrie Corporate Finance et le groupe EY. Elle a quitté EY en 2020 pour créer A2EF. Sonia est diplômée de l'université Paris IX Dauphine en sciences et techniques comptables et financières. Elle est expert-comptable et expert judiciaire près la Cour d'appel de Paris, présidente de la Société Française des Evalueurs (SFEV) et vice-présidente de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). Elle a été membre indépendant du conseil de surveillance de Tarkett et présidente de son comité d'audit entre 2011 et 2015.

Gilles Vantelon a commencé sa carrière par 4 ans de conseil en restructuration, il a rejoint Ricol Lasteyrie en 1998 en qualité de manager, en charge notamment de missions d'évaluation et d'expertise indépendante. Devenu associé en 2008, Gilles est intervenu sur tous types de missions notamment sur de nombreuses attestations d'équité dans un cadre réglementé par l'AMF. Avec l'acquisition de Ricol Lasteyrie Corporate Finance, Gilles a rejoint EY et travaillé trois ans au sein de l'équipe Valuation Modeling & Economics. En 2019, Gilles a créé sa propre structure Acteval Finance dédiée à l'évaluation financière. Il collabore aussi avec la société Ricol Lasteyrie Conseil dans le cadre de missions d'évaluation. Gilles est diplômé de l'université Paris IX Dauphine en sciences économiques. Il est expert-comptable et membre de la SFEV.

A2EF bénéficie en outre de l'appui de partenaires de grande compétence et expertise :

Alban Eyssette

Alban cumule plus de 25 ans d'expérience dans l'analyse financière et l'évaluation d'entreprise. Il a commencé sa carrière en tant qu'analyste financier, puis directeur de la recherche actions dans différentes maisons (BNP, BNP Equities, CCF, Dexia Securities, Aurel-Leven). Il a rejoint Ricol Lasteyrie en 2008, et en est devenu associé en 2009. Durant les 10 années qu'il y a passé, il s'est spécialisé dans les attestations d'équité. Sensible depuis de nombreuses années aux questions touchant au capital immatériel, il a créé une commission sur ce sujet au sein de la Société Française des Analystes Financiers. Il a également siégé au bureau de l'Observatoire de l'Immatériel de 2015 à 2018. En septembre 2018, il a créé Finance & Sens, sa structure de conseil intervenant sur tout sujet ayant trait à la connexion entre éléments financiers et extra-financiers. Depuis juin 2018, il est également en charge de l'analyse éthique et financière pour Ethiea Gestion. Alban intervient en tant qu'enseignant vacataire à l'ISC. Il est diplômé de Toulouse Business School et du DESS 225 de Paris Dauphine.

Frédéric Passedoit

Frédéric a plus de 20 ans d'expérience et a travaillé tout au long de sa carrière aux côtés de dirigeants et d'actionnaires pour leur apporter un savoir-faire indispensable à la prise de décision. Il a débuté sa carrière en cabinet d'expertise comptable et commissariat aux comptes avant de rejoindre Ricol Lasteyrie en 2007, intervenant sur tous types de missions (M&A, évaluation, attestation d'équité, ...). Sa carrière l'a amené à acquérir de multiples compétences sur les aspects comptables, financiers, fiscaux, sociaux et juridiques d'une entreprise. Il a créé en février 2018 sa société de conseil financier Raiz'one.

Jean-Michel Moinade (n'est pas intervenu sur le dossier IDSUD)

Jean-Michel a toujours travaillé dans la banque, qu'il s'agisse de financement (au Crédit Lyonnais et à la Chemical Bank jusqu'en 1989), de marché (chez Indosuez et CACIB jusqu'en 2007) ou de banque d'affaires (chez Oddo-BHF jusqu'en 2018). Il a créé Edaniom, une structure de conseil, début 2019. Il s'est spécialisé dans les valorisations complexes et le conseil en gestion des risques. Jean-Michel est diplômé de l'Ecole Polytechnique et de l'Ecole des Ponts et Chaussées.

Pour le contrôle qualité, notamment dans le contexte d'offres publiques, A2EF fait intervenir Joëlle Lasry, présidente de Lasry Finance, ou Pierre Astolfi, associé d'Atriom (qui n'est pas intervenu sur le dossier IDSUD).

Avant de fonder Lasry Finance, Joëlle Lasry exerçait au sein de Ricol Lasteyrie Corporate Finance dont elle est devenue associée en 2010. Joëlle intervient depuis près de 20 ans sur les métiers de l'évaluation financière dans des contextes transactionnels, fiscaux, de restructuration, à des fins comptables ou dans des contextes contentieux en tant qu'expert technique de partie. Elle est, par ailleurs, intervenue sur de nombreuses expertises indépendantes requises par le règlement général de l'AMF dans le cadre d'offres publiques.

Elle est expert-comptable et titulaire d'une Maîtrise de Sciences de Gestion de Paris I Sorbonne. Elle est membre de la Société Française des Evalueurs (SFEV), du Bureau de la Compagnie des Experts et Conseils financiers (CCEF), de la commission Evaluation du Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts-Comptables et de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). Elle participe à différents groupes de travail et publications en matière d'évaluation financière. De 2009 à 2012, elle a été membre élue du Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts Comptables où elle a présidé la Commission des normes professionnelles.

Pierre Astolfi a été associé du cabinet Ricol Lasteyrie, cabinet au sein duquel il a participé pendant 6 ans à de nombreuses offres publiques et à de nombreuses opérations d'apport et de fusion impliquant des sociétés cotées. Il est aujourd'hui associé au sein du Cabinet Atriom, en charge du département Évaluation et modélisations financières, où il intervient régulièrement pour le compte de sociétés cotées. Pierre est également Maître de conférences en comptabilité et finance à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, en charge notamment de cours d'évaluation financière. Pierre est diplômé de l'Institut Commercial de Nancy, d'une Maîtrise en droit des affaires et d'un Doctorat en Sciences de Gestion. Il est expert-comptable et commissaire aux comptes, spécialisé en évaluation d'entreprises, et expert judiciaire près la Cour d'Appel de Paris. Il est enfin membre actif de la SFAF (Commission comptabilité et analyse financière) et de la SFEV.

Annexe 3

Programme de travail détaillé, personnes rencontrées, documents reçus, temps passés et honoraires

Programme de travail détaillé

Les travaux réalisés au cours de notre mission ont consisté à :

- Acquérir une bonne connaissance de la situation et des perspectives de la Société, ainsi que du contexte spécifique dans lequel se situe l'Opération :
 - o Prise de connaissance des procès-verbaux des réunions du conseil de surveillance et de l'assemblée générale sur les deux dernières années
 - o Etude des comptes de la Société
- Prendre connaissance des notes d'analyse sur La Française des Jeux
- Analyser le cours de bourse de La Française des Jeux
- Analyser le plan d'affaires de la Société IDSUD Energies
 - o Analyse du plan d'affaires en lien avec les dirigeants
 - o Analyse des réalisations historiques
- Mettre en œuvre une méthodologie d'évaluation multicritère
 - o Sélection des méthodes
 - o Détermination du nombre d'actions
 - o Analyse du cours de bourse de la Société
 - o Analyse des sociétés cotées du secteur pour IDSUD Energies
 - o Analyse des transactions intervenues dans le secteur Energie
 - o Détermination du taux d'actualisation et mise en œuvre de la méthode DCF sur IDSUD Energies, analyses de sensibilité
 - o Analyse du rapport Galtier de 2018 sur la valeur de l'immeuble abritant le siège social
 - o Analyse de la valeur des autres participations et de l'activité Change
 - o Détermination de l'actif net réévalué de la Société
- Apprécier les conditions de l'Offre au regard de la valeur de la Société issue des méthodes mises en œuvre
 - o Analyse de la décote de holding
- Examiner l'évaluation établie par la banque présentatrice
- Rédiger le présent rapport exposant notre opinion sur le caractère équitable des conditions financières offertes dans le cadre de l'Offre

Nos travaux ont comporté les diligences prévues par l'Instruction n° 2006-08 de l'AMF relative à l'expertise indépendante et par les Recommandations de l'AMF relatives au nouveau régime de l'expertise indépendante, modifiées le 10 février 2020.

Une revue qualité a été conduite par un autre partenaire n'ayant pas participé à la mission.

Calendrier de l'étude, documents reçus et personnes rencontrées

Le conseil de surveillance de la Société a désigné A2EF le 1^{er} avril 2021.

Les travaux se sont déroulés du 7 avril 2021 au 31 mai 2021 :

- 7 avril : réunion de lancement avec les conseils de la Société
- 7 au 23 avril : réception d'éléments juridiques et financiers sur la Société, notamment le plan d'affaires d'IDSUD Energies le 19 avril. Réception du rapport de la banque présentatrice (20 avril). Collecte et analyse des informations de marché sur FDJ et sur le secteur Energies
- 26 avril : Discussions avec la banque présentatrice
- 4 mai : Présentation par les dirigeants du plan d'affaires d'IDSUD Energies
- 4 au 11 mai : Détermination de la méthodologie et des paramètres d'évaluation. Etude des cours de bourse IDSUD et FDJ
- 11 mai : Réunion avec le comité ad-hoc sur la méthodologie retenue par l'expert indépendant
- 11 au 20 mai : Echanges avec le management et la banque présentatrice et finalisation de l'évaluation multicritère
- 20 mai : Réunion avec le comité ad-hoc sur les premiers résultats obtenus par l'expert indépendant
- 23 mai : Transmission d'un projet de rapport à la Société (hors conclusion)
- 25 au 30 mai : Finalisation des conclusions
- 31 mai : Réunion avec le comité ad-hoc sur les conclusions de l'expert indépendant
- 31 mai : Présentation du rapport au conseil de surveillance de la Société

Principaux documents reçus :

- Note d'information
- Lettre de mission de la Société, éléments juridiques et financiers sur la Société et ses filiales
- Plan d'affaires 2021-2023 de la Société IDSUD Energies
- Estimations des résultats 2021 à 2024 pour les activités Change et Voyage
- Résultat de la période intermédiaire
- Détails de comptes
- Rapport d'expertise Galtier de janvier 2018
- Rapport d'évaluation de la banque présentatrice

Principaux interlocuteurs

IDSUD (Société)

Jérémie Luciani : Président du directoire

Stéphane Pieri : Directeur général

Conseil juridique de la Société : Cabinet Avril et Raïs

Matthieu Avril : Associé

Conseil juridique de l'Opération : Cabinet August Debouzy

Jérôme Brosset : Associé

Gwendoline Hong Tuan Ha : Avocate

Banque présentatrice : Hottinguer

Bernard Le Gendre : Associé

Xavier Maître : Directeur

Guillaume de Kerhor : Analyste

Bases de données et sources utilisées :

Capital IQ

Fairness Finance

Associés en Finance

Temps passés et honoraires

Sonia Bonnet-Bernard : 100 heures

Gilles Vantelon : 64 heures

Frédéric Passedoit : 160 heures

Alban Eyssette : 56 heures

Peer Review Joëlle Lasry : 20 heures

Soit un total de 400 heures.

Nos honoraires se sont élevés à 90 000 euros hors taxes et hors frais.

Annexe 4

Diligences effectuées par la personne en charge de la revue de la qualité du rapport d'expertise

La revue de la qualité du rapport d'expertise a été réalisée par Joëlle Lasry, expert-comptable et commissaire aux comptes, membre de l'APEI.

Déclaration de Joëlle Lasry :

« Je déclare être indépendante au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF. J'atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connus de moi, avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptibles d'affecter mon indépendance et l'objectivité de mon jugement dans l'exercice de ma Mission.

Je déclare avoir effectué mes travaux en toute indépendance d'esprit et sans subir aucune pression de l'Expert ni de l'équipe intervenant sur la Mission.

J'ai été désignée dès l'acceptation de la mission par l'Expert. J'ai apprécié la cohérence et la pertinence de la méthodologie mise en œuvre par l'Expert. Je me suis par ailleurs assurée que les travaux d'expertise ont été réalisés conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante et des recommandations n°2006-15 de l'AMF.

A cet effet, mes principales diligences ont consisté en une revue approfondie du rapport d'expertise et en des entretiens avec l'expert indépendant et l'équipe associée à la mission tout au long de celle-ci. J'ai eu accès au modèle d'évaluation de l'Expert (intégrant notamment les analyses DCF réalisées sur deux des activités du groupe) et ai procédé à une analyse de la mise en œuvre du calcul de l'actif net réévalué (comprenant les rapprochements ou vérifications calculatoires jugés utiles). Dans ce cadre, j'ai eu accès à l'ensemble de la documentation demandée. Je n'ai participé d'aucune autre manière aux travaux d'évaluation.

Le temps passé au titre de cette revue indépendante s'élève à environ 20 heures. »

5. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE D'IDSUD

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil de surveillance de la Société (le "**Conseil de Surveillance**") se sont réunis le 31 mai 2021 sous la présidence de Madame Marie-Thérèse Luciani afin d'examiner le projet d'offre publique de rachat envisagé sur les actions de la Société par échange portant sur ses propres actions contre des actions Française des Jeux détenues en portefeuille et de rendre un avis sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Messieurs Bernard Digoit, Philippe Klein et Laurent Dupuch étaient présents ou représentés et, ont pris part au vote de l'avis motivé. Madame Marie-Thérèse Luciani a fait état d'un conflit d'intérêts, n'a pas pris part aux débats et au vote de l'avis motivé.

Le Conseil de Surveillance a notamment pris connaissance :

- du projet de note d'information établi par la Société, décrivant notamment les caractéristiques de l'Offre, les motifs de l'Offre, les intentions de la Société ainsi que les éléments d'appréciation de la Parité d'Echange ;
- des travaux d'évaluation menés par l'Établissement Présentateur ; et
- du rapport relatif aux conditions financières de l'Offre établi par le cabinet A2EF, représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard, nommé en qualité d'expert indépendant conformément à l'article 261-1 I alinéa 3 du Règlement Général de l'AMF (l'"**Expert Indépendant**"), reproduit *in extenso* dans le projet de note d'information.

Le Conseil de Surveillance a constaté que :

- le projet d'Offre, qui porterait sur un maximum de 536.503 actions ordinaires, représentant au maximum 59,74 % du capital social de la Société, permettrait aux actionnaires concernés de la Société de bénéficier d'une opportunité de liquidité sur une base égalitaire leur permettant d'échanger tout ou partie de leurs titres selon une parité extériorisant une prime significative de 95,0% par rapport au cours de clôture au 20 mai 2021 ;
- la Parité d'Echange fait ressortir au 28 mai 2021 :
 - une décote de 33,3% sur l'actif net réévalué de la Société déterminé en retenant le cours de bourse spot de FDJ au 28 mai 2021 ainsi que la valeur DCF de l'activité Energie (décote de 33,5% en retenant le cours moyen pondéré 1 mois de FDJ au 28 mai 2021) ;
 - une prime de 102,2% sur le cours spot d'IDSUD arrêté à la date de suspension de cours (95,7% sur le cours moyen pondéré 1 mois), étant rappelée la liquidité modeste et irrégulière du titre.
- le projet d'Offre n'aura pas de conséquences négatives sur la stratégie de la Société, ni de conséquences en matière d'emploi, et n'affectera pas la politique de distribution de dividendes de la Société qui restera déterminée par ses organes sociaux en fonction des résultats de la Société dans son nouveau périmètre, de ses perspectives et de l'environnement économique et financier général ; et
- hormis pour les 31.472 actions détenues en direct et en pleine propriété par Jérémie

Luciani, la Famille Luciani, principal actionnaire de la Société, s'est engagée à ne pas apporter ses titres à l'Offre.

Le Conseil de Surveillance a également pris acte que :

- conformément à la recommandation de l'AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières, un comité ad hoc composé de trois membres indépendants (M. Bernard Digoit, M. Philippe Klein, et M. Laurent Dupuch) (le "**Comité ad hoc**") a été constitué afin de formuler une recommandation au Conseil de Surveillance sur le choix de l'expert indépendant et d'assurer la supervision des travaux de ce dernier dans le cadre de l'Offre. Dans ce cadre, le Comité ad hoc a examiné la candidature de plusieurs cabinets d'expertise financière au regard des critères requis par la réglementation et la recommandation de l'AMF n°2006-15 précitée, et a recommandé au Conseil de Surveillance la désignation du cabinet A2EF pour exercer la mission d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre. Le Comité ad hoc a également supervisé les travaux de l'Expert Indépendant et s'est à ce titre réuni physiquement ou par téléphone 3 fois avec ce dernier afin d'évoquer notamment les thèmes suivants : revue des méthodologies et hypothèses retenues pour procéder à la valorisation de la Société, examen des travaux de valorisation de l'Établissement Présentateur de l'Offre et présentation des éléments d'appréciation de la Parité d'Échange ;
- le comité ad hoc s'était également assuré que le Plan d'Affaires IDSUD Energie présenté à l'Expert Indépendant (i) était le dernier plan d'affaire préparé par le Directoire et communiqué au Conseil de surveillance et qu'il traduit donc, au moment de l'Offre, la meilleure estimation possible des prévisions de la Société et (ii) qu'il n'existait pas d'autres données prévisionnelles pertinentes ;
- dans son rapport relatif aux conditions financières de l'Offre, l'Expert Indépendant a conclu que la Parité d'Échange proposée dans le cadre de l'Offre est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société ;
- dans ce cadre, le Comité ad hoc a émis un avis favorable sur l'Offre, qu'il a considérée conforme aux intérêts de la Société ainsi qu'à ceux de ses actionnaires et de ses salariés.

À la lumière des éléments qui précèdent, le Conseil de Surveillance, après en avoir délibéré et sans qu'aucune opinion divergente n'ait été exprimée, sur recommandation du Comité ad hoc ayant supervisé les travaux de l'Expert Indépendant, à l'unanimité, étant précisé que Madame Marie-Thérèse Luciani n'a pas pris part aux débats et au vote :

- décide d'approuver les termes et conditions du projet d'Offre tels que détaillés dans le projet de note d'information, sous réserve de l'approbation par l'Assemblée Générale Extraordinaire de la résolution nécessaire à la réduction de capital par rachat d'actions par voie d'offre publique de rachat en vue de leur annulation ;
- considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;
- décide, en conséquence, d'émettre un avis favorable sur l'Offre dans la mesure où celle-ci est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ; et

- recommande aux actionnaires désireux de profiter de l'opportunité de liquidité permise par le projet d'Offre, d'apporter leurs actions à l'Offre.

Il est précisé qu'aucun membre du Comité ad hoc constitué ne possède d'actions de la Société.

6. INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

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 seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Ces informations, qui feront l'objet d'un document d'information spécifique établi par la Société, seront disponibles sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur un site internet dédié (<https://www.opra-idsud.com/>), et pourront être obtenues sans frais auprès de :

- IDSUD : 3 Place Général de Gaulle 13001 Marseille ;
- Banque Hottinguer : 63, rue de la Victoire 75009 Paris.

7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION

Pour la Société

"À ma connaissance, les données du présent projet de note d'information sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée".

Monsieur Jérémie Luciani, Président du Directoire

Pour la présentation de l'Offre

"Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, Banque Hottinguer, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'elle a examinée sur la base des informations communiquées par la Société, et les éléments d'appréciation de la parité proposée, sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée."

Banque Hottinguer