

**PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE  
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ**



**INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ**



*Conseillée par Sodica ECM*

*Présentée par Crédit Agricole des Savoie*



**PROJET DE NOTE EN RÉPONSE DE LA SOCIÉTÉ MUSÉE GRÉVIN**

**PRIX UNITAIRE DE L'OFFRE : 66 euros par action**  
**DURÉE DE L'OFFRE : 10 jours de négociation**  
**Le calendrier de l'Offre sera fixé par l'Autorité des Marchés Financiers conformément aux dispositions de son règlement général**



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 1<sup>er</sup> mars 2022, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 I 3 de son règlement général.

**Le projet d'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.**

**Avis important**

En application des dispositions des articles 231-19, 261-1 et 261-1-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Sorgem Evaluation représenté par Monsieur Thomas Hachette, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus au présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de Musée Grévin ([www.grevin-paris.com](http://www.grevin-paris.com)) et peut être obtenu sans frais auprès de :

- MUSEE GREVIN, 10, boulevard Montmartre, 75009 Paris.

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

Un communiqué sera diffusé au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions des articles 231-28 et 221-3 du règlement général de l'AMF, afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

## SOMMAIRE

<b>1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE</b> .....	<b>4</b>
1.1. PRESENTATION DE L'OFFRE.....	4
1.2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE.....	4
1.2.1. Contexte de l'Offre .....	4
1.2.2. Répartition du capital et des droits de vote de Musée Grévin.....	5
1.2.3. Titres et droits donnant accès au capital de la Société.....	6
1.2.4. Engagement d'apport à l'Offre .....	6
1.2.5. Motifs de l'Offre.....	6
1.2.6. Autorisations réglementaires .....	6
1.3. RAPPEL DES TERMES DE L'OFFRE.....	6
1.3.1. Nombre et nature des titres visés par l'Offre .....	6
1.3.2. Procédure d'apport à l'offre.....	6
1.3.3. Retrait obligatoire et radiation d'Euronext Paris.....	7
1.3.4. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	7
1.3.5. Calendrier indicatif de l'offre .....	7
<b>2. OBSERVATIONS DU CSE DE MUSEE GREVIN</b> .....	<b>8</b>
<b>3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE MUSEE GREVIN</b> .....	<b>8</b>
<b>4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE MUSEE GREVIN</b> .....	<b>9</b>
<b>5. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE</b> .....	<b>10</b>
<b>6. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE</b> .....	<b>10</b>
6.1. STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL.....	10
6.2. RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D' ACTIONS .....	10
6.3. CLAUSES DE CONVENTIONS PREVOYANT DES CONDITIONS PREFERENTIELLES DE CESSION OU D'ACQUISITION D' ACTIONS ET PORTANT SUR AU MOINS 0,5% DU CAPITAL OU DES DROITS DE VOTE DE MUSEE GREVIN (ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE).....	10
6.4. PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES AU SEIN DU CAPITAL DE MUSEE GREVIN AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL OU D'UNE DECLARATION D'OPERATION SUR TITRES.....	10
6.5. LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI .....	10
6.6. MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER .....	11
6.7. ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT MUSEE GREVIN A CONNAISSANCE POUVANT ENTRAINER DES RESTRICTIONS RELATIVES AUX TRANSFERTS D' ACTIONS OU A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE .	11
6.8. REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS DE MUSEE GREVIN.....	11
6.9. POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT DE TITRES.....	12
6.10. ACCORDS CONCLUS PAR MUSEE GREVIN QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE MUSEE GREVIN.....	12
6.11. ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU LES SALARIES DE MUSEE GREVIN, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE.....	12

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

<b>7. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....</b>	<b>13</b>
<b>8. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE ..</b>	<b>13</b>
<b>9. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPOSE.....</b>	<b>13</b>

## **1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE**

### **1.1. PRESENTATION DE L'OFFRE**

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, la société Compagnie des Alpes, société anonyme au capital de 25 182 041 euros, dont le siège social est situé 50/52 boulevard Haussmann, 75009 Paris, identifiée sous le numéro 349 577 908 (« **Compagnie des Alpes** » ou l'« **Initiateur** »), actionnaire majoritaire de la société Musée Grévin, société anonyme au capital de 4 603 326,10 euros dont le siège social est situé à Paris, 10 boulevard Montmartre, 75009 Paris, identifiée sous le numéro 552 067 811 RCS de Paris et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000037970 (ci-après « **Musée Grévin** » ou la « **Société** »), a déposé auprès de l'AMF le 1<sup>er</sup> février 2022 un projet d'offre publique de retrait sur la Société (l'« **Offre** »), qui sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire, dans la mesure où les conditions d'application dudit retrait sont d'ores et déjà réunies (le « **Retrait Obligatoire** »), au prix de 66 euros par action, payable exclusivement en numéraire.

L'Initiateur n'agit pas de concert avec un tiers ou un actionnaire de la Société.

A la date de dépôt du présent projet de note en réponse, l'Initiateur détient 482 521 actions Musée Grévin représentant 95,88% des actions et 965 042 droits de vote représentant 97,39% des droits de vote théoriques de la Société.

L'Offre vise la totalité des actions non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date des présentes soit, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre total de 20 743 actions, représentant 4,12% du capital et 25 837 droits de vote représentant 2,61% des droits de vote théoriques de la Société sur la base d'un nombre total de 503 264 actions et 990 879 droits de vote de la Société (calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF).

Un projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») a été déposé auprès de l'AMF le 1<sup>er</sup> février 2022 par Crédit Agricole des Savoie en qualité d'établissement présentateur en application des dispositions des articles 231-13 et suivants et 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF. Crédit Agricole des Savoie garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre du projet d'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

L'Offre sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 236-7 du règlement général de l'AMF.

Sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, à l'issue de l'Offre, la procédure de Retrait Obligatoire prévue à l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier sera mise en œuvre dans la mesure où les conditions d'application du Retrait Obligatoire sont d'ores et déjà réunies, et les actions Musée Grévin non détenues par l'Initiateur qui n'auront pas été apportées à l'Offre lui seront transférées moyennant une indemnisation égale au prix proposé dans le cadre de l'Offre, soit 66 euros par action, nette de tous frais.

### **1.2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE**

#### **1.2.1. Contexte de l'Offre**

L'Initiateur souhaite acquérir le solde du capital de Musée Grévin qu'il ne détient pas dans le cadre de l'Offre.

Les motifs de l'Offre sont plus amplement décrits à la section 1.2.5 « Motifs de l'Offre » ci-dessous.

Le Projet de Note d'Information a été déposé auprès de l'AMF le 1<sup>er</sup> février 2022 par Crédit Agricole des Savoie en qualité d'établissement présentateur en application des dispositions des articles 231-13 et suivants et 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF. Crédit Agricole des Savoie garantit la teneur

et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre du projet d'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

Le 1<sup>er</sup> mars 2022, la Société a déposé le présent projet de note en réponse à l'Offre auprès de l'AMF et l'AMF a publié un avis de dépôt sur son site internet ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)). Le Projet de Note d'Information et le projet de note en réponse ont été mis en ligne sur le site internet de l'AMF et tenus gratuitement à la disposition du public au siège de l'Initiateur (pour le Projet de Note d'Information) et au siège de la Société (pour le projet de note en réponse). Un communiqué de presse comportant les principaux éléments du projet de note en réponse sera publié par la Société et rendu public sur son site internet ([www.grevin-paris.com](http://www.grevin-paris.com)).

En application des dispositions des articles 236-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la Compagnie des Alpes s'engage irrévocablement, pendant une période de dix (10) jours de négociation, à offrir aux actionnaires de la Société la possibilité d'apporter leurs actions à l'Offre en contrepartie d'une somme en numéraire de 66 euros par action.

Les conditions étant d'ores et déjà réunies, l'Initiateur sollicitera, dès la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer la totalité des actions non apportées à l'Offre moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre, nette de tout frais, soit 66 euros par action Musée Grévin.

L'Offre, le Projet de Note d'Information et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF. L'AMF publiera sur son site Internet ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) une décision de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre avec les dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa de la Note d'Information de l'Initiateur et du projet de note en réponse.

Le projet de note en réponse visé ainsi que le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Musée Grévin seront disponibles sur le site Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et sur celui de la Société ([www.grevin-paris.com](http://www.grevin-paris.com)) et seront mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé par la Société.

### **1.2.2. Répartition du capital et des droits de vote de Musée Grévin**

Le capital social de la Société s'élève, à la date du présent projet de note en réponse, à 4 603 326,10 euros divisé en 503 264 actions ordinaires de 9,15 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

La répartition du capital et des droits de vote de Musée Grévin, à la date de dépôt du présent projet de note en réponse, est la suivante :

#### **Répartition du capital et des droits de vote de Musée Grévin au 1<sup>er</sup> mars 2022**

	Nb actions	% capital	Nb droits de vote	% droits de vote
Compagnie des Alpes	482 521	95,88%	965 042	97,39%
Public et autres	20 743	4,12%	25 837	2,61%
<b>Total</b>	<b>503 264</b>	<b>100,00%</b>	<b>990 879</b>	<b>100,00%</b>

Il est précisé que l'Initiateur n'a pas procédé à l'acquisition d'actions de la Société au cours des douze (12) mois précédant le présent projet de note en réponse.

### **1.2.3. Titres et droits donnant accès au capital de la Société**

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

### **1.2.4. Engagement d'apport à l'Offre**

La Société n'a pas connaissance d'engagement d'apport d'actions à l'Offre.

### **1.2.5. Motifs de l'Offre**

Compte tenu de la faible liquidité durable qui affecte aujourd'hui le titre Musée Grévin, les actionnaires minoritaires ne représentant que 4,12% du capital et 2,61% des droits de vote, l'Initiateur souhaite acquérir le solde du capital de la Société et a ainsi déposé auprès de l'AMF l'Offre.

L'Offre est réalisée par l'Initiateur dans l'objectif d'acquérir 100% des actions Musée Grévin, pour intégrer la Société de manière plus complète au sein du groupe Compagnie des Alpes permettant de simplifier la gestion de cette filiale, et de procéder à la radiation des actions de la Société du marché Euronext à Paris.

La mise en œuvre du Retrait Obligatoire permettra au Musée Grévin de se libérer de ses obligations réglementaires et administratives liées à l'admission aux négociations de ses actions sur Euronext Paris et ainsi de réduire les coûts qui y sont associés.

Les actionnaires qui participeront à l'Offre bénéficieront d'une liquidité immédiate sur leurs actions. Le prix de 66 euros par action proposé dans l'Offre fait par ailleurs ressortir (i) une prime de 29,2 % par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action Musée Grévin sur les 12 mois précédant le dépôt du projet d'Offre le 1<sup>er</sup> février 2022 et (ii) une prime de 29,5 % par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action Musée Grévin sur les 60 jours de négociation précédant le dépôt du projet d'Offre le 1<sup>er</sup> février 2022.

### **1.2.6. Autorisations réglementaires**

L'Offre n'est soumise à l'obtention d'aucune autorisation réglementaire.

## **1.3. RAPPEL DES TERMES DE L'OFFRE**

### **1.3.1. Nombre et nature des titres visés par l'Offre**

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, soit 20 743 actions et 25 837 droits de vote de la Société, représentant 4,12% du capital et 2,61% des droits de vote de la Société.

### **1.3.2. Procédure d'apport à l'offre**

L'Offre sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 236-7 du règlement général de l'AMF.

Les actions Musée Grévin apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit au transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute action qui ne répondrait pas à cette condition.

Kepler Cheuvreux, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, des actions qui seront apportées à l'Offre, conformément à la réglementation applicable en vigueur.

Les actionnaires de la Société qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'Offre dans les conditions proposées pourront céder leurs actions sur le marché, étant précisé que :

- les actionnaires de Musée Grévin dont les actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (détenue au porteur ou au nominatif administré auprès d'une banque, un établissement de crédit, une entreprise d'investissement, etc.) et qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier un ordre de vente irrévocable au plus tard à la date (incluse) de clôture de l'Offre, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire financier ; et
- les actionnaires de Musée Grévin détenant leurs actions sous la forme nominative pure et qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'Offre devront transmettre leur instruction à CACEIS Corporate Trust – 14, rue Rouget de Lisle – 92130 Issy-les-Moulineaux Cedex 9, teneur de registre des actions Musée Grévin, au plus tard à la date (incluse) de clôture de l'Offre.

Le règlement-livraison des actions cédées (y compris le paiement du prix) interviendra le deuxième jour de négociation suivant celui d'exécution des ordres, et les frais de négociation (y compris les frais de courtage et de TVA correspondants) afférents à ces opérations resteront en totalité à la charge des actionnaires apportant leurs actions à l'Offre.

Le transfert de propriété des actions apportées à l'Offre et l'ensemble des droits attachés (en ce compris le droit aux dividendes) interviendra à la date d'inscription en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier. Il est rappelé en tant que de besoin que toute somme due dans le cadre de l'apport des actions à l'Offre ne portera pas intérêt et sera payée à la date de règlement-livraison.

Les ordres de présentation des actions Musée Grévin à l'Offre seront irrévocables.

### **1.3.3. Retrait obligatoire et radiation d'Euronext Paris**

Conformément aux dispositions des articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre, l'Initiateur sollicitera auprès de l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non apportées à l'Offre moyennant une indemnisation d'un montant égal au prix de l'Offre, soit 66 euros par action, nette de tous frais.

Les modalités détaillées du Retrait Obligatoire sont présentées au paragraphe 2.5 du Projet de Note d'Information.

Il est précisé que cette procédure entraînera la radiation des actions Musée Grévin d'Euronext Paris.

### **1.3.4. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger**

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont décrites au paragraphe 2.9 du Projet de Note d'Information.

### **1.3.5. Calendrier indicatif de l'offre**

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext publieront des avis annonçant la date d'ouverture et le calendrier de l'Offre.

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté au paragraphe 2.7 du Projet de Note d'Information.

## **2. OBSERVATIONS DU CSE DE MUSEE GREVIN**

Néant.

## **3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE MUSEE GREVIN**

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF et sur convocation faite conformément aux stipulations statutaires, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 1<sup>er</sup> mars 2022 afin d'examiner les termes et conditions du projet d'Offre initié par la Compagnie des Alpes.

Etaient présents l'ensemble des membres du Conseil d'administration de la Société, à savoir Monsieur François Fassier, Monsieur Philippe Lagrace agissant en qualité de représentant permanent de la Compagnie des Alpes, Madame Sandra Picard, Madame Alexia Cadiou et Madame Martine Varlet.

L'avis motivé du Conseil d'administration sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société et ses actionnaires, tel que reproduit ci-dessous, a été adopté à l'unanimité lors de cette réunion du 1<sup>er</sup> mars 2022, étant précisé qu'aucune opinion divergente n'a été exprimée par les membres dudit Conseil :

### **« 3. AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION**

*Le Conseil d'administration prend acte des travaux et des conclusions de l'Expert Indépendant.*

*Le Conseil d'administration, connaissance prise (i) des termes de l'Offre, (ii) des motifs et intentions de l'Initiateur, (iii) des éléments de valorisation préparés par Sodica tels que figurant dans le projet de note d'information, et (iv) du projet de rapport de l'Expert Indépendant,*

*(i) constate que :*

- l'Offre s'inscrit dans le cadre de la réflexion initiée par le groupe Compagnie des Alpes sur son organisation, que dans le cadre de cette réflexion il est envisagé d'intégrer la Société de manière plus complète au sein du groupe et que le succès de l'Offre permettra aussi à la Société de se libérer des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation de ses titres, et des coûts qui y sont associés ;*
- l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société en circulation non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur ;*
- l'Initiateur, dans la mesure où les conditions d'application d'un retrait obligatoire sont déjà réunies, a l'intention de mettre en œuvre, dans le cadre de l'Offre, un Retrait Obligatoire des actions de la Société et la radiation des actions de la Société du marché réglementé d'Euronext Paris ;*

*(ii) note que les intentions de l'Initiateur, telles que décrites dans le projet de note d'information, sont les suivantes :*

- en matière de stratégie industrielle, commerciale et financière, l'Initiateur (i) entend poursuivre les activités de la Société dans la continuité de la stratégie de développement et d'investissement qui est actuellement la sienne, et (ii) envisage de recapitaliser la Société afin de reconstituer ses capitaux propres.*
- en matière d'emploi, les intentions de l'Initiateur s'inscrivent dans la continuité de ce qui est fait actuellement au niveau de la Société. L'Initiateur n'envisage donc pas de modifier la politique de ressources humaines et la gestion des effectifs de la Société. Les salariés continueront, à la suite de l'Offre, de bénéficier du même statut individuel et collectif.*
- l'Initiateur n'envisage pas d'apporter des modifications aux statuts de la Société.*

- *L'Initiateur n'envisage pas de proposer des modifications substantielles dans la composition des organes sociaux et de direction de la Société.*
- *L'Initiateur, dans la mesure où il détient déjà plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, a l'intention, à l'issue de l'Offre de mettre en œuvre une procédure de Retrait Obligatoire qui porterait sur les actions de la Société autres que celles détenues par l'Initiateur et qui n'auraient pas été apportées à l'Offre. Le Retrait Obligatoire serait effectué moyennant une indemnisation des actionnaires concernés au Prix de l'Offre. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des actions de Musée Grévin d'Euronext Paris.*
- *en matière de dividendes, l'Initiateur entend maintenir une politique de dividendes cohérente avec les projets de développement de la Société ainsi qu'avec sa capacité distributive et ses besoins de financement.*

*Le Conseil d'administration examine ensuite le projet de rapport établi par l'Expert Indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1, I et II du règlement général de l'AMF et de la recommandation de l'AMF n°2006-15 et de l'instruction de l'AMF n°2006-08 sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières, en qualité d'expert indépendant, dont il ressort des conclusions que :*

*« Ainsi, le prix d'Offre de 66,0 € :*

- est supérieur de 55% avec la borne haute de notre analyse DCF (42,5 €) menée à titre principal ;*
- est supérieur de 122% à la borne haute ressortant de notre analyse des comparables boursiers (présentée à titre indicatif) ;*
- est supérieur de 25% à la borne haute ressortant des références de cours de bourse, présentées à titre indicatif.*

*Dans ces conditions, nous considérons que les conditions financières de l'offre publique de retrait suivie d'une procédure de retrait obligatoire sont équitables pour les actionnaires de la Société. »*

*Le Conseil d'administration prend acte que, selon le rapport établi par l'Expert Indépendant, le prix de l'Offre proposé par l'Initiateur de 66 euros par action est équitable pour les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre, y compris dans le cadre du Retrait Obligatoire.*

*Après échange de vues sur le projet d'Offre et au regard des éléments qui précèdent, le Conseil d'administration décide à l'unanimité :*

- (i) que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires, et recommande à ces derniers d'apporter leurs titres à l'Offre ;*
- (ii) d'approuver le projet de note en réponse qui lui a été présenté et de donner tous pouvoirs au Directeur Général, avec faculté de délégation, pour le finaliser et le déposer auprès de l'AMF ;*
- (iii) de donner tous pouvoirs au Directeur Général, avec faculté de délégation, à l'effet (i) de signer tout document relatif au projet de note en réponse et de préparer et déposer auprès de l'AMF le document intitulé « autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société », (ii) de signer toutes les attestations requises dans le cadre de l'Offre et (iii) plus généralement, de faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre et du Retrait Obligatoire (en ce compris la publication de tout communiqué de presse requis par la réglementation). »*

#### **4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE MUSEE GREVIN**

A l'exception de la Compagnie des Alpes, aucun membre du Conseil d'administration de la Société ne détient des actions Musée Grévin.

## **5. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE**

Musée Grévin n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

## **6. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE**

### **6.1. STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL**

Le capital social de la Société s'élève, à la date de l'élaboration du projet de note en réponse, à 4 603 326,10 euros et comprend 503 264 actions ordinaires, de 9,15 euros de valeur nominale chacune.

Le capital social et les droits de vote de Musée Grévin, sont répartis comme suit à la date du projet de note en réponse :

#### **Répartition du capital et des droits de vote de Musée Grévin au 1<sup>er</sup> mars 2022**

	Nb actions	% capital	Nb droits de vote	% droits de vote
Compagnie des Alpes	482 521	95,88%	965 042	97,39%
Public et autres	20 743	4,12%	25 837	2,61%
<b>Total</b>	<b>503 264</b>	<b>100,00%</b>	<b>990 879</b>	<b>100,00%</b>

À la date du projet de note en réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société, autres que les actions existantes de la Société.

### **6.2. RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D' ACTIONS**

Néant.

### **6.3. CLAUSES DE CONVENTIONS PREVOYANT DES CONDITIONS PREFERENTIELLES DE CESSION OU D'ACQUISITION D' ACTIONS ET PORTANT SUR AU MOINS 0,5% DU CAPITAL OU DES DROITS DE VOTE DE MUSEE GREVIN (ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE)**

A la date du projet de note en réponse, aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions Musée Grévin et portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de Musée Grévin en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

### **6.4. PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES AU SEIN DU CAPITAL DE MUSEE GREVIN AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL OU D'UNE DECLARATION D'OPERATION SUR TITRES**

A la date du projet de note en réponse et à la connaissance de Musée Grévin, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 5.1 ci-dessus.

### **6.5. LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI**

Néant.

## **6.6. MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER**

Néant.

## **6.7. ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT MUSEE GREVIN A CONNAISSANCE POUVANT ENTRAINER DES RESTRICTIONS RELATIVES AUX TRANSFERTS D' ACTIONS OU A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE**

A la date du projet de note en réponse et à la connaissance de Musée Grévin, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice du droit de vote.

## **6.8. REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS DE MUSEE GREVIN**

### **6.8.1. Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration**

La Société est administrée par un Conseil d'administration composé de trois à dix-huit membres.

Deux tiers (2/3) au minimum des membres du Conseil d'administration doivent être âgés de moins de soixante-dix (70) ans.

Si ce seuil des deux tiers venait à être franchi à la baisse, un ou plusieurs membre(s) du Conseil d'administration, en partant du plus âgé et en nombre nécessaire au rétablissement du ratio des deux tiers, sera(en)t alors réputé(s) démissionnaire(s) d'office à l'issue de la plus prochaine Assemblée générale ordinaire.

Ces dispositions s'appliquent également aux représentants permanents de toute personne morale nommée administrateur.

Les administrateurs sont nommés dans les conditions légales par l'Assemblée générale ordinaire des actionnaires pour une durée de quatre années prenant fin à l'issue de la réunion de l'Assemblée générale ordinaire statuant sur les comptes de l'exercice écoulée et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat.

Les administrateurs sortants sont rééligibles.

En cas de vacance d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le Conseil d'administration peut procéder dans les conditions légales à des nominations à titre provisoire qui seront soumises à la ratification de la plus prochaine Assemblée générale ordinaire.

A défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement n'en demeurent pas moins valables.

L'administrateur nommé dans ces conditions en remplacement d'un autre demeure en fonction pendant le temps qui reste à courir du mandat de son prédécesseur.

Sur proposition du Président, le Conseil d'administration peut nommer un ou plusieurs censeurs choisis ou non parmi les actionnaires. Leur mission est fixée par le Conseil d'administration en conformité avec la loi et les statuts. Chacun des censeurs est nommé pour une durée fixée par le Conseil d'administration qui peut mettre fin aux dites fonctions à tout moment.

#### **6.8.2. Modification des statuts de la Société**

Les décisions collectives des actionnaires sont prises au cours d'Assemblées générales ordinaires ou extraordinaires, ou encore d'Assemblées spéciales, selon la nature des décisions qu'elles sont appelées à prendre.

Les Assemblées générales ordinaires sont celles qui sont appelées à prendre toutes décisions qui ne modifient pas les statuts.

Les Assemblées générales extraordinaires sont celles appelées à décider ou autoriser des modifications directes ou indirectes des statuts.

Les Assemblées spéciales réunissent les titulaires d'actions d'une catégorie déterminée pour statuer sur une modification des droits des actions de cette catégorie.

Les délibérations des Assemblées générales obligent tous les actionnaires, même absents, dissidents ou incapables.

Les Assemblées générales ordinaires, extraordinaires ou spéciales, statuent dans les conditions de quorum et de majorité prescrites par la loi.

#### **6.9. POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT DE TITRES**

Néant.

#### **6.10. ACCORDS CONCLUS PAR MUSEE GREVIN QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE MUSEE GREVIN**

La Société étant déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre, cette dernière n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société.

#### **6.11. ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU LES SALARIES DE MUSEE GREVIN, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE**

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

## **7. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT**

En application des articles 261-1 et 261-1-1 du règlement général de l'AMF, le cabinet Sorgem Evaluation a été désigné en qualité d'expert indépendant lors d'une réunion du Conseil d'administration de la Société en date du 1<sup>er</sup> février 2022, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire. Ce rapport, en date du 1<sup>er</sup> mars 2022, figure en Annexe 1 du projet de note en réponse.

## **8. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE**

Les autres 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. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur les sites Internet de la Société ([www.grevin-paris.com](http://www.grevin-paris.com)) ainsi que sur celui de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès du siège social de la Société.

## **9. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE**

### **Pour la Société :**

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

Monsieur Yves Delhommeau  
Directeur Général de Musée Grévin

## **ANNEXE 1**

### **Rapport de l'Expert Indépendant**



ATTESTATION D'EQUITE  
CONCERNANT L'OFFRE PUBLIQUE DE  
RETRAIT VISANT LES ACTIONS DE  
MUSEE GREVIN

**Paris, le 1er mars 2022**

*Consultation réalisée à la demande  
du Conseil d'administration de Musée Grévin*

## Sommaire

<b>LIMINAIRE .....</b>	<b>4</b>
<b>I. PRESENTATION DE L'OFFRE .....</b>	<b>5</b>
1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre .....	5
2. Présentation de la Société cible de l'Offre .....	5
3. Présentation du contexte, des motifs et des termes de l'Offre .....	6
3.1 L'actionnariat à la date du dépôt du projet d'Offre .....	6
3.2 Modalités de l'OPR-RO .....	6
3.3 Motifs de l'Offre.....	6
4. Fondement de la désignation de l'expert indépendant .....	7
5. Définition du caractère équitable de l'Offre.....	8
<b>II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION .....</b>	<b>9</b>
1. Présentation de Sorgem Evaluation .....	9
2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission.....	10
3. Déclaration d'indépendance.....	11
4. Réserves .....	11
<b>III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHÉ.....</b>	<b>12</b>
1. Historique .....	12
2. Présentation des activités de la Société .....	12
3. Présentation du marché sur lequel la Société intervient.....	14
3.1 Le marché des parcs de loisirs en France .....	14
3.2 Principaux acteurs .....	15
3.3 Déterminants du marché .....	16
4. Principales caractéristiques financières de la Société .....	18
4.1 Compte de résultat .....	18
4.2 Bilan économique .....	20
5. Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces .....	22
<b>IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE .....</b>	<b>23</b>
1. Méthodes et références écartées .....	23
1.1 Méthode des transactions comparables .....	23
1.2 Méthode de l'actualisation des dividendes .....	24
1.3 Méthode de l'actif net réévalué.....	25
1.4 Référence à l'actif net comptable.....	25
1.5 Référence aux objectifs de cours des analystes.....	25
2. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF).....	26
2.1 Principe.....	26
2.2 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action .....	27
2.2.1. Nombre d'actions pris en compte .....	27
2.2.2. Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres.....	27
2.3 Présentation des prévisions retenues.....	28
2.3.1. Sources d'informations utilisées .....	28

2.3.2.	Synthèses des hypothèses structurantes.....	28
2.4	Estimation du taux d'actualisation.....	33
2.4.1.	Principe de détermination du taux.....	33
2.4.2.	Taux sans risque .....	34
2.4.3.	Bêta.....	34
2.4.4.	Prime de risque marché.....	35
2.4.5.	Prime de taille.....	35
2.4.6.	Taux d'actualisation retenu .....	36
2.5	Conclusion sur la valeur .....	36
3.	Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif) .....	38
3.1	Principe et application au cas d'espèce.....	38
3.2	Présentation des sociétés identifiées et retenues pour l'analyse indicative.....	39
3.3	Présentation des multiples retenus.....	40
3.4	Conclusion sur la valeur .....	41
4.	Impacts potentiels des actualités récentes sur les valorisations .....	42
5.	Référence de valeur : Cours de bourse (à titre indicatif) .....	43
5.1	Référence au cours de bourse jusqu'au 1 <sup>er</sup> février 2022, avant l'annonce de l'Offre Publique de Retrait.....	43
5.2	Evolution du cours de bourse depuis le 1 février 2022 .....	46
<b>V.</b>	<b>ACCORD CONNEXE A L'OFFRE .....</b>	<b>48</b>
<b>VI.</b>	<b>SYNERGIES LIEES A L'OFFRE ET CONSEQUENCES DE L'OPERATION ....</b>	<b>48</b>
<b>VII.</b>	<b>ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR .....</b>	<b>49</b>
1.	Méthodes et références retenues .....	49
2.	Méthode DCF.....	49
3.	Méthode des comparables boursiers.....	50
4.	Analyse du cours de bourse.....	50
<b>VIII.</b>	<b>CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE.....</b>	<b>51</b>
<b>ANNEXES .....</b>	<b>53</b>	
1.	Programme de travail.....	53
2.	Liste des personnes rencontrées ou contactées .....	54
3.	Informations et documents utilisés.....	55
4.	Calendrier de la mission.....	55
5.	Rémunération.....	55
6.	Lettre de mission.....	56

## ■ Liminaire

La société anonyme Compagnie des Alpes (ci-après l'« Initiateur » ou « CDA »), s'est engagée irrévocablement auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (l'« AMF ») à proposer aux actionnaires de la société anonyme Musée Grévin (ci-après « Musée Grévin » ou « la Société »), d'acquérir, dans le cadre d'une offre publique de retrait (ci-après l'« OPR »), suivie d'une procédure de retrait obligatoire dont les conditions requises sont déjà remplies (ci-après le « Retrait Obligatoire » et avec l'OPR, l'« Offre »), la totalité des actions de la Société en circulation non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, à un prix par action (le « Prix d'Offre ») de 66,0 euros.

Au 1<sup>er</sup> février 2022, date de dépôt du projet d'Offre, l'Initiateur détient 482 521 actions représentant 965 042 droit de vote, soit 95,88% du capital social et 97,39% des droits de vote de Musée Grévin.

Dans le cadre de la procédure de Retrait Obligatoire prévue à l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier, sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, les actions de Musée Grévin non détenues par l'Initiateur lui seront transférées moyennant une indemnisation, nette de frais, égale aux Prix d'Offre, soit 66,0 euros par action.

Dans ce contexte, Sorgem Evaluation, représentée par Thomas Hachette, a été désignée en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de la Société le 1<sup>er</sup> février 2022, en application de l'article 261-1 I et 261-1 II du Règlement général de l'AMF.

Cela fait suite à la proposition faite par la Société à l'AMF – en application des dispositions de l'article 261-1-1 du Règlement Général de l'AMF en l'absence de possibilité de constituer un comité *ad hoc* – de nommer Sorgem Evaluation et à l'absence d'opposition de l'AMF à cette nomination.

## **I. PRESENTATION DE L'OFFRE**

### **1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre**

Compagnie des Alpes, l'Initiateur, est une société anonyme spécialisée dans l'exploitation de domaines skiables et de parcs d'attraction, parmi lesquels le Futuroscope, le Parc Astérix ou les parcs Walibi. Compagnie des Alpes détient par ailleurs 95,88% du capital de Musée Grévin.

### **2. Présentation de la Société cible de l'Offre**

Inauguré en 1882, Musée Grévin est une société anonyme de droit français à conseil d'administration, dont le siège social est situé 10, Boulevard Montmartre, 75009 Paris. Son capital est composé de 503 264 actions d'une valeur nominale de 9,15 euros.

Musée Grévin s'est introduite en bourse en 1904 et ses actions sont aujourd'hui cotées sur le compartiment C du marché d'Euronext Paris.

La société exploite le musée situé au 10 boulevard Montmartre à Paris (9<sup>ème</sup> arrondissement). Celui-ci expose des reproductions en cire de personnages célèbres, historiques et contemporains. L'essentiel du chiffre d'affaires de Musée Grévin (plus de 80%) provient de la vente de billets d'entrée au musée.

Sur l'exercice clôturé au 30 septembre 2021, la Société a réalisé un chiffre d'affaires de 4,2 M€ pour un résultat d'exploitation négatif à -3,7 M€. Elle emploie environ 50 salariés.

### 3. Présentation du contexte, des motifs et des termes de l'Offre

#### 3.1 L'actionnariat à la date du dépôt du projet d'Offre

##### Actionnariat à la date du dépôt du projet d'Offre

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Compagnie des Alpes	482 521	95,88%	965 042	97,39%
Public et autres actionnaires	20 743	4,12%	25 837	2,61%
<b>Total</b>	<b>503 264</b>	<b>100,00%</b>	<b>990 879</b>	<b>100,00%</b>

Source : Projet de note d'information.

#### 3.2 Modalités de l'OPR-RO

L'Offre porte sur un total de 20 743 actions, soit la totalité des actions Musée Grévin en circulation non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur.

Dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur propose aux actionnaires de la Société d'acquérir, en numéraire, leurs actions au prix unitaire de 66,0 euros.

A l'issue de l'OPR, dans le cadre du Retrait Obligatoire dont toutes les conditions sont déjà réunies, les actions Musée Grévin non détenues par l'Initiateur seront transférées à l'Initiateur, moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre, soit 66,0 euros par action.

#### 3.3 Motifs de l'Offre

Le projet de note d'information indique que :

- l'Offre est réalisée par l'Initiateur dans l'objectif d'acquérir 100% des actions Musée Grévin, pour intégrer la Société de manière plus complète au sein du groupe Compagnie des Alpes et simplifier la gestion de cette filiale ;
- la mise en œuvre du Retrait Obligatoire permettra au Musée Grévin de simplifier la gestion de son actionnariat et corrélativement de se libérer de ses obligations

réglementaires et administratives liées à l'admission aux négociations de ses actions sur Euronext Paris et ainsi de réduire les coûts qui y sont associés.

#### 4. Fondement de la désignation de l'expert indépendant

- Au titre du 261-1 I :

1° : « Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre »

Dès lors que l'Initiateur contrôle la Société (97,4% des droits de vote), l'Offre entre dans le champ d'application de l'article 261-1 I 1° du règlement général de l'AMF ;

2° : « Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance » : non applicable au cas d'espèce ;

3° : « Lorsque l'actionnaire qui la contrôle au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce n'apporte pas ses titres à une offre publique de rachat lancée par la société sur ses propres titres » : non applicable au cas d'espèce ;

4° : « Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée » : non applicable au cas d'espèce ;

5° : « Lorsque l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre » : non applicable au cas d'espèce ;

6° : « Lorsque l'acquisition de la société visée est rémunérée par des instruments financiers mentionnés au 1° du II de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier donnant accès ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote de l'initiateur ou d'une société appartenant au groupe de l'initiateur, autres que des actions. » : non applicable au cas d'espèce.

- Au titre du 261-1 II :

L'intention de l'Initiateur étant d'aboutir à un retrait obligatoire, la mission de l'expert indépendant s'inscrit également dans le cadre l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF.

## **5. Définition du caractère équitable de l'Offre**

L'Offre est une offre volontaire. L'actionnaire minoritaire est libre d'apporter ou non ses actions à l'Offre. Dans la mesure où l'Initiateur détient d'ores et déjà plus de 90% du capital et des droits de votes de la Société, l'Offre Publique de Retrait sera suivie d'un Retrait Obligatoire. Les actions non apportées seront donc nécessairement transférées à l'Initiateur lors de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, moyennant une indemnisation égale au prix proposé dans le cadre de l'OPR, nette de tous frais.

Ainsi, la présente attestation a pour objet d'indiquer si le prix d'offre peut être considéré comme équitable dans un contexte d'un retrait obligatoire pour l'actionnaire minoritaire.

## II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION

### 1. Présentation de Sorgem Evaluation

Sorgem Evaluation est une société de conseil en finance, filiale du groupe Sorgem, qui effectue des interventions dans les trois domaines suivants : évaluations financières, support aux contentieux (litiges devant les tribunaux et arbitrages) et conseil en ingénierie financière.

Sorgem Evaluation dispose d'une équipe d'environ 25 collaborateurs et effectue régulièrement des missions d'évaluation d'entreprises dans différents contextes (transactionnel, fiscal, comptable, boursier, contentieux).

La société comprend quatre associés : Blanche Feauveaux, Thomas Hachette, Claire Karsenti et Maurice Nussenbaum.

Au cours des dernières années, Sorgem Evaluation a réalisé les expertises indépendantes listées ci-dessous :

Date	Opération	Cible	Initiateur	Banque présentatrice
janv-17	OPAS	Tessi	Pixel Holding	CM CIC, KEPLER CHEUVREUX
avr-17	OPRA	Gaumont	Gaumont	BNP PARIBAS
janv-18	OPAS	Ses Imagotag	BOE Smart Retail	SOCIETE GENERALE
juil-18	OPR-RO	Heurtey-Petrochem	Axens	INVEST SECURITIES
nov-19	OPR-RO	SIPH	Michelin / SIFCA	ODDO BHF
déc-19	OPR-RO	Afone Participations	FL Finance / Awys	SODICA
nov-20	OPAS-RO	Advenis	Inovalis	KEPLER CHEUVREUX
janv-21	OPAS-RO	Amplitude Surgical	Auroralux (PAI)	ROTHSCHILD&CO
avr-21	OPAS-RO	Société Française de Casinos	Casigrangi	ODDO BHF
oct-21	OPR-RO	Tessi	Pixel Holding	SOCIETE GENERALE

Sorgem Evaluation est adhérente de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et 2 de son Règlement général. Maurice Nussenbaum, Associé fondateur et Président de Sorgem Evaluation, est également membre du comité directeur et Président d'honneur de l'APEI.

Les Associés de Sorgem Evaluation sont également adhérents à des associations professionnelles dans les domaines de l'expertise indépendante (APEI), de l'évaluation (SFEV) et de l'expertise judiciaire (CNEJEF). A ce titre, ils respectent leur déontologie et leurs normes de travail.

## **2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission**

La présente mission a été réalisée par :

- Thomas Hachette, Associé de Sorgem Evaluation. Il est diplômé de l'EDHEC et enseigne au sein du MSc Financial Management et dans le programme Executive MBA de l'EDHEC. Il est expert de justice près la Cour d'appel de Paris et les Cours administratives d'Appel de Paris et de Versailles et membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV), de la Compagnie Nationale des Experts de Justice en Finance (CNEJEF) et de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) ;
- Etienne Langer, Assistant Manager, diplômé d'Excellia, disposant d'une expérience professionnelle de sept ans dans le domaine de l'évaluation financière et de l'audit ;
- Pierre Baffalie, Consultant junior, diplômé de Grenoble Ecole de Management.

Ce rapport a fait l'objet d'une revue indépendante réalisée par Maurice Nussenbaum, Associé fondateur et Président de Sorgem Evaluation. Il est diplômé d'HEC, Agrégé des Facultés de Droit et de Sciences économiques, Professeur Emérite à l'Université Paris Dauphine, co-directeur du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière », expert près les Cours Administratives d'Appel de Paris et de Versailles, expert financier près la Cour d'Appel de Paris, agrégé par la Cour de Cassation (h) et ex-président de la section Finance de la Compagnie Nationale des Experts Agrégés par la Cour de Cassation, et membre du comité directeur et président d'honneur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI).

### **3. Déclaration d'indépendance**

En application de l'article 261-4 II du règlement général de l'AMF, Sorgem Evaluation atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission. Sorgem Evaluation n'a pas réalisé de missions pour le compte de la Société au cours des dix-huit derniers mois.

### **4. Réserves**

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations de nature économique, juridique, comptable et financière qui nous ont été communiqués par la Société, l'Initiateur et leurs conseils.

Nous avons considéré que ces documents étaient fiables et transmis de bonne foi et ne les avons donc ni validés ni audités.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ou validé les données prévisionnelles utilisées. Nous avons néanmoins cherché à en apprécier le caractère raisonnable au regard notamment des performances historiques, des données disponibles sur les marchés sous-jacents et des explications orales et écrites obtenues auprès du management de la Société.

En outre, nous précisons que nos travaux d'évaluation ont pour objet d'apporter un avis sur la valeur de marché de la Société à la Date d'Evaluation. Cette valeur repose sur des paramètres de marché susceptibles de varier dans le temps en fonction des conditions économiques et des anticipations des agents économiques.

### III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHE

#### 1. Historique

Les principaux faits marquants depuis la création de la Société sont résumés ci-après :

1882 : Création de la Société par le sculpteur Alfred Grévin dans le but de créer des sculptures de personnalités faisant l'actualité.

1984 - 1993 : Ouverture de succursales : Tours (fermé en 2005), La Rochelle (fermé en 2002), Dijon (fermé en 1995), Mont-Saint-Michel (l'exploitation sous la marque Musée Grévin a cessé en 1996), Salon-de-Provence (fermé en 2015), Saint-Jean-de-Luz (fermé en 2007).

1999 : Rachat du Musée Grévin par le groupe Parc Astérix à la suite d'une OPA amicale.

2002 : OPA de Compagnie Des Alpes sur le groupe.

2013 - 2015 : Ouverture de musées Grévin à l'international : Montréal (2013), Prague (2014) et Séoul (2015), tous fermés ou cédés depuis.

2016 : Ouverture du musée Chaplin's World en Suisse, détenu aujourd'hui par Compagnie des Alpes.

2019 : Mise en Place du « Nouveau Grévin » ; refonte d'une grande partie du parcours de visite afin de proposer aux clients une offre plus immersive, interactive et technologique.

2021 : Fermeture définitive du Café Grévin.

#### 2. Présentation des activités de la Société

La Société, dirigée par Monsieur Yves Delhommeau, exploite le musée situé au 10, Boulevard Montmartre à Paris.

Le musée Grévin propose à ses visiteurs de rencontrer des reproductions en cire de personnages célèbres de l'histoire et de notre temps. Le musée Grévin compte aujourd'hui près de 250 personnages exposés sur le parcours, qui est renforcé chaque année par 5 à 6 personnages.

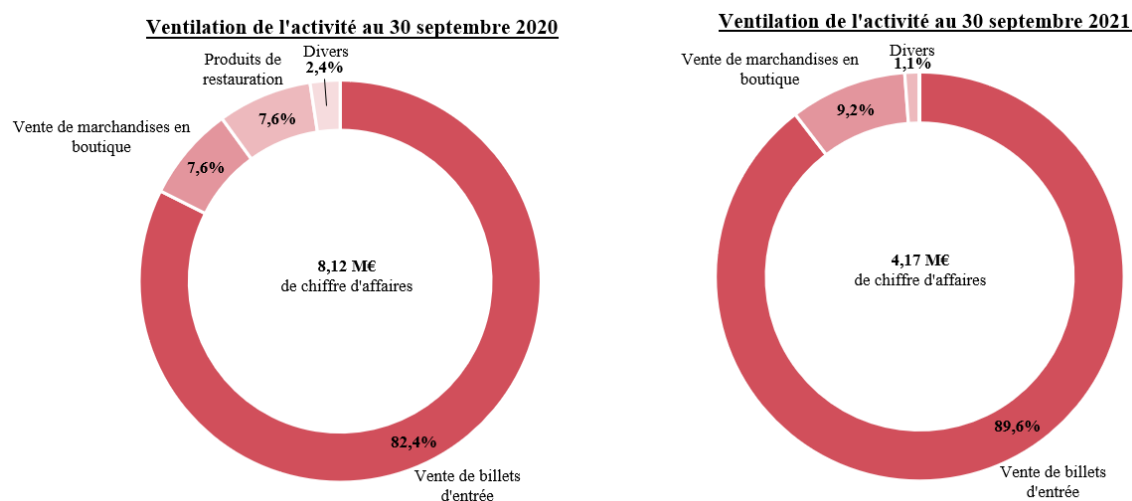
Après différentes variations de périmètre en France et à l'international (*cf. supra*), l'activité de la Société se concentre aujourd'hui à Paris. A l'international, le musée suisse

Chaplin's World, détenu par le groupe Compagnie des Alpes, est le seul musée encore sous contrat de licence avec la marque musée Grévin<sup>1</sup>.

La majorité des visiteurs, au nombre de 704 milliers en 2019, sont français. Néanmoins, environ 25% de l'activité de Musée Grévin est générée par les touristes étrangers. Parmi eux, les touristes belges sont les plus représentés<sup>2</sup>.

Les pics d'activités concernent les vacances scolaires, notamment entre juillet et août.

Sur les deux derniers exercices, le chiffre d'affaires par source de revenus se répartit comme suit :



Source : Annexes aux comptes sociaux 30.09.2021.

La totalité du chiffre d'affaires est réalisé en France et provient en grande majorité de la vente de billets d'entrée pour le musée (89,6% de l'activité sur l'exercice 2021).

Le Café Grévin, fermé au public lors du premier confinement liée à la crise sanitaire en mars 2020, n'a jamais été réouvert<sup>3</sup>, ce qui explique l'absence de chiffre d'affaires lié à la restauration en 2021.

<sup>1</sup> Nous précisons toutefois que Chaplin's World n'a jamais versé de redevances à Musée Grévin par défaut de rentabilité.

<sup>2</sup> Source : la Société.

<sup>3</sup> Décisions de céder le Café Grévin en juillet 2020.

Les activités diverses (1,1% du chiffre d'affaires de l'exercice 2021) correspondent à des revenus provenant principalement de la privatisation du musée, de redevances de partenariat (rétrocessions par les partenaires sur des ventes de billets combinant plusieurs expériences à Paris) ou encore d'échanges de marchandises.

La crise de la Covid-19 a fortement impacté l'activité de la Société. Compte tenu des restrictions sanitaires le Musée Grévin a été ouvert 271 jours en 2019-20 et 164 en 2020-21, à comparer à une ouverture tous les jours calendaires en temps normal. Le chiffre d'affaires a ainsi reculé de près de 10 M€ entre l'exercice clos au 30 septembre 2019 (14,0 M€ de chiffres d'affaires) et celui clos au 30 septembre 2021, représentant une diminution de plus de 70% en deux ans.

### **3. Présentation du marché sur lequel la Société intervient**

#### **3.1 Le marché des parcs de loisirs en France**

Le musée Grévin propose à ses visiteurs une expérience relativement unique.

Le musée Grévin peut être vu comme une infrastructure ayant pour vocation de faire vivre une expérience divertissante et peut ainsi être assimilé à un parc à thème, sous-segment des parcs de loisirs.

La France est la première destination pour les parcs de loisirs en Europe. Ces derniers y attirent chaque année plus de 63 millions de visiteurs ce qui représente un chiffre d'affaires d'environ 3 Mds€<sup>4</sup>. Les revenus proviennent à 57% de la vente de billet d'entrée tandis que 21% du budget des visiteurs est consacré aux services de restauration, 9% aux boutiques de souvenirs et 13% aux autres services, comprenant notamment l'hébergement<sup>5</sup>.

Les parcs de loisirs regroupent les parcs d'attractions, les parcs à thèmes, les parcs aquatiques, les parcs animaliers et les aquariums. Les parcs d'attraction et à thèmes sont les plus nombreux et représentent plus de 65% du secteur<sup>6</sup>.

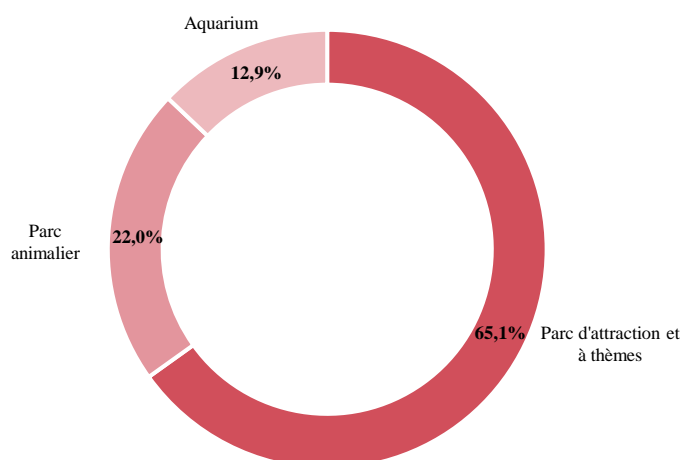
---

<sup>4</sup> Syndicat national des Espaces de Loisirs, d'attraction et culturels - <https://www.snelac.com/>

<sup>5</sup> Xerfi, Les parcs de loisirs en France, Septembre 2021.

<sup>6</sup> Panel Xerfi, Les parcs de loisirs en France, Septembre 2021.

### Répartition du nombre de visiteurs par type de parcs



Source : Xerfi, *Les parcs de loisirs en France*, Septembre 2021.

Après une phase de croissance sur les dernières années<sup>7</sup>, les parcs d'attractions et thématiques ont été durement touchés par la crise sanitaire en 2020. Avec plus de quatre mois de fermeture, leur activité a chuté de plus de 57%<sup>8</sup>. En 2021, la situation s'est de nouveau dégradée en raison (i) des nouvelles fermetures sur le 1<sup>er</sup> semestre, (ii) du durcissement des mesures sanitaires avec l'instauration du pass sanitaire, et enfin (iii) d'une saison estivale maussade.

Sur 2021, le chiffre d'affaires du secteur est ainsi estimé en baisse de 30%.

### **3.2 Principaux acteurs**

Selon le Syndicat National des Espaces de Loisirs, d'Attraction et Culturels (SNELAC), la France compte environ 600 parcs de loisirs sur son territoire.

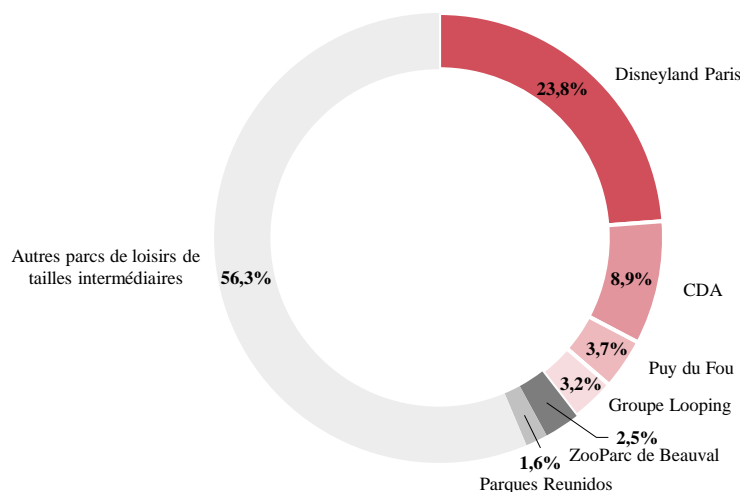
Néanmoins, le marché est dominé par de grands acteurs comme EuroDisney avec Disneyland Paris (15% des visiteurs en France), la Compagnie des Alpes avec le Parc Astérix ou le Futuroscope (8,0% des visiteurs en France), le Puy du Fou (3,3% des visiteurs en France) ou encore le Groupe Looping (2,9% des visiteurs en France).

---

<sup>7</sup> Croissance annuelle moyenne des parcs d'attractions et thématiques en France d'environ 7% entre 2015 et 2019 (Insee).

<sup>8</sup> Insee via Xerfi.

### Répartition du nombre de visiteurs de parc de loisirs en France



Source : Estimations Sorgem, données SNELAC et Xerfi.

### 3.3 Déterminants du marché

L'activité des parcs de loisirs est principalement déterminée par les facteurs suivants :

- **Fréquentation touristique** : le chiffre d'affaires des parcs de loisirs est étroitement lié à la fréquentation touristique de leur région. Si certains parcs accueillent principalement des visiteurs français, d'autres sont aussi très dépendants de la clientèle internationale. C'est notamment le cas pour des parcs situés dans des régions à forte attraction internationale comme l'Île de France.
  - > **Fréquentation touristique internationale** : les arrivées de visiteurs étrangers peuvent être perturbées par des facteurs exogènes comme la conjoncture économique de leur pays d'origine, les crises sanitaires et géopolitiques ou encore les risques d'attentats<sup>9</sup>.
  - > **Fréquentation touristique domestique** : les arrivées de visiteurs domestiques peuvent également être perturbées par la conjoncture (attentats, mouvements sociaux, etc.). En revanche, les arrivées peuvent être stimulées par l'évolution des comportements, avec notamment la hausse des séjours de courtes durées et la multiplication des week-end prolongés.

---

<sup>9</sup> Xerfi, Les résidences de tourisme et les villages de vacances, Novembre 2021

- **La situation financière des ménages** : les pressions sur le pouvoir d'achat conduisent à une baisse du budget alloué aux loisirs. Néanmoins, pour la clientèle domestique, si cette baisse de budget se répercute sur le budget alloué aux vacances, les parcs de loisir peuvent constituer des destinations de substitution.
- **Evolution de la population infantile** : les parcs de loisirs attirent principalement des familles avec enfants. Ces derniers sont souvent à l'initiative de la visite et incitent leurs parents à consommer une fois sur place.
- **Conditions météorologiques** : une grande majorité de parcs de loisirs proposent des activités en extérieur (parc d'attraction, parc animalier, parc aquatique...). Le musée Grévin fait figure d'exception en ce sens et peut donc, par effet de substitution, profiter de mauvaises conditions climatiques pour attirer des visiteurs.

## 4. Principales caractéristiques financières de la Société

### 4.1 Compte de résultat

#### Compte de résultat 2017-18 à 2020-21

En k€	30/09/2018	30/09/2019	30/09/2020	30/09/2021
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>13 194</b>	<b>14 095</b>	<b>8 117</b>	<b>4 173</b>
<i>% variation</i>	<i>n.a.</i>	<i>6,8%</i>	<i>-42,4%</i>	<i>-48,6%</i>
Charges opérationnelles	(611)	(606)	(398)	(268)
Frais de personnel	(2 873)	(3 058)	(2 071)	(1 133)
Achats et charges externes	(7 602)	(7 978)	(6 504)	(4 674)
Impôts et taxes	(213)	(242)	(137)	(97)
Autres produits et charges	1 087	1 033	283	356
<b>EBITDA</b>	<b>2 981</b>	<b>3 244</b>	<b>(710)</b>	<b>(1 644)</b>
<i>% du chiffre d'affaires</i>	<i>22,6%</i>	<i>23,0%</i>	<i>-8,8%</i>	<i>-39,4%</i>
Dotations nettes aux amortissements	(1 697)	(1 923)	(2 084)	(2 093)
<b>EBIT</b>	<b>1 284</b>	<b>1 321</b>	<b>(2 794)</b>	<b>(3 737)</b>
<i>% du chiffre d'affaires</i>	<i>9,7%</i>	<i>9,4%</i>	<i>-34,4%</i>	<i>-89,6%</i>
Résultat financier	0	(13)	(38)	(103)
Résultat exceptionnel	75	82	(969)	(666)
Participation	(90)	(97)	-	-
Impôts sur les résultats	(343)	(384)	-	-
<b>Résultat net</b>	<b>926</b>	<b>909</b>	<b>(3 801)</b>	<b>(4 507)</b>
<i>% du chiffre d'affaires</i>	<i>7,0%</i>	<i>6,4%</i>	<i>-46,8%</i>	<i>-108,0%</i>

Sources : Rapports annuels de la Société.

#### Evolution du chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires de la Société est essentiellement constitué de la vente de billets d'entrée (plus de 80% de l'activité sur la période analysée).

Son évolution de -42,4% entre les exercices clos en 2019 et 2020 puis de -48,6% entre les exercices clos en 2020 et 2021 est le résultat :

- principalement de l'impact de la crise sanitaire avec la fermeture administrative du Musée Grévin sur une partie des exercices ;
- du durcissement des mesures sanitaires en 2021 (mise en place du pass sanitaire) ;

- dans une moindre mesure, de la fermeture du Café Grévin.

Au total, le Musée Grévin a été ouvert 271 jours en 2019-20 et 164 en 2020-21, à comparer à une ouverture tous les jours calendaires en temps normal. Il convient de noter que le début de l'exercice 2019-20 a également été pénalisé par le mouvement des gilets jaunes et les grèves de la RATP, qui ont impacté la fréquentation des lieux de divertissement à Paris.

#### Evolution du total des charges d'exploitation

Dans ce contexte de crise sanitaire, différentes mesures ont été prises pour réduire les charges d'exploitation. Tout d'abord, la Société a diminué ses frais de personnel avec le recours au chômage partiel mais également à l'aide de l'exonération de charges sociales dont elle a pu bénéficier, ainsi que grâce à des mesures drastiques à la réouverture du site avec certains postes non pourvus.

En outre, la Société a réduit ses dépenses de communication de 0,2 M€ en 2020 et de 0,3 M€ en 2021 et la baisse de l'activité a logiquement engendré une baisse des coûts variables.

#### Evolution des D&A

L'augmentation des dotations et amortissements (D&A) sur l'exercice 2019 (+13,3% par rapport à l'exercice 2018) est le fruit de la mise en service du « Nouveau Grévin » en février 2019. Cette opération a consisté en la refonte d'une très grande partie du parcours de visite afin de proposer aux clients une offre plus immersive, interactive et technologique (mise en place de nouveaux décors, nouvelles scènes, nouveaux effets lumineux et sonores et intégration d'une trentaine de nouveaux personnages).

Le niveau des D&A s'est ensuite stabilisé autour de 2 M€ sur les exercices 2020 et 2021.

#### Commentaires sur la profitabilité

La diminution des charges d'exploitation n'a pas été suffisante pour faire face à la chute de l'activité et éviter un effet ciseau défavorable. Les frais de personnels, notamment, n'ont pas diminué suffisamment malgré les mesures mises en place. Ils représentaient 21,7% du chiffre d'affaires sur l'exercice 2019 contre respectivement 25,5% et 27,2% sur les deux exercices suivants. En outre, la mise en service du Nouveau Grévin a maintenu les dotations aux amortissements à un niveau élevé en dépit de la chute de l'activité.

Consécutivement, l'EBIT ressort négatif à -2,8 M€ sur l'exercice 2020 et à -3,7 M€ sur l'exercice 2021, contre environ 1,3 M€ sur 2017-18 et 2018-19 (soit en moyenne 9,6% du chiffre d'affaires).

#### Commentaires sur le résultat financier

Les frais financiers, quasiment nuls historiquement, ont augmenté en raison du recours à l'endettement, nécessaire pour faire face à la crise sanitaire. En effet, au 30 septembre 2018, la Société bénéficiait d'une trésorerie nette de plus de 1 M€ tandis qu'elle supporte un endettement net de 6,3 M€ au 30 septembre 2021.

#### Commentaires sur le résultat exceptionnel

Le résultat exceptionnel négatif à -0,97 M€ et -0,67 M€ respectivement sur les exercices 2020 et 2021 est essentiellement imputable à deux dépréciations successives du droit au bail du Café Grévin dans le cadre de sa cession.

## 4.2 Bilan économique

### Bilan économique - 2017-18 à 2020-21

En k€	30/09/2018	30/09/2019	30/09/2020	30/09/2021
Immobilisations incorporelles	2 041	2 303	1 285	380
Immobilisations corporelles	6 817	8 900	7 727	6 170
Immobilisations financières	279	354	345	347
<b>Immobilisations</b>	<b>9 136</b>	<b>11 557</b>	<b>9 357</b>	<b>6 897</b>
<b>BFR</b>	<b>(2 588)</b>	<b>(2 046)</b>	<b>(1 744)</b>	<b>(1 764)</b>
<b>Actif économique</b>	<b>6 549</b>	<b>9 511</b>	<b>7 613</b>	<b>5 133</b>
<b>Capitaux propres</b>	<b>7 090</b>	<b>7 073</b>	<b>2 345</b>	<b>(2 161)</b>
Dettes financières	-	2 251	4 795	6 499
Trésorerie et équivalent de trésorerie	1 034	316	131	198
<b>Dette financière nette</b>	<b>(1 034)</b>	<b>1 935</b>	<b>4 664</b>	<b>6 301</b>
Provisions pour risques	493	503	603	994
<b>Capital financier</b>	<b>6 549</b>	<b>9 511</b>	<b>7 613</b>	<b>5 133</b>

Sources : Rapports annuels de la Société.

L'analyse du bilan économique de la Société fait apparaître les principaux éléments suivants :

#### Actif économique

- Les immobilisations incorporelles correspondent au droit au bail des locaux du musée Grévin tandis que les immobilisations corporelles sont constituées exclusivement par les investissements liés à l'exploitation. On observe une hausse de plus de 30% des immobilisations corporelles au 30 septembre 2019 à mettre en rapport avec les investissements pour la mise en place du Nouveau Grévin. Dans le cadre de ce projet, la Société a notamment investi dans une trentaine de nouveaux personnages en cire qui représentent 1,1 M€ d'investissements ;
- Le BFR est structurellement négatif (-17% du chiffre d'affaires net en moyenne sur les deux exercices pré-Covid) en raison de l'activité de la Société, qui suppose un encaissement comptant voire anticipé des billets d'entrée des visiteurs.

#### Capitaux investis

- L'évolution des capitaux propres sur la période est la conséquence directe du résultat enregistré par la Société. Entre les exercices 2018 et 2019, les capitaux propres sont restés stables en raison de la distribution du résultat aux actionnaires. Sur les deux exercices suivants, les capitaux propres ont subi l'impact des pertes d'exploitations liées à la crise sanitaire. Les capitaux propres sont ainsi négatifs au 30 septembre 2021 à hauteur d'environ -2,2 M€ ;
- Les dettes financières de la Société en 2021 se rattachent principalement à une ligne de crédit de 6 M€ financée par la société mère Compagnie des Alpes. Cette dette est en forte augmentation et est à mettre en rapport avec les besoins de trésorerie à la suite de la chute d'activité sur les deux derniers exercices. Le solde de l'endettement est constitué de concours bancaires à hauteur de 0,5 M€ ;
- Les provisions pour risques et charges concernent principalement une provision pour un litige avec le comité d'entreprise de la Société et la CGT au sujet du versement de la participation des exercices 2005-06, 2006-07 et 2007-08. Le risque attaché à ce litige est totalement provisionné à hauteur de 0,5 M€.

## 5. Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"><li>✓ Forte notoriété de Musée Grévin en France, qui après plus de 100 ans d'existence, fait partie intégrante du patrimoine français</li><li>✓ Localisation au sein de la capitale même, facilitant l'accès aux touristes</li><li>✓ Capacité à proposer un contenu qui évolue avec le temps et reste toujours pertinent génération après génération</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ Très forte dépendance à la conjoncture touristique de Paris</li><li>✓ Les tentatives d'ouverture en province et d'export de la marque (Canada, République Tchèque, Corée, Suisse) n'ont pas été fructueuses</li></ul>
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"><li>✓ Possibilité d'effet de rattrapage de l'activité avec le retour du tourisme international</li><li>✓ Modernisation du parcours (« Nouveau Grévin ») pouvant relancer l'intérêt des visiteurs</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ Incertitudes liées à l'évolution de la situation sanitaire et du retour à un niveau touristique d'avant crise</li><li>✓ Concurrence grandissante des autres attractions et nécessité d'accroissement des efforts en communication</li></ul>

## IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE

Afin d'apprécier l'équité du Prix d'Offre, nous avons estimé la valeur des actions de la Société au 15 février 2022 (ci-après la « Date d'Evaluation »), sur la base notamment de données de marché retenues à la date du 9 février 2022.

Pour ce faire, nous avons retenu :

- à titre principal, la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (ou « DCF ») (2.) ;
- à titre indicatif, la méthode des comparables boursiers (3.) ;
- à titre de référence, le cours de bourse de la Société sur une durée comprise entre un et trois mois avant l'annonce le 1<sup>er</sup> février 2022 de l'Offre (4.).

Nous exposons au préalable les raisons pour lesquelles nous avons écarté certaines méthodes et références (1.).

### 1. Méthodes et références écartées

#### 1.1 Méthode des transactions comparables

Cette méthode consiste à appliquer à la Société les multiples observés lors de transactions impliquant des sociétés comparables.

Après avoir analysé les transactions intervenues en Europe et aux Etats-Unis sur le secteur des parcs à thème, musées et parcs d'attractions à l'aide des bases de données Mergermarket et Epsilon, nous avons écarté cette méthode en raison de l'absence de transactions postérieures à la crise sanitaire et dont l'information nécessaire au calcul des multiples serait disponible.

La crise de la Covid-19 a en effet eu des impacts prononcés sur le secteur qui ont modifié la perception du risque qui lui est associé. Dans ce contexte, il n'apparaît pas pertinent de retenir un multiple défini avant crise pour évaluer la Société.

A titre d'information, nous présentons ci-dessous les transactions identifiées sur les quatre dernières années pour lesquelles l'information nécessaire au calcul des multiples est disponible

Date d'annonce	Acquéreur	Cible	Pays (Cible)	Secteur / Description	% Acquis	Devise	Valeur d'Entreprise Induite (M)	xEBITDA
26/04/2019	Consortium dirigé par EQT	Parques Reunodos Servicios Centrales SA	Espagne	Parc de loisirs	100%	EUR	1 721	9,9x
11/12/2018	Parques Reunodos Servicios Centrales SA	Tropical Island Management GmbH	Allemagne	Tour opérateur	100%	EUR	226	11,3x
28/06/2019	Consortium led by Blackstone	Merlin Entertainments Plc	Etats-Unis	Parc à thèmes	72%	GBP	5 956	12,2x
31/10/2019	Naxicap Partners	Siblu Holdings Limited	France	Parc de vacances	100%	EUR	470	12,1x
20/03/2019	Compagnie des Alpes	M. Muller Ges	Autriche	Parc de loisirs	100%	EUR	73	10,7x
05/07/2018	Cineworld	National CineMedia	Etats-Unis	Cinéma	14%	USD	2 098	11,0x
28/05/2019	SeaWorld Entertainment	Schitterbahn Waterparks	Etats-Unis	Parc à thèmes	10%	USD	3 619	11,6x
03/08/2020	Looping Group	Drayton Manor Park	Angleterre	Parc de loisirs	100%	EUR	18	9,8x
10/10/2019	Private Group led by Mubadala Capital	Looping Group	France	Parc de loisirs	100%	EUR	240	8,5x
20/03/2019	Compagnie des Alpes	Familypark	Autriche	Parc de loisirs	100%	EUR	73	10,7x
20/12/2018	Looping Group	West Midland Safari Park	Angleterre	Parc de loisirs	100%	EUR	26	5,9x
10/11/2017	Looping Group	Parc Zoologique de la Flèche	France	Parc de loisirs	100%	EUR	34	5,0x
26/04/2017	Looping Group	Fort Fun Abenteuerland	Allemagne	Parc de loisirs	100%	EUR	7	6,7x

Sources : analyses Sorgem Evaluation, Mergermarket, Epsilon.

A titre indicatif, le Prix d'Offre fait ressortir un multiple de 12,4x l'EBITDA 2018-19 et de 13,8x l'EBITDA attendu pour 2021-22 – le calcul ne pouvant être réalisé sur les EBITDA des exercices 2020 et 2021, qui sont négatifs.

## 1.2 Méthode de l'actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividendes attendus. Elle s'envisage généralement pour les sociétés matures qui mettent en œuvre une politique de dividendes réguliers et représentative de leur capacité de distribution.

La méthode de l'actualisation des dividendes a été considérée comme non pertinente au cas d'espèce, notamment parce que la Société n'a distribué aucun dividende en 2020 et 2021 et que ses capitaux propres sont négatifs au 30 septembre 2021.

Dans ces conditions, la détermination de la capacité de distribution de la Société dans le futur serait redondante avec l'approche DCF mise en œuvre à titre principal.

### **1.3 Méthode de l'actif net réévalué**

Cette méthode consiste à ajuster les capitaux propres de la mise en valeur de marché des actifs et passifs apparaissant au bilan. Elle est souvent utilisée pour évaluer les sociétés dont les principaux actifs disposent d'une valeur de marché indépendamment de leur utilisation dans un processus d'exploitation.

Au cas d'espèce, cette méthode n'apparaît pas directement pertinente dans la mesure où elle serait redondante avec l'évaluation DCF, conduite notamment à partir des projections financières de la Société.

### **1.4 Référence à l'actif net comptable**

Cette approche consiste à estimer la Valeur des Fonds Propres d'une société à partir de la référence à son actif comptable. Néanmoins, les principaux actifs de la Société ne sont pas nécessairement inscrits à son bilan à leur valeur de marché.

De surcroît, l'actif net comptable de la Société est négatif au 30 septembre 2021. La méthode n'est donc pas pertinente en l'espèce.

### **1.5 Référence aux objectifs de cours des analystes**

Aucun analyste ne suit le titre Musée Grévin et ne publie donc de cours cible.

## 2. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)

### 2.1 Principe

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs consiste à déterminer la valeur d'une société à partir de l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation futurs qu'elle est susceptible de générer, nets d'impôts, après financement des investissements et du besoin en fonds de roulement.

La valeur actualisée des flux de trésorerie opérationnels générés par les actifs d'exploitation des activités évaluées sur la période couverte par les prévisions et, le cas échéant, la valeur actualisée de la valeur terminale constituent la Valeur d'Entreprise (ou valeur de l'actif économique) de la société évaluée (ci-après la « Valeur d'Entreprise »).

La Valeur d'Entreprise obtenue doit ensuite être ajustée de l'endettement financier net et des actifs et passifs hors exploitation pour obtenir la valeur des fonds propres de la société évaluée.

Cette méthode requiert donc de déterminer les éléments suivants :

- les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres puis à la valeur par action (2.2) ;
- les hypothèses prévisionnelles et les hypothèses normatives concernant les résultats nets d'impôt, les investissements et le besoin en fonds de roulement (2.3) ;
- le taux d'actualisation, qui correspond au taux de rendement exigé par les pourvoyeurs de capitaux de l'entreprise (2.4).

## 2.2 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action

### 2.2.1. Nombre d'actions pris en compte

Nous avons retenu l'intégralité des 503 264 actions composant le capital au 30 septembre 2021.

Par ailleurs, il n'existe à ce jour aucun plan d'actions gratuites ou de *stock-options* susceptible de diluer à l'avenir les actionnaires existants.

Enfin, nous précisons que la Société ne détient aucune de ses propres actions.

### 2.2.2. Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres

Sur la base des comptes au 30 septembre 2021, le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres de la Société nécessite de prendre en compte un ajustement négatif d'un montant de **-5,9 M€** :

#### Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres

en M€		
<b>Trésorerie et équivalents de trésorerie</b>	[1]	<b>0,2</b>
Financement Compagnie des Alpes		(6,0)
Concours bancaires		(0,5)
<b>Dette financière brute</b>	[2]	<b>(6,5)</b>
Provisions pour litige nettes d'impôt		(0,7)
(a) Provisions pour indemnité fin de carrière nettes d'impôt		(0,1)
(b) Gains d'impôt sur déficits reportables		1,3
<b>Autres éléments</b>	[3]	<b>0,4</b>
<b>Passage</b>	[1]+[2]+[3]	<b>(5,9)</b>

Sources : Rapport annuel de la Société 2020-21, analyse Sorgem Evaluation.

#### a) Indemnités de fin de carrière

Ce poste hors bilan correspondant à un décaissement futur de trésorerie, il a été considéré comme élément de passage, après prise en compte de l'effet de l'impôt.

## b) Déficits reportables

La société dispose de 6,4 M€ de déficits reportables au 30 septembre 2021, qui représenteront des économies futures d'impôt. Celles-ci ont été estimées à 1,3M€ après prise en compte de l'effet actualisation d'une consommation des déficits sur une durée de quatre ans.

## 2.3 Présentation des prévisions retenues

### 2.3.1. Sources d'informations utilisées

Notre évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie futurs se fonde sur le plan d'affaires établi par Musée Grévin dans le cadre de son reporting à la société mère Compagnie des Alpes.

### 2.3.2. Synthèses des hypothèses structurantes

## a) Hypothèses générales

Le plan d'affaires a été établi sur un horizon explicite de dix ans (2021-22 à 2030-31) repose sur un développement ambitieux des activités de la Société sur son périmètre actuel.

Dans le cadre de nos analyses de valeur à aujourd'hui, nous considérons qu'il est approprié de retenir ce périmètre d'activités pour évaluer la société. En particulier, il ne nous semble pas pertinent d'attribuer à date une valeur significative liée à un développement de la société sur des géographies sur lesquelles elle n'opère pas aujourd'hui ; à la fois parce que (i) la société n'a pas de tels projets en cours et (ii) les tentatives d'ouvertures hors de Paris réalisées par le passé se sont avérées infructueuses.

Le plan d'affaires a été réalisé en respectant certaines normes IFRS pour les besoins de consolidation du Groupe<sup>10</sup>. Les principaux retraitements réalisés par rapport aux données sociales (normes françaises) correspondent à des reclassements (participation des salariés en frais de personnel) et compensations entre produits et charges considérées en IFRS uniquement (charges refacturées). L'impact de ces retraitements est tout à fait marginal

---

<sup>10</sup> Exception faite de la norme IFRS 16 portant sur l'activation des contrats de locations simples, et qui n'a pas été mise en œuvre pour construire le plan d'affaires.

sur les marges de la Société<sup>11</sup>, et nul sur les flux de trésorerie (et donc sur l'évaluation de Musée Grévin). Par souci de parfaite comparabilité, les mentions d'évolutions entre historique et flux projetés sont indiquées ci-dessous en respectant, pour les données historiques, la classification retenue dans le plan d'affaires.

Le plan d'affaires est fondé sur un retour important de la fréquentation avec, dès l'exercice 2022-23, un nombre de visiteurs supérieur à celui de 2018-19.

#### b) Horizon du plan d'affaires (2021-22 - 2030-31) – Principales tendances

##### Evolution du chiffre d'affaires

Après deux exercices marqués par l'impact de la fermeture du musée dans le cadre des mesures sanitaires<sup>12</sup>, l'exercice 2021-22 est marqué par une certaine reprise de la fréquentation du musée, comprenant un nombre de jour d'ouverture normal mais un niveau de tourisme en-deçà de la période pré-Covid.

L'exercice 2022-23 est fondé sur une hypothèse de reprise complète de l'activité, avec un nombre de visiteurs estimé à près de 720 000, soit 50 milliers de plus que la moyenne trois ans pré-Covid<sup>13</sup>.

La fréquentation sur les cinq exercices suivants est estimée stagner autour de 760 milliers de visiteurs, avec un pic à 770 milliers sur l'année 2025, résultant des effets des Jeux Olympiques de Paris 2024 sur la saison touristique subséquente. En tenant compte des derniers exercices du plan d'affaires, le taux de croissance moyen annuel de la fréquentation entre 2023 et 2031 s'établit à 1,3%, pour un nombre de visiteur de 800 000 atteint sur l'exercice 2030-31.

Le prix moyen du billet, déterminé à partir du mix de mode de réservation et des évolutions tarifaires à prévoir, est également en augmentation sur l'horizon du plan d'affaires. Celui-ci passe d'environ 16,7€ HT en 2021-22 à 19,6€ HT en 2030-31, soit une augmentation annuelle moyenne de l'ordre de 1,8%.

---

<sup>11</sup> Selon nos analyses sur les exercices 2016-17 à 2018-19, les reclassements effectués ont un impact absolu inférieur à 1,2% sur le chiffre d'affaires, 0,3% sur la marge d'EBITDA et 0,8% sur la marge d'EBIT de la Société.

<sup>12</sup> 271 jours d'ouverture en 2019-20 et 164 jours en 2020-21, étant noté que le musée est normalement ouvert tous les jours calendaires.

<sup>13</sup> Nombre de visiteur moyen de 670 milliers entre 2017-17 et 2018-19.

Le chiffre d'affaires « *inpark* », principalement constitué des ventes boutique et photos, est attendu en augmentation, corrélativement à la fréquentation du musée. Celui-ci représente en moyenne 9% du chiffre d'affaires de la Société sur l'horizon du plan d'affaires, soit légèrement en-deçà des dernières années d'exploitation (du fait de la fermeture définitive de Café Grévin en 2021).

Enfin, les autres produits d'exploitation (billets non utilisés arrivés à expiration et ventes combinées avec partenaires représentant une marge faible) restent à un niveau proche de de 1,0M€ sur toute la durée du plan, suivant la tendance observée en 2018 et 2019.

Consécutivement, le chiffre d'affaires total augmente tout au long du plan d'affaires, avec une croissance moyenne annuelle de 2,3% entre 2019 et 2031, année où le chiffre d'affaires attendu dans le plan d'affaires s'élève à près de 18,4 M€. La part provenant de la billetterie s'établit à environ 85% du chiffre d'affaires total sur tout l'horizon du plan, soit un niveau légèrement supérieur à l'historique, du fait notamment de la fermeture de Café Grévin.

### Evolution des marges

Une part importante des charges d'exploitation étant fixes<sup>14</sup>, et la structure de coût n'étant pas amenée à changer dans le futur, l'augmentation constante du chiffre d'affaires sur l'horizon du plan entraîne mécaniquement une amélioration des marges attendues jusqu'à 2031.

Le taux de marge d'EBITDA budgété dès 2021-22 est ainsi estimé très proche de celui de 2018-19 (lui-même à 22,7%), et en augmentation constante pour atteindre plus de 26,5% en 2030-31. Pour mémoire, le taux de marge d'EBITDA moyen sur les trois exercices pré-crise sanitaire (2016-17 à 2018-19) s'établissait à environ 21,2%.

Nous précisons que la Société estime qu'après déplacement d'un espace de caisses, il sera possible à compter de l'exercice 2023-24 de sous-louer des espaces précédemment attribués au Café Grévin, pour un montant annuel d'environ 250 K€. Nous avons intégré ce produit aux prévisions du plan d'affaires en considérant une augmentation annuelle du loyer d'environ 1,3% (égale à l'inflation long terme estimée pour la France, *cf. infra*). La prise en compte de ce flux positif élève le taux de marge d'EBITDA d'environ 160 points de base en moyenne sur l'horizon du plan (le taux de marge d'EBITDA 2030-31 s'établissant alors à 28,0%).

---

<sup>14</sup> Le premier poste de coût du Musée Grévin concerne les frais de personnels, suivi des loyers et charges locatives.

Les dotations aux amortissements annuelles ont été estimées autour de 1,4 M€ sur l'horizon explicite du plan d'affaires. Ce niveau est inférieur à celui des dotations mesurées sur le dernier exercice en cours de clôture (2020-21) à 2,0 M€, qui comprennent encore une part des rénovations importantes réalisées sur les années 2016 à 2019. Les dotations représentent ainsi près de 9% du chiffre d'affaires en moyenne sur le plan, contre environ 12% en historique (2016-17 à 2018-19), du fait notamment de l'augmentation du chiffre d'affaires sur l'horizon explicite.

En conséquence, le taux de marge d'EBIT, qui devrait se situer entre 10,0% et 11,0% sur l'exercice 2021-22, devrait augmenter sur les années suivantes pour s'établir entre 18,0% et 19,0% dès 2024-25 et sur les années suivantes.

#### Evolution des investissements et du besoin en fonds de roulement

Sur l'horizon du plan d'affaires, les investissements s'élèvent à plus de 10 M€.

Ils concernent principalement :

- l'intégration des nouveaux personnages de cire et des scènes / environnements liés ainsi que la maintenance du parc existant (environ 50% des investissements) ;
- le matériel et petits travaux (22%) ;
- les travaux de rénovation de l'infrastructure, prévus en 2028 et 2029 pour environ 2 M€ (20%).

La variation annuelle du besoin en fonds de roulement, non modélisée par la société, a été estimée à environ +0,1 M€ sur l'horizon du plan d'affaires.

#### c) Taux d'impôt sur les sociétés

Nous reflétons sur l'horizon du plan d'affaires la trajectoire de baisse du taux de l'impôt sur les sociétés prévue par la dernière loi de finances, soit 26,5% pour l'exercice 2021-22 puis 25,0% pour les exercices suivants<sup>15</sup>.

---

<sup>15</sup> Nous précisons que la prise en compte de la contribution additionnelle dans ses conditions actuelles n'aurait qu'un impact très limité sur la valeur obtenue (environ -0,1%).

#### d) Hypothèses normatives et Valeur Terminale

Le flux normatif a ainsi été construit à l'horizon du plan d'affaires (2030-31) à partir des hypothèses suivantes :

- Chiffre d'affaires : égal à la moyenne des exercices 2025-26 à 2027-28, pour lesquels la fréquentation est estimée à 760 milliers de visites annuels (niveau considéré comme normatif par la Société) à laquelle a été ajoutée une croissance annuelle de 2% sur une durée de quatre ans, afin de tenir compte de l'augmentation du prix moyen du billet d'entrée estimée sur le plan d'affaires entre 2028 et 2031. Le chiffre d'affaires normatif s'établit ainsi à 17,6 M€, soit un niveau apparaissant relativement ambitieux compte tenu de l'historique de la Société (celui-ci est supérieur de 30% au chiffre d'affaires moyen calculé sur les exercices 2018 – 2019) ;
- Taux de marge d'EBITDA : estimé à 26,5%, soit un niveau légèrement supérieur à la moyenne des exercices 2025-26 à 2027-28 (pour lesquels le niveau de fréquentation est normatif, *cf. supra*). Ce niveau de taux de marge à long terme apparaît relativement ambitieux par rapport à l'historique de la Société, puisqu'il est supérieur de près de 390 points de base à la moyenne calculée sur les exercices 2018 – 2019 ;
- Dotations aux amortissements : déterminées de manière à ce que le taux de croissance des immobilisations corporelles nettes sur le flux normatif soit équivalent au taux de croissance à long terme normatif estimé à 1,3% (en cohérence avec le taux d'inflation projeté en France pour 2026<sup>16</sup>) ;
- Investissements : niveau normatif estimé à 1,2 M€, représentant un niveau médian entre investissements et dotations aux amortissements sur les dix années explicites du plan d'affaires, qui permet de prendre en compte une part des rénovations du musée sur le long terme. Ce niveau étant inférieur aux dotations moyennes de long terme, il suppose une politique d'investissement maîtrisée et induit une maximisation de la valeur ;
- Variation du besoin en fonds de roulement en pourcentage de la variation du chiffre d'affaires : taux moyen mesuré sur les exercices 2017-18 et 2018-19 (avant crise sanitaire) ;

---

<sup>16</sup> Source : Perspectives de l'économie mondiale, Fonds Monétaire International, février 2021.

Taux d'impôt sur les sociétés : taux applicable pour les exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2022 soit 25%<sup>17</sup>.

La valeur de la Société fin 2030-31 a ensuite été déterminée à partir du taux de croissance à l'infini de 1,3% (correspondant au taux d'inflation estimé pour la France à long terme, cf. *supra*).

## **2.4 Estimation du taux d'actualisation**

### **2.4.1. Principe de détermination du taux**

Les flux nets de trésorerie doivent être actualisés au coût des capitaux investis dans l'actif de l'entreprise, c'est-à-dire au taux de rendement des capitaux exigé par les investisseurs, compte tenu du risque intrinsèque de l'activité.

Nous avons retenu une structure financière sans endettement. Nous avons en effet considéré une absence de valeur attachée à la déduction fiscale des intérêts au-delà des déficits reportables valorisés (cf. *supra*).

Nous rappelons à ce titre que l'impact de la dette financière sur le taux de rentabilité attendu de l'actif économique compte tenu de son risque pourrait être considéré marginal, dans la mesure où l'effet positif (baisse du Coût Moyen Pondéré du Capital) générés par la déductibilité des intérêts financiers est notamment compensé par les coûts directs et indirects liés à l'endettement et à la probabilité de faillite.

---

<sup>17</sup> Nous rappelons que la prise en compte de la contribution additionnelle dans ses conditions actuelles n'aurait qu'un impact très limité sur la valeur obtenue (environ -0,1%).

Le taux d'actualisation retenu correspond donc au coût des fonds propres à dette nulle qui a été déterminé à partir du Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) où :

$K_{FP} = R_f + \beta \times \text{prime de risque moyenne du marché action} + \text{prime de risque éventuelle}$
---

Avec :

$K_{FP}$	<i>Coût des fonds propres</i>
$R_f$	<i>Taux sans risque</i>
$\beta$	<i>Bêta des actions de la société (en l'absence d'endettement)</i>
Prime de risque moyenne du marché	<i>Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché actions dans son ensemble et le taux sans risque</i>
Prime de risque éventuelle	<i>Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille et / ou à une prime de risque pays</i>

### 2.4.2. Taux sans risque

Le taux sans risque est estimé sur la base des rendements offerts par des actifs considérés sans risque de défaut.

Nous avons retenu un taux sans risque égal à la moyenne 3 mois des obligations d'Etat françaises d'une maturité de 20 ans. Ce taux s'établit à **0,6%** au 9 février 2022.

### 2.4.3. Bêta

Compte tenu de la liquidité très limitée de l'action Musée Grévin (*cf. infra*), son bêta historique n'a pas été retenu dans nos analyses.

Nous avons estimé le bêta actif (i.e. corrigé de la dette) sur la base de notre échantillon de comparables côtés dont une part importante de l'activité repose sur la gestion de parcs d'attraction (*cf. § IV. 3.2*).

Il a été estimé à partir des données hebdomadaires sur un horizon de deux ans.

Nous aboutissons ainsi à un bêta actif de **1,0** correspondant au bêta moyen de notre échantillon de sociétés comparables, étant précisé que le coefficient de détermination ( $R^2$ ) est supérieur à 40%.

Par ailleurs, à titre indicatif, le beta actif (« *unlevered beta corrected for cash* ») calculé par le professeur Damodaran pour le secteur « *Recreation* » en Europe (comprenant notamment Compagnie des Alpes) s'élève en janvier 2022 à 0,98, soit à un niveau proche de celui que nous retenons pour nos analyses.

Indépendamment des calculs conduits et des références consultées, ce bêta désendetté de 1,0 nous paraît pertinent (voire limité) dans la mesure où les dépenses des ménages dans le divertissement sont discrétionnaires et les coûts fixes importants.

#### 2.4.4. Prime de risque marché

La prime de risque de marché peut être estimée à l'aide de primes de risque historiques, de primes de risque anticipées ou de consensus de primes de risque.

Dans le cadre de nos travaux, nous avons analysé chacune des références susmentionnées. Sorgem Evaluation suit régulièrement ces indicateurs et estime la prime de risque du marché Action en conséquence.

A la Date d'Evaluation, sur la base en particulier de notre analyse des primes de risque calculées en prenant en compte à la fois les primes calculées sur une base historique du rendement des actions et des obligations (permettant de prendre en considération des perspectives de long-terme) et des primes prospectives estimées à partir des valeurs boursières et des consensus, nous avons estimé la prime de risque du marché Actions applicable dans nos méthodes d'actualisation des flux de trésorerie à **6,25%**.

Cette prime de risque du marché Actions s'applique à des sociétés considérées comme des « *Mid Cap* » (sociétés dont la capitalisation boursière est comprise entre 3,3 Md\$ et 16,7 Md\$)<sup>18</sup>.

#### 2.4.5. Prime de taille

Plusieurs travaux académiques montrent que le rendement attendu sur des entreprises de petite taille serait supérieur à celui exigé par le MEDAF<sup>19</sup>.

---

<sup>18</sup> « *2021 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital* » – Duff & Phelps.

<sup>19</sup> Plusieurs facteurs expliquent pourquoi le taux de rendement requis des fonds propres d'une entreprise de petite taille est supérieur à celui d'une entreprise de grande taille. Tout d'abord, compte tenu du manque de transactions sur les actions des sociétés de petite taille, le bêta calculé sur la base des méthodes économétriques usuelles sous-estime le bêta réel (Ibbotson, R.G., Kaplan, P.D., Peterson, J.D., Estimates of Small Stock Bêtas are Much Too Low, The Journal of Portfolio Management, vol. 23, 1997). Par ailleurs, les actionnaires des sociétés de petite taille supportent des coûts de liquidité (Amihud, Y., Mendelson, H., Asset Pricing and the bid-ask spread, Journal of Financial Economics, vol. 17, 1986) et un risque de liquidité plus importants (par exemple, Acharya, V.V., Pedersen, L.H.,

L'analyse des rendements historiques des entreprises cotées américaines par le cabinet Duff & Phelps aboutit à une estimation de la prime de taille de **4,2%**<sup>20</sup>.

Au cas d'espèce, l'application d'une telle prime nous paraît justifiée dans la mesure où une taille significative confère un certain nombre d'avantages opérationnels et permet également une diversification géographique plus importante et limite les aléas relatifs à la baisse d'activité d'un parc (effet « portefeuille »).

#### 2.4.6. Taux d'actualisation retenu

Nous obtenons un taux d'actualisation de **11,0%**<sup>21</sup> pour Musée Grévin, qui correspond à notre estimation d'un coût des fonds propres à dette nulle à la Date d'Evaluation. Nous avons procédé à une analyse de sensibilité à ce paramètre.

Nous précisons que, bien que notre analyse fasse ressortir que les prévisions retenues pour l'évaluation sont volontaristes, notamment au regard de l'historique de la Société, nous n'avons pas retenu de prime spécifique liée au caractère ambitieux du plan d'affaires.

### 2.5 Conclusion sur la valeur

Nos travaux font ressortir à partir des analyses de sensibilité au taux d'actualisation (+/- 0,50%) et à la croissance perpétuelle (+/- 0,25%) une Valeur d'Entreprise de la Société comprise dans une fourchette allant de **24,27 M€** à **27,22 M€**, avec une valeur centrale de **25,64 M€**.

Après prise en compte des éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des fonds propres, la valeur par action ressort dans une fourchette allant de **36,58 €** à **42,48 €**, avec une valeur centrale de **39,32 €**.

#### Sensibilité de la Valeur d'Entreprise aux taux d'actualisation et de croissance à l'infini (M€)

---

Asset Pricing with Liquidity Risk, Journal of Financial Economics, vol. 77, 2005). Enfin, les coûts d'accès à l'information ne peuvent être amortis que sur des montants investis plus limités (Lee, C.M.C., So, E.C., Alphanomics: The Informational Underpinnings of Market Efficiency, Foundations and Trends in Accounting, Vol. 9 n°2-3, 2015).

<sup>20</sup> Source : « 2021 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital » – Duff & Phelps – Prime moyenne associée aux entreprises du 10<sup>ème</sup> décile de taille (capitalisation boursière comprise entre 10,6 M\$ et 289,0 M\$), diminuée de la prime *Mid Cap*.

<sup>21</sup>  $0,6\% + 1,0 \times 6,25\% + 4,2\% = 11,05\%$  arrondi à 11,0%.

**Taux d'actualisation**

		10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%
Taux de croissance	0,8%	27,70	26,36	25,16	24,07	23,07
	1,1%	28,01	26,63	25,40	<b>24,27</b>	23,25
	1,3%	28,34	26,92	<b>25,64</b>	24,49	23,44
	1,6%	28,69	<b>27,22</b>	25,90	24,71	23,63
	1,8%	29,07	27,54	26,18	24,95	23,84

**Sensibilité de la valeur par action aux taux d'actualisation et de croissance à l'infini (€)**

**Taux d'actualisation**

		10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%
Taux de croissance	0,8%	43,44 €	40,78 €	38,36 €	36,17 €	34,17 €
	1,1%	44,07 €	41,32 €	38,83 €	<b>36,58 €</b>	34,52 €
	1,3%	44,73 €	41,88 €	<b>39,32 €</b>	37,01 €	34,90 €
	1,6%	45,43 €	<b>42,48 €</b>	39,84 €	37,45 €	35,29 €
	1,8%	46,17 €	43,12 €	40,38 €	37,92 €	35,70 €

### 3. Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)

#### 3.1 Principe et application au cas d'espèce

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

Nous n'avons pas identifié de société cotée comparable en termes d'activité, de marges et de croissance et dont le cours de bourse représente une liquidité suffisante pour être retenu en tant que référence pertinente.

Nous avons tout de même réalisé une analyse, à titre indicatif, en considérant des sociétés cotées :

- dont une part significative de l'activité est la gestion d'un ou plusieurs parcs à thème : les déterminants de l'activité des parcs à thème sont en effet comparables à ceux de Musée Grévin ;
- dont le cours de bourse est suivi par des analystes financiers : les derniers agrégats du secteur ayant été affectés par la crise sanitaire, les multiples calculés sur agrégats prospectifs déterminés par les analystes nous semblent plus pertinents.

Les acteurs identifiés étant (i) d'une taille très supérieure à celle de Musée Grévin, (ii) plus diversifiés et (iii) présentant des marges plus importantes, la méthode est présentée à titre indicatif uniquement.

### 3.2 Présentation des sociétés identifiées et retenues pour l'analyse indicative

Nous avons identifié les sociétés suivantes dont une part significative de l'activité est la gestion d'un ou plusieurs parcs à thème :

Nom	Pays	Capitalisation boursière (M€)	Description
Cedar Fair	USA	2 542	Cedar Fair possède et exploite des parcs d'attractions pour toute la famille situés dans différentes régions des USA.
Compagnie Des Alpes	France	713	Compagnie des Alpes gère des réseaux de remontée-pentes pour stations de ski ainsi que des parcs à thème (dont le Futuroscope, parc Astérix et Musée Grévin).
Seaworld Entertainment	USA	4 339	SeaWorld Entertainment Inc est une société avec des activités dans le domaine des parcs d'attraction et du divertissement.
Six Flags Entertainment	USA	3 104	Six Flags Entertainment Corporation exploite des parcs de loisirs en Amérique du Nord (parcs d'attractions, aquatiques et zoologiques).
Parks! America	USA	39	Parks! America achète et gère des parcs à thème régionaux et des attractions.
Tivoli A/S	Danemark	627	Tivoli A/S gère le parc d'attraction Tivoli Gardens à Copenhague, comprenant des manèges, concerts, restaurants et musées.
Tatry Mountain Resorts As 6	Slovaquie	202	Tatry mountain resorts, a.s. propose des services touristiques auprès de stations de montagne et de parcs aquatiques, de parcs à thème et d'attractions.
The Walt Disney Company	USA	233 166	The Walt Disney Company est une société de divertissement avec des activités dans les réseaux médias, parcs de loisirs, produits de consommation, studios de divertissement et réseaux et canaux directs auprès des consommateurs.

Source : Bloomberg, données au 9 février 2022, cours de bourse moyen sur 1 mois

Sur cet échantillon, seules les sociétés suivies par des analystes ayant estimé des agrégats prospectifs ont été retenues (Compagnie des Alpes, Cedar Fairs, Seaworld Entertainment et Six Flags Entertainment). The Walt Disney Company, géant diversifié du secteur du divertissement, a également été écarté.

### Principales projections financières des sociétés retenues

Société	Croissance		Marge EBITDA		Marge EBIT	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Cedar Fair	+31,3%	+3,5%	34,5%	36,1%	23,2%	24,8%
Compagnie Des Alpes	+236,5%	+10,0%	21,7%	25,9%	5,7%	10,8%
Seaworld Entertainment	+11,2%	+4,7%	39,9%	41,2%	29,3%	31,2%
Six Flags Entertainment	+12,3%	+4,1%	35,1%	36,1%	28,4%	29,2%

Sources : Bloomberg au 9 février 202, Rapports annuels des sociétés, analyses Sorgem ;

Note : Agrégats retraités des effets des normes IFRS 16 et ASC 842 relatives à la comptabilisation des contrats de location.

Il ressort de cette analyse que les sociétés retenues :

- présentent des marges projetées supérieures à celles de Musée Grévin ;
- ont une taille significativement supérieure à celle de la Société.

Ce différentiel de taille nous a conduits à retenir une décote sur les multiples appliqués (cf. *infra*).

### 3.3 Présentation des multiples retenus

Comme indiqué précédemment, les impacts forts et inégaux de la crise sanitaire sur les agrégats 2020 et 2021 du secteur nous ont conduit à privilégier les multiples calculés sur les agrégats prospectifs des sociétés retenues.

Nous avons retenu les multiples VE / EBIT et VE / EBITDA 2023 des comparables, étant noté que le rapport dotations aux amortissements / chiffre d'affaires moyen des sociétés retenues est comparable à celui de Musée Grévin sur l'exercice considéré.

Les multiples des comparables boursiers sont présentés ci-après.

**Multiples boursiers 2022 et 2023 des sociétés retenues**

Société	xEBITDA		xEBIT	
	2022	2023	2022	2023
Cedar Fair	9,1x	8,4x	13,5x	12,2x
Compagnie Des Alpes	7,0x	5,4x	26,7x	12,8x
Seaworld Entertainment	10,0x	9,2x	13,6x	12,2x
Six Flags Entertainment	11,1x	10,4x	13,7x	12,8x
<b>Moyenne</b>	<b>9,3x</b>	<b>8,3x</b>	<b>16,9x</b>	<b>12,5x</b>

Sources : Bloomberg, analyses Sorgem.

Notes :

- Agrégats retraités des effets des normes IFRS 16 et ASC 842 relatives à la comptabilisation des contrats de location ;
- Capitalisations boursières calculées à partir d'une moyenne sur un mois du prix de l'action au 9 février 2022.

Afin de tenir compte du différentiel de taille entre Musée Grévin et les comparables retenus, nous avons retenu une décote de **25%**<sup>22</sup> sur les multiples, portant les multiples 2023 à 6,3x EBITDA et 9,4x EBIT

A titre indicatif, le Prix d'Offre fait ressortir un multiple de 13,8x l'EBITDA attendu pour 2021-22 et 11,7x celui attendu pour 2022-23.

Enfin, nous avons appliqués les multiples décotés aux agrégats 2023 du plan d'affaires de Musée Grévin retenus dans l'approche de l'actualisation des flux de trésorerie.

### **3.4 Conclusion sur la valeur**

L'application des multiples après décote à l'EBIT et l'EBITDA 2022-23 de la Société conduit à une Valeur d'Entreprise de Musée Grévin de respectivement **17,7 M€** et **20,8 M€**, soit une valeur des fonds propres comprise entre **11,8 M€** et **15,0 M€**, et une valeur par action comprise entre **23,5 €** et **29,7 €**.

---

<sup>22</sup> Nous indiquons que la prise en compte du rapport de capitalisation boursière entre Musée Grévin et la moyenne de celle des comparables (inférieur à 1%) ferait ressortir une décote supérieure à 25% (source : Travaux E-E. Grena, *Revue de la Société Française des Analystes Financiers*, 4<sup>ème</sup> trimestre 2002). Le niveau de décote de 25%, qui apparaît dans plusieurs publications, peut ainsi apparaître limité.

#### **4. Impacts potentiels des actualités récentes sur les valorisations**

Un nouvel évènement, à savoir la guerre en Ukraine et ses conséquences, est apparu depuis la mise en œuvre de nos analyses par la méthode des multiples boursiers et la méthode DCF. Cet évènement représente un risque nouveau qui peut peser sur la valeur des sociétés.

A ce jour, nous n'avons que peu de recul sur les conséquences de cet évènement récent et en cours, mais nous observons de manière générale une baisse des marchés boursiers entre le 9 février 2022 (date des données marché retenues) et le 28 février 2022 (par exemple, le CAC 40 et le SBF 120 ont perdu plus de 6% sur la période).

Par conséquent, les analyses présentées dans ce rapport par la méthode DCF et les multiples boursiers, qui n'intègrent pas ce fait nouveau, peuvent être considérées comme des valeurs hautes.

## 5. Référence de valeur : Cours de bourse (à titre indicatif)

Introduit dès 1904 à la bourse de Paris, le Musée Grévin est aujourd'hui coté sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext Paris. Au 30 septembre 2021, le flottant de la société est de 4,12% (actions non détenues par l'Initiateur)<sup>23</sup>.

La référence au cours de bourse est présentée à titre indicatif en raison de la liquidité très limitée du titre.

Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse de la Société sur deux périodes :

- une première période sur les 24 mois qui précèdent l'annonce de l'Offre Publique de Retrait par l'Initiateur (5.1), soit du 3 février 2020 au 1<sup>er</sup> février 2022 ;
- une seconde période postérieure à cette annonce (5.2), comprise entre le 1<sup>er</sup> février 2022 et le 10 février 2022.

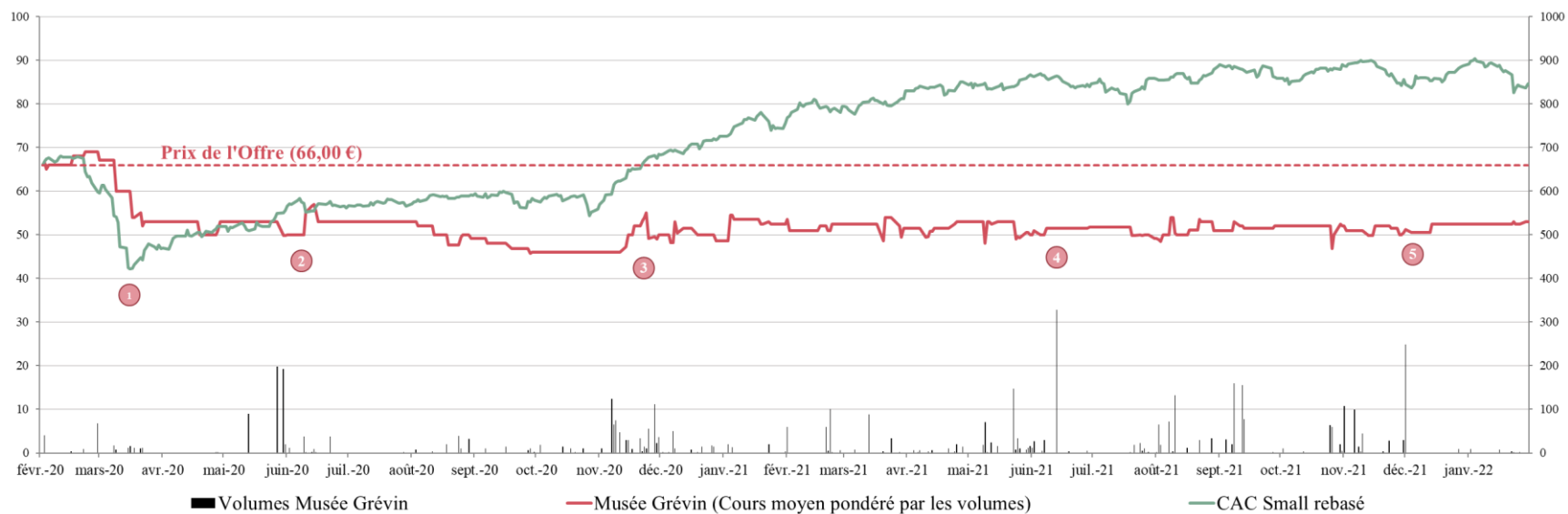
### 5.1 Référence au cours de bourse jusqu'au 1<sup>er</sup> février 2022, avant l'annonce de l'Offre Publique de Retrait

Le graphique suivant présente l'évolution du cours de l'action de la Société, ainsi que les volumes échangés et les évènements majeurs ayant pu influencer sur le cours de bourse des deux dernières années, du 3 février 2020 au 1<sup>er</sup> février 2022, date à laquelle est observé le dernier cours de bourse avant l'annonce de l'Offre Publique de Retrait.

---

<sup>23</sup> Rapport financier annuel – Musée Grévin - 30 septembre 2021.

### Evolution du cours de bourse (en €) de la Société sur deux ans jusqu'au 1<sup>er</sup> février 2022 (comparé au CAC Small & Mid)



Légende	Date	Evènement
1	09/03/2020	Début de la crise sanitaire en France
2	28/05/2020	Publication du rapport semestriel au 31/03/2020
3	04/12/2020	Publication du rapport annuel 2019-2020
4	31/05/2021	Publication du rapport semestriel au 31/03/2021
5	03/12/2021	Publication des résultats annuels 2020-2021

Source : Bloomberg et Société

Le graphique met en évidence deux phases d'évolution du cours de bourse de la Société sur la période :

- en mars 2020, le cours de bourse de Musée Grévin a connu une forte baisse à mettre en rapport avec le début de la crise sanitaire. Le cours est passé de 67,1 € au 2 mars 2020 à 53,0 € fin mars 2020, représentant une baisse de l'ordre de 21% ;
- la baisse des marchés actions en mars 2020 est suivie d'une phase de stabilisation du cours de Bourse des actions Musée Grévin. De fait, à partir d'avril 2020 jusqu'à février 2022, le prix des titres de la Société a oscillé autour de 51 €. Les différentes publications financières ont été globalement bien accueillies avec, notamment, des augmentations de cours significative en juin et décembre 2020.

En outre, le graphique met en évidence la faible liquidité du titre. Le tableau ci-après donne de plus amples indications sur le cours de l'action et les volumes échangés sur plusieurs périodes, jusqu'au 1<sup>er</sup> février 2022. On y observe un volume moyen de 9 actions échangées quotidiennement entre le 3 février 2020 et le 1<sup>er</sup> février 2022. La rotation du flottant est très limitée avec 13,9% sur 12 mois soit environ 0,6% du capital total échangé.

Compte tenu de cette très faible liquidité, la référence au cours de bourse n'est présentée que de manière indicative.

### Analyse du cours de bourse de la Société sur an jusqu'au 1<sup>er</sup> février 2022

Au 1 <sup>er</sup> février 2022	Spot*	1 mois	3 mois	6 mois	12 mois	24 mois
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	53,0	52,6	50,8	50,9	51,1	50,8
Prime/(Décote) induite par le prix d'offre	24,5%	25,5%	29,8%	29,6%	29,2%	29,9%
Cours le plus haut (€)	-	53,0	53,0	54,0	54,0	67,1
Cours le plus bas (€)	-	52,5	49,8	46,8	46,8	45,8
Volume moyen quotidien	-	1	9	12	11	9
Volume cumulé	-	23	621	1 595	2 875	4 764
Nb de jours avec échanges	-	5	21	44	97	178
Nb de jours de bourse	-	22	66	132	259	515
Rotation du flottant (en % du flottant cumulé)	-	0,1%	3,0%	7,7%	13,9%	23,0%

Source : Bloomberg au 1<sup>er</sup> février 2022.

\*Le spot correspond au cours de clôture au 1<sup>er</sup> février 2022, inchangé depuis le 28 janvier 2022 (dernier échange avant l'annonce).

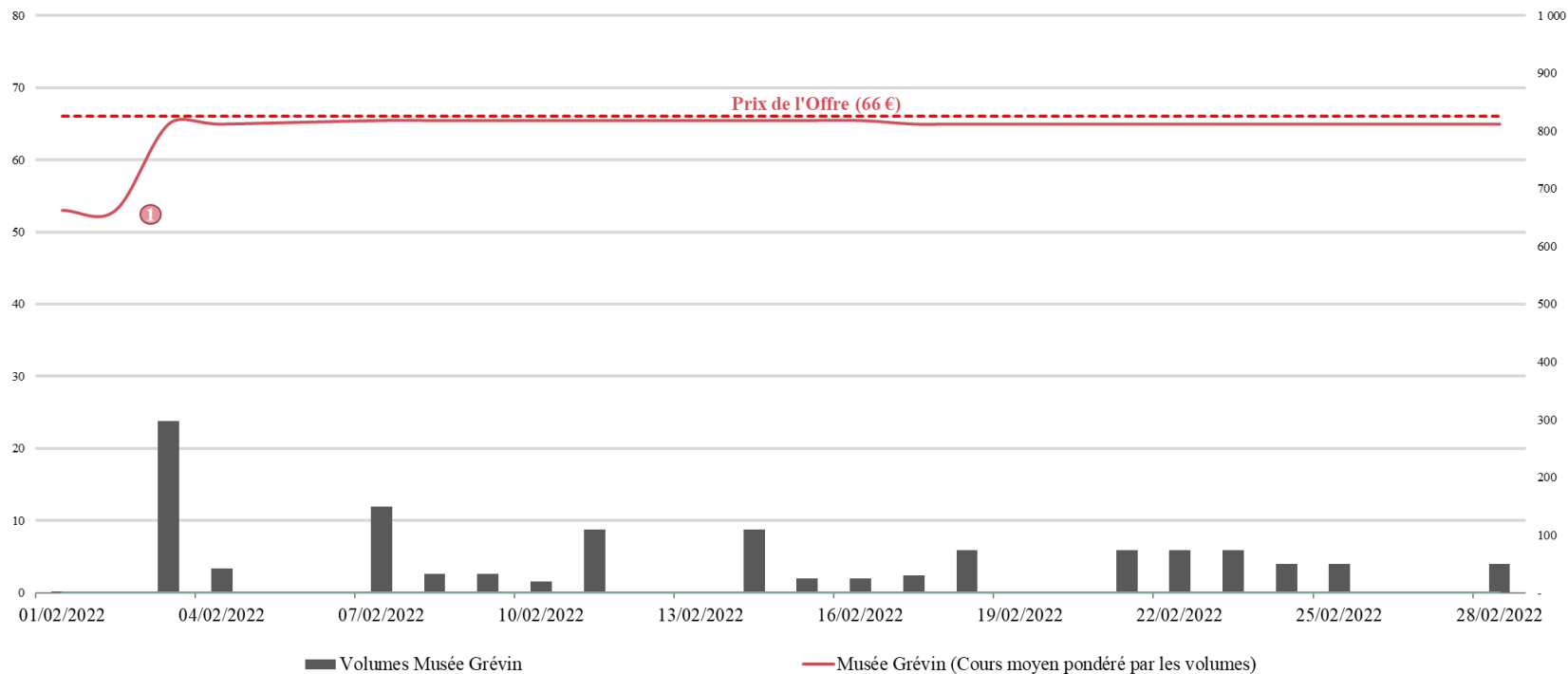
**Le Prix d'Offre de 66,0 € par action Musée Grévin extériorise :**

- **une prime de +24,5% par rapport au cours de clôture du 1<sup>er</sup> février 2022, soit le dernier cours observé avant l'annonce d'Offre ;**
- **une prime comprise entre +25,5% et + 29,6% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes sur le mois (52,6 €) et les six mois (50,9 €) précédent l'annonce de l'Offre.**

**5.2 Evolution du cours de bourse depuis le 1 février 2022**

Après l'annonce le 1<sup>er</sup> février 2022 de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un retrait obligatoire, le cours s'est établi entre 65,0 et 65,5 €, soit un niveau légèrement inférieur au Prix d'Offre.

### Evolution du cours de bourse (en €) de la Société depuis le 1<sup>er</sup> février 2022



Légende	Date	Evènement
1	03/02/2022	Premier jour de Bourse après l'annonce de l'OPR

Source : Bloomberg et Société

## **V. ACCORD CONNEXE A L'OFFRE**

Le projet de note d'information du 1<sup>er</sup> février 2022 indique que l'Initiateur n'a pas connaissance d'un quelconque accord et n'est pas partie à un quelconque accord en lien avec l'Offre ou qui pourrait potentiellement avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

En particulier, il n'existe pas d'engagement d'apport ou de non-apport à l'Offre.

## **VI. SYNERGIES LIEES A L'OFFRE ET CONSEQUENCES DE L'OPERATION**

Il nous a été indiqué qu'aucune synergie n'est attendue de l'Opération, en dehors de l'économie des coûts de cotation liée au Retrait Obligatoire et à la radiation des actions du marché, pris en compte dans le plan d'affaires.

## VII. ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

### 1. Méthodes et références retenues

Sodica ECM (ci-après l'« Établissement Présentateur ») retient comme nous l'avons fait la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF) et la méthode des comparables boursiers, que nous présentons à titre indicatif.

L'Établissement Présentateur retient également, comme nous l'avons fait, la référence au cours de bourse.

### 2. Méthode DCF

La mise en œuvre de la méthode DCF par l'Établissement Présentateur conduit à une valeur centrale de 43,87 €, contre une valeur centrale de 39,32 € dans nos travaux.

Cet écart de +4,5 € (+11,6%) s'explique principalement par une différence d'hypothèses sur le flux normatif, compensée en partie par des différences d'estimation du taux d'actualisation :

- l'utilisation d'un chiffre d'affaires normatif supérieur au nôtre (environ +1M€) et d'une croissance à long terme supérieure à la nôtre (1,5% contre 1,3%) ;
- un taux de marge d'EBITDA normatif supérieur au nôtre (28,0% contre 26,5%) ;
- un niveau d'investissement normatif inférieur au nôtre (1,0 M€ contre 1,2 M€) ;
- un taux d'actualisation supérieur au nôtre (11,87% contre 11,0%) ;

Les écarts résiduels proviennent de différences mineures sur les hypothèses de BFR et d'actualisation des gains d'impôts liés aux déficits reportables.

### **3. Méthode des comparables boursiers**

Pour la mise en œuvre de la méthode des multiples de comparables boursiers, Sodica ECM retient les multiples d'un échantillon de sociétés cotées identique au nôtre.

L'Etablissement Présentateur retient par ailleurs les multiples d'EBITDA 2023, comme nous l'avons fait, ainsi que les multiples d'EBITDA 2022, que nous avons écartés. Enfin, Sodica ECM n'a pas considéré les multiples 2023 d'EBIT, contrairement à nous.

La mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers par l'Etablissement Présentateur conduit à une valeur moyenne de 32,87 € après application d'une décote de 20% sur les multiples, contre une valeur moyenne de 28,40 € dans nos travaux, obtenue après application d'une décote de 25%.

Les multiples d'EBITDA calculés par Sodica ECM avant décote sont très proches des nôtres.

Les principales différences conduisant à l'écart de valeur concernent donc l'application d'une décote que nous estimons plus importante (-25% contre -20% pour Sodica ECM) et le recours aux multiples d'EBIT que l'Etablissement Présentateur ne retient pas.

### **4. Analyse du cours de bourse**

Sodica ECM retient la référence au cours de bourse à titre principal tandis que nous retenons cette référence à titre indicatif.

L'analyse du cours de bourse de l'Etablissement Présentateur est similaire à la nôtre.



Ainsi, le prix d'Offre de 66,0 € :

- est supérieur de 55% avec la borne haute de notre analyse DCF (42,5 €) menée à titre principal ;
- est supérieur de 122% à la borne haute ressortant de notre analyse des comparables boursiers (présentée à titre indicatif) ;
- est supérieur de 25% à la borne haute ressortant des références de cours de bourse, présentées à titre indicatif.

**Dans ces conditions, nous considérons que les conditions financières de l'offre publique de retrait suivie d'une procédure de retrait obligatoire sont équitables pour les actionnaires de la Société.**

Fait à Paris, le 1er mars 2022,

Pour Sorgem Evaluation



Thomas HACHETTE  
Associé  
SORGEM EVALUATION

## Annexes

### 1. Programme de travail

Sorgem Evaluation a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- Analyse du contexte de l'Offre et des éléments présentés dans le projet de note d'information ;
- Analyse de l'information publique disponible sur la Société, et notamment l'information financière (documents de référence depuis 2018, comptes semestriels, etc.) ;
- Recherche et analyse d'études sur les marchés dans lesquels intervient la Société ;
- Analyse financière à partir des comptes consolidés des 4 derniers exercices ;
- Entretiens avec la Société sur les points suivants :
  - > description des activités de la Société, de ses marchés et de l'environnement concurrentiel ;
  - > présentation et explication de la performance historique ;
  - > présentation du plan d'affaires et de ses hypothèses sous-jacentes.
- Mise en œuvre de l'évaluation des actions la Société à travers :
  - > la méthode DCF à titre principal (analyse du plan d'affaires, détermination des paramètres d'évaluation – taux d'actualisation, flux normatif, croissance à long-terme, passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des Fonds Propres) ;
  - > la méthode des comparables boursiers à titre indicatif (choix de l'échantillon, analyse de la croissance et des marges, calcul des multiples, analyse des résultats) ;
  - > l'analyse du cours de bourse.
- Analyse des transactions intervenues historiquement sur le capital de sociétés du secteur ;
- Analyse du rapport d'évaluation établi par l'Etablissement Présentateur et échanges sur ce rapport ;

- Obtention des lettres d'affirmation (Société et Initiateur) ;
- Rédaction d'un projet de rapport d'expertise indépendante ;
- Revue indépendante.

## **2. Liste des personnes rencontrées ou contactées**

Dans le cadre de la mission qui nous a été confiée, nous avons été amenés à échanger avec les personnes suivantes :

### **Musée Grévin**

Yves DELHOMMEAU : Directeur Général

Jean-Louis NICAUD : Directeur Administratif et Financier

### **Sodica ECM (Etablissement Présentateur)**

Pascal RENAULT : Directeur d'Affaires

Johann NAVARRO : Directeur de Mission

### **Compagnie des Alpes (Initiateur)**

Cécile FRIANT ECORCHEVILLE : Responsable M&A / Corporate

Thibault DURIEZ : Strategy and M&A Manager

### 3. Informations et documents utilisés

Documents	Source
Comptes Musée Grévin	Musée Grévin
Analyses de marché	Initiateur, sites internet, Xerfi
Données de marché (cours de bourse, consensus, etc.)	Bloomberg
Informations financières des sociétés comparables	Bloomberg, sociétés
Informations financières diverses (cours de bourse, bêtas, etc.)	Bloomberg
Information sur les transactions du secteur	Epsilon, MergerMarket
Plan d'affaires	Musée Grévin
Rapport d'évaluation de l'Etablissement Présentateur	Etablissement Présentateur
Projet de note d'information	Initiateur
Lettres d'affirmation	Musée Grévin, Initiateur

---

### 4. Calendrier de la mission

- Désignation de Sorgem Evaluation comme expert indépendant par le Conseil d'administration : 1 février 2022.
- Etablissement d'une lettre de mission : 1<sup>er</sup> février 2022.
- Recueil de l'information requise pour apprécier l'équité de l'opération, réalisation des travaux d'analyse, échanges avec la Société et l'Etablissement Présentateur et rédaction du projet de rapport : du 1<sup>er</sup> février (première réception documents de la Société) au 1<sup>er</sup> mars 2022.
- Obtention de lettres d'affirmation (28 février 2022) et remise de la version finale de notre rapport (1<sup>er</sup> mars 2022).

### 5. Rémunération

Le montant des honoraires facturés à date par Sorgem Evaluation au titre de la présente mission s'élève à 50 000 euros hors taxes, représentant environ 210 heures de travail.

## 6. Lettre de mission



SORGEM EVALUATION  
A l'attention de Monsieur Thomas Hachette  
11, rue Leroux  
75116 Paris

**Objet :** Désignation de l'expert indépendant sous réserve de l'absence d'opposition de l'AMF – Projet d'offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire sur les actions Musée Grévin (la « Société ») initiée par la société Compagnie des Alpes

Monsieur,

La société Compagnie des Alpes détenant 95,88% du capital et 97,39% des droits de vote de la Société, a informé le Conseil d'administration de la Société de son intention de déposer un projet d'offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire sur les actions Musée Grévin qu'elle ne détient pas (l'« OPR-RO »). Cette OPR-RO serait déposée le 1<sup>er</sup> février 2022 par la Compagnie des Alpes.

En application des articles 261-1 I et 261-1 II du règlement général de l'AMF, la réalisation de l'OPR-RO requiert la désignation d'un expert indépendant dans la mesure où (i) la Société est déjà contrôlée au sens de l'article L.233-3 du code de commerce par la Compagnie des Alpes et où (ii) l'intention de la Compagnie des Alpes est d'aboutir à un retrait obligatoire, avant le lancement de l'OPR-RO.

Par conséquent, nous vous informons par la présente que le Conseil d'administration de la Société a décidé, lors de sa réunion du 1<sup>er</sup> février 2022, de désigner, en application des articles 261-1 et 261-1-1 du règlement général de l'AMF et de l'Instruction AMF 2006-008, le cabinet Sorgem Evaluation, représenté par vous-même, en qualité d'expert indépendant, sous réserve de l'absence d'opposition de l'AMF, aux fins :

- d'établir un rapport sur les conditions financières de l'OPR-RO ; et
- de se prononcer sur le caractère équitable de l'indemnisation des actionnaires minoritaires dans le cadre du retrait obligatoire.

Les termes et conditions de votre mission seront conformes à ceux figurant dans votre proposition annexée aux présentes et acceptée par le Conseil d'administration de la Société lors de sa réunion du 1<sup>er</sup> février 2022.

Par ailleurs, nous vous confirmons ne pas avoir identifié de situation de conflit d'intérêts au sens de l'article I de l'Instruction AMF 2006-08 et prenons acte qu'il en est de même de votre côté.

Nous vous prions d'agréer, Monsieur, l'expression de notre considération distinguée.

  
Musée Grévin, représentée par Yves Delhommeau

Musée Grévin  
Société anonyme au capital de 4.603.326,10 euros  
Siège social : 10 boulevard Montmartre – 75009 PARIS  
RCS PARIS 552 067 811