

*Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à
l'examen de l'AMF*

OFFRE PUBLIQUE DE RACHAT D' ACTIONS INITIÉE PAR



**PORTANT SUR 866.666 DE SES PROPRES
ACTIONS EN VUE DE LA RÉDUCTION DE
SON CAPITAL**

Présentée par



ÉTABLISSEMENT PRESENTATEUR ET GARANT

PRIX DE L'OFFRE : 150 euros par action VOYAGEURS DU MONDE

DURÉE DE L'OFFRE : 20 jours calendaires minimum

AVIS IMPORTANT

L'offre publique de rachat d'actions sera ouverte, conformément aux dispositions des articles 231-32 du règlement général de l'AMF et R. 225-153 et R. 225-154 du Code de commerce postérieurement à l'adoption par l'Assemblée générale Mixte en date du 3 juin 2024 de la décision de réduction du capital par voie de rachat d'actions, de la publication par VOYAGEURS DU MONDE de l'avis d'achat dans un journal d'annonces légales et au Bulletin des annonces légales obligatoires et de la publication par l'AMF de sa décision de conformité.



Le présent projet de note d'information a été établi et déposé auprès de l'AMF le 7 juin 2024 conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-16 et 231-18 du règlement général de l'AMF.

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

Le présent projet de note d'information est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de VOYAGEURS DU MONDE (www.voyageursdumonde.fr) et peut être obtenu sans frais auprès de VOYAGEURS DU MONDE (55 rue Sainte Anne, 75002 Paris), et de Portzamparc (1, boulevard Haussmann, 75009 Paris).

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

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

1.1. Introduction

Le Conseil d'administration de la société VOYAGEURS DU MONDE, société anonyme au capital de 4.319.331 euros, dont le siège social est situé 55 rue Sainte Anne, 75002 Paris et dont le numéro d'immatriculation est 315 459 016 RCS Paris (« **VOYAGEURS DU MONDE** » ou la « **Société** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Growth sous le code ISIN FR0004045847 a, lors de sa séance du 23 avril 2024, décidé de soumettre à l'Assemblée générale (l'« **Assemblée Générale Mixte** »), dans le cadre de l'assemblée générale annuelle des actionnaires de VOYAGEURS DU MONDE qui a été convoquée pour le 3 juin 2024, une résolution relative à une réduction de capital de la Société non motivée par des pertes, d'un montant nominal maximum de 866.666 euros par voie d'offre publique de rachat d'actions (« **OPRA** ») en vue de leur annulation (l'« **Offre** ») portant sur un nombre maximum de 866.666 actions de la Société au prix de 150 euros par action, en application des articles L. 225-204 et L. 225-207 du Code de commerce. Ladite assemblée du 3 juin 2024 a approuvé cette résolution.

Après en avoir approuvé le principe dans sa décision du 23 avril 2024, ce qui a donné lieu à l'ouverture d'une période de pré-offre (Avis AMF 224C0574 en date du 25 avril 2024), le Conseil d'administration de VOYAGEURS DU MONDE a, le 6 juin 2024, décidé de déposer le présent projet d'Offre auprès de l'AMF.

Ce projet d'Offre est régi par les dispositions du titre III du livre II et, plus particulièrement, par les dispositions des articles 233-1, 5° et suivants du règlement général de l'AMF. Il est subordonné à la satisfaction préalable des conditions visées au paragraphe 2.1 ci-dessous.

Le projet d'Offre, au prix de 150 euros par action VOYAGEURS DU MONDE, porte sur un maximum de 866.666 actions, représentant, au dépôt de l'Offre, 20,06 % du capital.

En application des dispositions de l'article 261-1 I. 3° du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (« **AMF** »), le Conseil d'administration de la Société a désigné, dans sa séance du 8 avril 2024, le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Oliver Grivillers, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre, présenté sous la forme d'une attestation d'équité. Cette nomination a été faite sous la condition de la non-opposition de l'Autorité des Marchés financiers, conformément aux dispositions de l'article 261-1-1, I du Règlement général de l'AMF. Le 12 avril 2024, l'AMF a signifié à la Société ne pas s'opposer à cette désignation.

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, le projet d'Offre est présenté par Portzamparc (l'« **Etablissement Présentateur et Garant** ») qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société dans le cadre du projet d'Offre.

1.2. Motifs et contexte de l'Offre

1.2.1. Motifs de l'Offre

VOYAGEURS DU MONDE propose à l'ensemble de ses actionnaires de racheter 866.666 actions au prix de 150 euros par action, soit un montant total de 130 millions d'euros.

Le prix de 150 euros par action, extériorise une prime de 16,3% par rapport au cours de clôture au 22 avril 2024 (dernier jour de cotation avant l'annonce des caractéristiques du projet d'Offre).

L'OPRA envisagée a pour finalité de réduire la trésorerie excédentaire de la Société, de redistribuer

une partie de la valeur créée au cours des deux dernières années aux actionnaires qui le souhaitent et d'offrir une fenêtre de liquidité importante pour des actionnaires qui souhaitent monétiser tout ou partie de leur participation au capital de la Société dans un contexte de faible liquidité du titre.

Après cette opération, VOYAGEURS DU MONDE disposera toujours des ressources nécessaires pour financer son activité et son développement et ses capitaux propres resteront positifs.

AVANTAGE SA, qui détient 69% du capital social et 79% des droits de vote de la Société, a fait part à la Société de son intention d'apporter une partie de ses titres à l'OPRA pour un montant de 27,8 millions d'euros, soit 185.333 actions.

Jean-François Rial, Président Directeur Général, Alain Capestan et Lionel Habasque, Directeurs Généraux Délégués, ont fait part à la Société de leur intention d'apporter la totalité de leurs titres détenus personnellement à l'OPRA, soit 15.511 actions.

1.2.2. Contexte

Comme toutes les sociétés du secteur du tourisme, VOYAGEURS DU MONDE a été affectée par la crise Covid-19 et a réalisé en 2021 une opération de précaution en renforçant sa trésorerie avec l'émission de 130 millions d'euros en deux tranches d'obligations convertibles. Cette émission s'est avérée surdimensionnée compte tenu de la rapidité avec laquelle l'activité de la Société est revenue à des niveaux identiques, puis supérieurs à ceux de 2019.

C'est dans ce contexte que la Société dépose son projet d'Offre portant sur un montant de 130 millions d'euros qui sera financée intégralement par sa trésorerie disponible.

1.2.3. Répartition du capital et des droits de vote de VOYAGEURS DU MONDE avant l'Offre

Capital social de VOYAGEURS DU MONDE

Au 31 mai 2024, le capital social de VOYAGEURS DU MONDE était de 4.319.331€, divisé en 4.319.331 actions ayant chacune une valeur nominale de 1,00 €. Le nombre correspondant de droits de vote théoriques au 31 mai 2024 est de 6.973.775.

Composition de l'actionnariat de VOYAGEURS DU MONDE

À la connaissance de la Société, le capital et les droits de vote de la Société au 31 mai 2024 sont répartis comme suit :

	SITUATION AU 31 MAI 2024			
	Nombre d'actions (#)	% capital	Droits de vote (#)	% droits de vote
Actionnaires				
Avantage	2 979 145	68,97%	5 535 626	79,38%
Fondateurs associés d'Avantage ¹	21 168	0,49%	26 780	0,38%
Total Avantage et Fondateurs	3 000 313	69,46%	5 562 406	79,76%
Salariés (incluant FCPE)	29 542	0,68%	49 016	0,70%
Actions autodétenues (contrat liquidité)	1 367	0,03%	1 367	0,02%
Actions autodétenues (contrat PRA en vue annulation)	38 598	0,89%	38 598	0,55%
Flottant	1 249 511	28,93%	1 322 388	18,96%
Total flottant	1 319 018	30,54%	1 411 369	20,24%
TOTAL Actionnaires	4 319 331	100,00%	6 973 775	100,00%

En retenant, pour le calcul des franchissements de seuils, un droit de vote simple pour les actions autodétenues.

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'autres actionnaires détenant directement, ou de concert, 2,5% ou plus du capital de VOYAGEURS DU MONDE, à l'exception d'Amiral Gestion qui a déclaré le 15 février 2023 avoir franchi, à la hausse, le seuil statutaire de 2.5% du capital et des droits de vote et détenir 180.345 actions représentant à cette date, 4.77% du capital et 2.8% du des droits de vote.

A la date des présentes, il n'existe aucune restriction statutaire à l'exercice des droits de vote ou aux transferts d'actions VOYAGEURS DU MONDE.

VOYAGEURS DU MONDE n'a connaissance d'aucune convention relevant de l'article L. 233-11 du Code de commerce, ni d'aucun pacte d'actionnaires relatif aux actions VOYAGEURS DU MONDE, à l'exception d'un pacte d'actionnaires conclus entre les Fondateurs de VOYAGEURS DU MONDE, CME², BNP Paribas-Développement, BPIfrance, Montefiore et Certares, dénommés les « Investisseurs » en date du 30 avril 2021.

Ce pacte porte essentiellement sur les actions de la société AVANTAGE, actionnaire majoritaire en capital et en droit de vote de VOYAGEURS DU MONDE.

Concernant les titres VOYAGEURS DU MONDE :

- Les Parties, dans le cas d'un projet de transfert d'obligations convertibles émises par VOYAGEURS DU MONDE, se sont consentis des droits de préemption ;
- A compter du 30 avril 2026, et jusqu'au 30 avril 2028, préalablement à la mise en œuvre par les Fondateurs d'un processus de cession totale de leurs actions AVANTAGE et VOYAGEURS DU MONDE, les Investisseurs bénéficient d'un droit de première offre ;

¹ Jean-François Rial, Alain Capestan, Lionel Habasque, Loïc Minvielle, Frédéric Moulin et leurs sociétés respectives

² Crédit Mutuel Equity SCR et FCPI Kariro-Alpha

- Préalablement à tout transfert d'actions VOYAGEURS DU MONDE par Certares, CME ou BPIfrance, celui-ci notifiera aux investisseurs et aux Fondateurs, son intention de céder, pour leur permettre de faire une offre portant sur tout ou partie des actions VOYAGEURS DU MONDE concernées.

Par ailleurs, aux termes du même pacte d'actionnaires, il a été arrêté différents principes de gouvernance concernant notamment :

- la composition du conseil d'administration de VOYAGEURS DU MONDE,
- une majorité renforcée au sein de ce dernier pour prendre certaines décisions. Ainsi, toute opération d'acquisition supérieure à 30 millions d'euros doit être approuvée en Conseil avec un vote positif des membres du Conseil désignés sur proposition de CME et de Certares. Le projet d'OPRA a ainsi fait l'objet d'une autorisation du conseil de VOYAGEURS DU MONDE, dans de telles conditions, le 8 avril 2024.

Il est rappelé que le contrat de liquidité conclu avec la Société de bourse Gilbert Dupont est suspendu depuis le 23 avril 2024.

Composition de l'actionariat de la société AVANTAGE qui contrôle VOYAGEURS DU MONDE.

Pour information le capital et les droits de vote d'Avantage sont répartis de la façon suivante :

	Actions	% capital	Droits de vote	% droits de vote
Jean-François RIAL	25 310 799	9,82%	50 621 598	22,09%
Alain CAPESTAN	29 805 662	11,56%	59 611 324	26,01%
Frédéric MOULIN	6 464 647	2,51%	12 758 391	5,57%
Loïc MINVIELLE	1 845 021	0,72%	1 845 021	0,80%
Lionel HABASQUE	8 473 656	3,29%	16 947 312	7,39%
Total Fondateurs	71 899 785	27,90%	141 783 646	61,86%
Managers salariés	678 838	0,26%	678 838	0,30%
BNP Paribas Développement SA	4 708 398	1,83%	4 708 398	2,05%
Nov Tourisme Actions Non Cotées (Montefiore)	13 254 402	5,14%	-00	0,00%
Crédit Mutuel Equity SCR	73 057 861	28,35%	64 309 956	28,06%
FPCI Kairos Alpha	6 539 996	2,54%	6 539 996	2,85%
FPS France Investissement Tourisme 2 (Bpifrance)	17 014 752	6,60%	11 182 816	4,88%
Certares	70 572 362	27,38%	-00	0,00%
TOTAL	257 726 394	100,00%	229 203 650	100,00%

Il est précisé que certaines actions d'Avantage ne bénéficient pas du droit de vote.

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

1.3.1. Stratégie et orientation en matière d'activité

La Société a l'intention de poursuivre ses activités dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre.

1.3.2. Composition des organes sociaux et de direction après le projet d'Offre

La Société n'envisage pas de changement au sein de ses organes sociaux et de direction lié à la mise en œuvre du projet d'Offre.

1.3.3. Intention de la Société en matière d'emploi et d'activité

La mise en œuvre de l'Offre n'aura pas d'impact sur la politique de la Société en matière d'emploi.

Elle n'aura aucune incidence en matière d'activité.

1.3.4. Actions auto-détenues

La Société détient, au 31 mai 2024, 39.965 de ses propres actions, représentant 0,93 % de son capital social, dont 1 367 actions propres dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec la Société de bourse Gilbert Dupont. Aucune annulation d'actions auto-détenues n'a été effectuée depuis cette date.

La Société envisage cependant d'annuler 38.598 actions détenues dans le cadre de son programme de rachat d'actions en plus des actions acquises dans le cadre de l'Offre.

1.3.5. Statuts de la Société

La Société n'envisage pas d'apporter de modifications à ses statuts à la suite de l'Offre, à l'exception de celles requises afin de refléter l'annulation des actions VOYAGEURS DU MONDE qui auront été acquises dans le cadre de l'Offre ou de son programme de rachat d'actions.

1.3.6. Intention concernant la cotation des actions de la Société à l'issue de l'Offre pour les douze mois à venir

La Société n'a pas l'intention de demander la radiation de la cotation des actions VOYAGEURS DU MONDE d'Euronext Growth. L'Offre n'aura pas pour conséquence un retrait obligatoire ou une radiation de la cote.

1.3.7. Distribution de dividendes

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

Les dividendes sur les trois derniers exercices sont les suivants :

Au titre de l'exercice	Dividende ordinaire par action (en €)
2020	/
2021	/
2022	3,00

En outre, il n'est pas proposé à l'assemblée générale mixte annuelle des actionnaires de VOYAGEURS

DU MONDE, convoquée pour le 3 juin 2024 de verser de dividende.

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

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

2. CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

2.1. Conditions de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Établissement Présentateur et Garant, agissant pour le compte de la Société, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 7 juin 2024 sous la forme d'une offre publique de rachat d'actions portant sur un nombre maximum de 866.666 actions de la Société.

La mise en œuvre de l'Offre est sous réserve de la publication de la décision de conformité de l'AMF sur le présent projet d'Offre qui interviendra au terme du délai d'opposition des créanciers.

Dans le cadre de la réduction de capital de VOYAGEURS DU MONDE, les commissaires aux comptes de VOYAGEURS DU MONDE ont établi le 3 mai 2024 le rapport visé à l'article L. 225-204 du Code de commerce.

2.2. Termes de l'Offre

Spécialement habilitée par l'Assemblée Générale Mixte qui s'est tenue le 3 juin 2024, la Société propose à ses actionnaires de racheter en numéraire au prix de 150 euros par action, par voie d'offre publique de rachat d'actions, un nombre maximum de 866.666 actions de la Société en vue de leur annulation, en application des articles L. 225-204 et L. 225-207 du Code de commerce.

2.3. Titres visés par l'Offre

Au 31 mai 2024, le capital de la Société est composé de 4.319.331 actions. Le nombre correspondant de droits de vote théoriques au 31 mai 2024 est de 6.973.775. Comme indiqué ci-avant, l'Offre porte sur un nombre maximum de 866.666 actions de la Société, soit 20,06% du capital de la Société³.

2.3.1. Instruments financiers donnant accès au capital

Au 31 mai 2024, il existe 905.971 obligations convertibles non converties, chacune convertible en une action VOYAGEURS DU MONDE :

- 23.620 obligations convertibles, dites « publiques », émises par offre au public le 9 juillet 2021, cotées sur Euronext Growth (Code ISIN FR001400UV2, convertibles jusqu'au 9 juillet 2028

³ Au regard d'un capital composé de 4.319.331 actions représentant 6.973.775 droits de vote théoriques de la Société au 31 mai 2024, conformément aux dispositions de l'article 233-11 du règlement général de l'AMF

(Visa du 15 juin 2021 n° R.21-033).

- 882.351 obligations convertibles, dites « privées », émises le 30 avril 2021, au profit de Certares, Crédit Mutuel Equity et BPIFrance, non cotées et convertibles pendant 4 ans à compter de l'émission en cas de changement de contrôle, à compter du 4^{ème} anniversaire de l'émission et jusqu'au 30 avril 2028, à tout moment sur décision de VOYAGEURS DU MONDE. A leur date de maturité (30 avril 2028) les obligations seront remboursées en actions nouvelles.

Au 31 mai 2024, 50.250 actions gratuites sont en cours d'acquisition chez VOYAGEURS DU MONDE. Aucune en cours de conservation.

	Nb actions	Date attribution	Date acquisition	Date fin conservation
Plan n°1	20.100	15/06/2023	14/06/2024	14/06/2026
Plan n°2	15.075	15/06/2023	14/06/2025	14/06/2027
Plan n°3	15.075	15/06/2023	14/06/2026	14/06/2028

Ces 50.250 actions gratuites ne pourront pas être apportées à l'Offre, leurs périodes d'acquisition et de conservation n'ayant pas expiré à la date de clôture de l'Offre. Par exception, dans l'hypothèse d'un cas de levée d'indisponibilité prévu par les dispositions légales ou réglementaires applicables, les actions correspondantes pourront être apportées à l'Offre pour autant qu'elles aient été livrées aux personnes concernées dans un délai leur permettant de les apporter à l'offre.

2.4. Mécanismes de réduction

Dans le cas où le nombre d'actions apportées par les actionnaires à l'Offre serait supérieur au nombre d'actions visées par l'Offre, il sera procédé, pour chaque actionnaire vendeur, à une réduction proportionnelle au nombre d'actions dont il justifie être propriétaire ou titulaire, conformément aux dispositions de l'article R. 225-155 du Code de commerce.

Par conséquent, lors de leurs demandes de rachat, les actionnaires devront faire immobiliser les actions non présentées au rachat et dont ils auront déclaré être propriétaires sur le compte tenu par leurs intermédiaires financiers jusqu'à la date de publication du résultat de l'Offre, ces dernières étant, le cas échéant, prises en compte pour le calcul de la réduction des demandes de rachat.

Les actions qui ne seront pas acceptées dans le cadre de l'Offre en raison de ce mécanisme de réduction seront restituées aux actionnaires.

2.5. Modalités de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Établissement Garant, agissant pour le compte de la Société, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 7 juin 2024 sous la forme d'une offre publique de rachat dont la mise en œuvre est subordonnée à la publication de la décision de conformité de l'AMF sur le présent projet d'Offre.

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

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principales caractéristiques de l'Offre et précisant les modalités de mise à

disposition du projet de note d'information sera diffusé par la Société le 7 juin 2024. Le présent projet de note d'information est tenu gratuitement à la disposition du public dans les locaux de la Société, auprès de l'Établissements Garant et sera mis en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.voyageursdumonde.fr).

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

L'AMF déclarera le projet d'Offre conforme après s'être assurée de sa conformité aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables et publiera la déclaration de conformité sur son site Internet (www.amf-france.org). Cette déclaration de conformité emportera visa par l'AMF de la note d'information. La note d'information ayant ainsi reçu le visa de l'AMF sera tenue gratuitement à la disposition du public auprès de l'Établissement Présentateur et Garant et sera mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.voyageursdumonde.fr). Conformément à l'article 231-27 du règlement général de l'AMF, la Société diffusera un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ce document.

L'Offre sera ouverte pendant une durée de 20 jours calendaires minimum.

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

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

2.6. Procédure d'apport à l'Offre

Procédure de transmission des demandes de rachat

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

L'Offre sera centralisée par Euronext Paris.

Les actions apportées à l'Offre doivent être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit et restreignant le libre transfert de leur propriété.

La Société se réserve le droit d'écarter toute action apportée qui ne répondrait pas à cette condition.

Les actionnaires de la Société dont les actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (établissements de crédit, entreprises d'investissement, etc.), que ce soit au porteur ou sous la forme « nominatif administré », et qui souhaitent apporter leurs actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre d'apport à l'Offre conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par cet intermédiaire, étant précisé que cet ordre d'apport pourra être révoqué jusqu'à la clôture de l'Offre, date au-delà de laquelle l'ordre deviendra irrévocable.

Les actions de la Société inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société tenus par Société Générale Securities Services – Service des OST - 32, rue du Champ de tir – CS 30812, 44 308 Nantes Cedex 3, France, devront être converties au nominatif administré pour être apportées à l'Offre, à moins que leur titulaire ne demande la conversion au porteur, auquel cas ces actions perdront les avantages attachés à la forme nominative. En conséquence, pour apporter leurs actions à l'Offre, les détenteurs

d'actions inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société devront demander dans les meilleurs délais à Société Générale la conversion de leurs actions au nominatif administré ou au porteur. Les éventuels frais dus par les actionnaires apportant leurs actions à l'Offre ne seront pas pris en charge par la Société.

Apport d'actions auxquelles sont attachés des droits de vote double

Conformément à l'article 14 des statuts de la Société, un droit de vote double est attaché à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription continue au nominatif depuis une période au moins égale à deux ans au nom d'un même actionnaire.

Les actionnaires titulaires (i) d'actions auxquelles sont attachés des droits de vote double en raison de leur inscription continue au nominatif au nom du même actionnaire depuis une période au moins égale à deux ans et (ii) d'actions à droit de vote simple, qui ne souhaiteraient apporter qu'une partie de leurs titres à l'Offre et en priorité leurs actions à droit de vote simple, sont invités à en faire spécifiquement la demande auprès de leur intermédiaire financier (après le cas échéant, la conversion de la détention de nominatif pur en nominatif administré, conformément à ce qui est indiqué ci-dessus, pour ceux qui détiennent leurs actions au nominatif pur).

2.7. Règlement du prix - Annulation des actions rachetées

La date de paiement du prix de l'Offre de 150 euros par action rachetée dans le cadre de l'Offre interviendra à l'issue de la centralisation et de la publication des résultats de l'Offre selon le calendrier publié par Euronext Paris.

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

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

2.8. Calendrier indicatif de l'Offre

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

Le calendrier ci-dessous est présenté à titre indicatif :

3 juin 2024	Réunion de l'Assemblée Générale Mixte autorisant le projet de réduction de capital de VOYAGEURS DU MONDE
3 juin 2024	Dépôt au greffe du Tribunal de Commerce du procès-verbal de l'Assemblée Générale Mixte Début du délai d'opposition des créanciers de la Société à la réduction de capital de VOYAGEURS DU MONDE
6 juin 2024	Réunion du Conseil d'administration de VOYAGEURS DU MONDE rendant l'avis motivé du

	Conseil relatif à l'OPRA au vu de l'avis de l'expert indépendant
7 juin 2024	Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information auprès de l'AMF Publication de l'avis de dépôt Mise à disposition du public du projet de note d'information incluant le rapport de l'expert indépendant sur le site internet de l'AMF, sur le site internet de VOYAGEURS DU MONDE, au siège social de VOYAGEURS DU MONDE et auprès de l'Etablissement Présentateur et Garant Communiqué de presse relatif au dépôt du projet d'Offre
7 juin 2024	Dépôt auprès de l'AMF et mise à disposition du public du document comprenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, comptables et financières de la Société, sur le site internet de l'AMF et sur le site internet de VOYAGEURS DU MONDE, au siège social de VOYAGEURS DU MONDE et auprès de l'Etablissement Présentateur et Garant
23 juin 2024	Expiration du délai d'opposition des créanciers
25 juin 2024	Collège de l'AMF et publication de l'avis de conformité
25 juin 2024	Diffusion d'un communiqué de mise à disposition de la note d'information et du document Autres informations
25 juin 2024	Publication de l'avis AMF sur le calendrier de l'Offre
26 juin 2024	Insertion dans un journal d'annonces légales et au BALO relative à l'offre.
27 juin 2024	Ouverture de l'Offre
16 juillet 2024	Clôture de l'Offre
18 juillet 2024	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre
22 juillet 2024	Règlement livraison des actions apportées à l'Offre

2.9. Coûts et financement de l'Offre

Le coût d'acquisition de 100 % des titres visés par l'Offre (voir ci-dessus Section 2.3) s'élèverait à un montant estimé de 130 millions d'euros.

Le financement du projet d'Offre sera réalisé sur fonds propres, en utilisant la trésorerie excédentaire

de la Société.

Le montant des frais relatifs à l'Offre est estimé à 770 milliers d'euros.

2.10. Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière de VOYAGEURS DU MONDE

Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote

Au 31 mai 2024, le capital social de VOYAGEURS DU MONDE était de 4.319.331 €, divisé en 4.319.331 actions de valeur nominale 1 €. Le nombre correspondant de droits de vote au 31 mai 2024 est de 6.973.775.

La répartition du capital et des droits de vote au 31 mai 2024 figure à la Section 1.2.3 ci-avant.

L'actionnariat de la Société évoluerait comme suit, en cas de rachat effectif et d'annulation de 100 % des actions visées, en considérant, par hypothèse, que les 185.333 actions apportées par AVANTAGE et les 15.511 actions apportés par les fondateurs associés d'Avantage ne feraient l'objet d'aucune réduction.

Il est par ailleurs précisé, que ce tableau tient compte d'une annulation complémentaire de 38.598 actions détenues dans le cadre du programme de rachat d'actions décidée sur la base de la 16^{ème} résolution de l'Assemblée générale mixte du 3 juin 2024. Ce tableau tient également compte des 20.100 actions en juin 2024 dans le cadre du plan d'AGA autorisé en juin 2023, ainsi que de la conversion de l'intégralité des obligations convertibles « publiques » en 23.620 actions.

Actionnaires	APRES REDUCTION CAPITAL			
	Nombre d'actions (#)	% capital	Droits de vote (#)	% droits de vote
Avantage	2 793 812	80,80%	5 164 960	87,14%
Fondateurs associés d'Avantage (AC, JFR, LH, FM et LM)	5 657	0,16%	11 269	0,19%
Total Avantage et Fondateurs	2 799 469	80,96%	5 176 229	87,33%
Salariés (incluant FCPE et émission AGA)	49 642	1,44%	69 116	1,17%
Actions autodétenues (contrat liquidité)	1 367	0,04%	1 367	0,02%
Actions autodétenues (contrat PRA en vue annulation)				
Flottant (incluant conversion obligations publiques)	607 309	17,56%	680 186	11,48%
Total flottant	658 318	19,04%	750 669	12,67%
TOTAL Actionnaires	3 457 787	100,00%	5 926 898	100,00%

En retenant les mêmes hypothèses, il est présenté dans le tableau ci-dessous, la répartition du capital et des droits de vote de la Société et après réduction de capital et conversion des obligations convertibles « réservées » en circulation.

POST CONVERSION OCA VOYAGEURS (01/05/2025)				
Actionnaires	Nombre d'actions (#)	% capital	Droits de vote (#)	% droits de vote
Avantage	2 793 812	62,68%	5 164 960	74,57%
Fondateurs associés d'Avantage (AC, JFR, LH, FM et LM)	5 657	0,13%	11 269	0,16%
Total Avantage et Fondateurs	2 799 469	62,81%	5 176 229	74,74%
Salariés (incluant FCPE et émission AGA)	49 642	1,11%	69 116	1,00%
Actions autodétenues (contrat liquidité)	1 367	0,03%	1 367	0,02%
Actions autodétenues (contrat PRA en vue annulation)				
Investisseurs (issues conversion obligations réservées)	999 206	22,42%	999 206	14,43%
Flottant (incluant conversion obligations publiques)	607 309	13,63%	680 186	9,82%
Total flottant	1 657 524	37,19%	1 749 875	25,26%
TOTAL Actionnaires	4 456 993	100,00%	6 926 104	100,00%

Incidences sur les comptes de la Société

Les calculs de l'incidence de l'Offre sur les capitaux propres et les résultats consolidés de la Société, tels que figurant dans le tableau ci-après, ont été effectués à partir des comptes consolidés de la Société pour l'exercice clos le 31 décembre 2023, après avoir retenu les hypothèses suivantes :

1. rachat de 866.666 actions VOYAGEURS DU MONDE (soit l'intégralité des actions visées par le projet d'Offre) au prix de l'Offre et représentant un montant total de 130 millions d'euros ;
2. annulation des actions visées ainsi rachetées et de 38.598 actions auto détenues

	Avant rachat et annulation	Après rachat et annulation de 100% des titres visés par l'Offre et de 38.598 actions détenues dans le cadre du PRA
Capitaux propres part du groupe (M€) au 31 décembre 2023	206,4	71,7

Trésorerie et équivalents (M€) au 31 décembre 2023	322,3	192,3
Résultat net part du groupe (M€) au 31 décembre 2023	44,1	44,1
Nombre d'actions (hors auto-détention)	4.319.331	3.457.787
Capitaux propres par action (€) au 31 décembre 2023	47,79 €	20,73 €
Résultat net consolidé par action (€) au 31 décembre 2023	10,21 €	12,76 €

Incidence sur la capitalisation boursière

Au regard du cours de clôture de l'action VOYAGEURS DU MONDE au 22 avril 2024 de 129 €, dernier jour de négociation précédant l'annonce des termes de l'Offre, la capitalisation boursière s'élevait à 557 millions d'euros, le capital de VOYAGEURS DU MONDE étant représenté par 4 318 061 actions (dont 39.965 actions auto-détenues).

À l'issue de l'Offre, dans l'hypothèse où la totalité des actions susceptibles d'être apportées à l'Offre ainsi que 38-598 actions détenues dans le cadre du programme de rachat d'actions seraient annulées, le nombre d'actions de VOYAGEURS DU MONDE serait de 3.457.787 et la capitalisation boursière s'élèverait, au regard du cours de clôture du 22 avril 2024, à 446 millions d'euros.

2.11. Intention des membres des organes d'administration et de direction

Avantage SA, qui détient 69% du capital social et 79% des droits de vote de la Société, a fait part à la Société de son intention d'apporter une partie de ses titres à l'OPRA pour un montant de 27,8 millions d'euros, soit 185.333 actions.

Jean-François Rial, Président Directeur Général, Alain Capestan et Lionel Habasque, Directeurs Généraux Délégués, ont fait part à la Société de leur intention d'apporter la totalité de leurs titres à l'OPRA, soit 15.511 actions.

Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue – Engagement des principaux actionnaires de la Société

A la connaissance de la Société, aucun accord n'est susceptible d'avoir une incidence significative sur l'Offre.

2.12. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

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

L'Offre n'a fait l'objet d'aucun enregistrement, ni d'aucun visa en dehors de la France.

Les actionnaires de VOYAGEURS DU MONDE en dehors de France ne peuvent participer à l'Offre, à moins

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

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

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

En outre, il est précisé que l'Offre n'est pas ouverte ou soumise au contrôle et/ou à l'autorisation d'une quelconque autorité réglementaire, ailleurs qu'en France et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

En particulier, l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis, à des personnes se trouvant aux États-Unis, par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communications (y compris, sans limitation, les transmissions par télécopie, télex, téléphone et courrier électronique) des États-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du présent document, et aucun autre document relatif à celui-ci ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux États-Unis de quelque manière que ce soit.

Aucun actionnaire de VOYAGEURS DU MONDE ne pourra apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis de copie du présent document ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des États-Unis en relation avec l'Offre, (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou, transmis son ordre d'apport de titres, et (iv) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des États-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter des ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus.

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

2.13. Régime fiscal de l'Offre

Les développements qui suivent résument les conséquences fiscales applicables aux actionnaires de la Société apportant leurs actions à l'Offre et ne sont donnés qu'à titre d'information générale. Ils ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité de la Société ou de Portzamparc. Ces conséquences fiscales résultent des dispositions légales françaises actuellement en vigueur telles qu'interprétées par l'administration fiscale et qui sont susceptibles d'être affectées à l'avenir par d'éventuelles modifications législatives ou réglementaires (assorties le cas échéant d'un effet rétroactif) ou par un changement de leur interprétation par les juridictions et/ou l'administration fiscale française.

Les informations fiscales ci-dessous ne constituent pas une description exhaustive de l'ensemble des situations et des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer aux personnes qui participeront à l'Offre. À cet égard, ces informations n'ont pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des

effets fiscaux ou dispositifs fiscaux de faveur (réductions ou crédits d'impôt, abattements, etc.) susceptibles de s'appliquer aux porteurs de titres de la Société qui participeront à l'Offre.

Les personnes qui participeront à l'Offre sont invitées à s'informer, auprès de leur conseil fiscal habituel, du régime fiscal applicable à leur situation particulière afin d'étudier avec lui leur situation particulière et vérifier que les dispositions résumées ci-après leur sont effectivement applicables.

Les personnes n'ayant pas leur résidence fiscale en France doivent se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence en tenant compte le cas échéant de l'application d'une convention fiscale visant à éviter les doubles impositions conclue entre la France et cet État.

D'une manière générale, les actionnaires n'ayant pas leur résidence fiscale en France devront s'informer de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier, tant en France que dans leur État de résidence auprès de leur conseil fiscal habituel.

Personnes physiques résidentes fiscales de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations et ne détenant pas leurs titres dans le cadre d'un plan d'épargne d'entreprise ou de groupe, ou dans le cadre de dispositifs d'actionnariat salarié (par exemple, actions gratuites ou issues d'options de souscription ou d'achat d'actions).

Les développements qui suivent résument les conséquences fiscales françaises susceptibles de s'appliquer aux personnes physiques ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations ou ne détenant pas d'actions acquises dans le cadre d'un plan d'épargne d'entreprise ou de groupe ou au titre d'un dispositif d'actionnariat salarié. Les personnes physiques qui réaliseraient de telles opérations ou qui détiennent des actions acquises dans le cadre de plan d'épargne d'entreprise, de groupe ou au titre de dispositifs d'actionnariat salarié sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

Régime de droit commun

Impôt sur le revenu des personnes physiques

En application des articles 150-0 A, 158,6 *bis* et 200 A du Code général des impôts (ci-après, le « **CGI** ») et sous réserve des cas d'exception prévus par la loi (s'agissant du régime du PEA, voir le 2.14.1.2), les plus-values de cession d'actions réalisées par les personnes physiques dans le cadre de l'Offre sont imposables au prélèvement forfaitaire unique (ci-après, le « **PFU** ») au taux forfaitaire d'impôt sur le revenu de 12,8%, sans abattement (soit un taux global de 30% compte tenu des prélèvements sociaux, cf. *infra*).

Toutefois, en application de l'article 200 A, 2 du CGI, les contribuables ont la possibilité d'exercer, dans le délai de dépôt de leur déclaration d'impôt sur le revenu de l'année concernée, une option annuelle, expresse, globale et irrévocable pour l'imposition au barème progressif de l'ensemble de leurs revenus de capitaux mobiliers entrant dans le champ d'application du PFU. Cette option est globale et s'applique sur une base annuelle à l'ensemble des revenus d'investissement et des revenus de capitaux mobiliers entrant dans le champ du PFU susvisé de 12,8 % et réalisés au titre d'une même année. Elle est exercée chaque année lors du dépôt de la déclaration de revenus et au plus tard avant la date limite de déclaration.

Lorsque l'option globale pour l'imposition au barème progressif est exercée, les plus-values de titres acquis avant le 1^{er} janvier 2018 sont réduites d'un abattement proportionnel pour durée de détention prévu à l'article 150-0 D, 1 *ter* du CGI, à savoir :

- un abattement de 50% de leur montant pour les titres détenus depuis au moins deux ans et moins de huit ans, à la date de la cession ;
- un abattement de 65% de leur montant pour les titres détenus depuis plus de huit ans, à la date de la cession.

Sauf exception, la durée de détention est décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des actions et prend fin à la date du transfert de propriété. En tout état de cause, ces abattements pour durée de détention ne sont pas applicables aux actions acquises ou souscrites à compter du 1^{er} janvier 2018.

Les titulaires d'actions qui entendraient opter pour l'imposition au barème progressif de l'impôt sur le revenu de l'ensemble des gains nets et revenus entrant dans le champ du PFU sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel afin de déterminer les conséquences d'une telle option.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D, 11° du CGI, les moins-values de cession de valeurs mobilières et de droits sociaux peuvent être imputées sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession puis, en cas de solde négatif, sur celles des dix années suivantes (aucune imputation sur le revenu global n'est possible). Si l'option susvisée est appliquée, l'abattement pour durée de détention s'applique, le cas échéant, au gain net ainsi obtenu. Les personnes disposant de moins-values nettes reportables ou réalisant une moins-value lors de la cession des actions dans le cadre de l'Offre sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour étudier les conditions d'utilisation de ces moins-values.

Le cas échéant, l'apport des actions à l'Offre aura pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures à raison des mêmes actions apportées à l'Offre. Les contribuables sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel pour déterminer les conséquences de l'Offre dans l'hypothèse où celle-ci aurait pour effet de remettre en cause un éventuel report ou sursis d'imposition ou une éventuelle réduction d'impôt spécifique dont ils ont antérieurement bénéficié.

Prélèvements sociaux

Les plus-values de cession de valeurs mobilières et de titres assimilés réalisées par les personnes physiques dans le cadre de l'Offre sont également soumises, avant application, le cas échéant, des abattements pour durée de détention (en cas d'option pour l'application du barème progressif s'agissant d'actions acquises avant le 1^{er} janvier 2018), aux prélèvements sociaux à un taux global de 17,2%, qui se décompose comme suit :

9,2% au titre de la contribution sociale généralisée (ci-après, la « **CSG** »), en application des articles L. 136-7 et L. 136-8 du code de la sécurité sociale ;

- 0,5% au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale, en application des articles 1600-0 H et 1600-0 J du CGI ;
- 7,5% au titre du prélèvement de solidarité, en application de l'article 235 ter du CGI.

Si les plus-values sont soumises au PFU au taux forfaitaire d'impôt susvisé de 12,8%, ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles du revenu imposable. En cas d'option des contribuables pour l'assujettissement de ces plus-values au barème progressif de l'impôt sur le revenu, la CSG sera partiellement déductible du revenu imposable l'année de son paiement (à hauteur de 6,8% du revenu global imposable, le solde des prélèvements sociaux n'étant pas déductible du revenu imposable).

Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus

Par ailleurs, il est mis à la charge des contribuables passibles de l'impôt sur le revenu une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus prévue à l'article 223 *sexies* du CGI, assise sur le revenu fiscal de référence du foyer tel qu'il est défini par l'article 1417, IV, 1° du CGI, à l'exclusion des plus-values visées au I de l'article 150-0 B ter du CGI, retenues pour leur montant avant application de l'abattement mentionné aux 1^{er} de l'article 150-0 D du CGI, pour lesquelles le report d'imposition expire et sans qu'il soit fait application des règles de quotient définies à l'article 163-0 A du CGI, lorsque ce revenu fiscal de référence excède certaines limites.

Le revenu de référence visé comprend notamment les plus-values de cession des actions réalisées par les contribuables concernés (avant application de l'abattement pour une durée de détention lorsque celui-ci est applicable, en cas d'option pour le barème progressif).

Cette contribution est calculée en appliquant un taux de :

- 3% à la fraction de revenu fiscal de référence supérieure à 250 000 euros et inférieure ou égale à 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction de revenu fiscal de référence supérieure à 500 000 euros et inférieure ou égale à 1 000 000 euros pour les contribuables soumis à une imposition commune ;
- 4% à la fraction de revenu fiscal de référence supérieure à 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction de revenu fiscal de référence supérieure à 1 000 000 d'euros pour les contribuables soumis à une imposition commune.

Les actionnaires de la Société sont donc invités, compte tenu des spécificités de cette contribution exceptionnelle sur les hauts revenus, à consulter leur conseil fiscal habituel afin de vérifier avec lui l'application des dispositions ici résumées.

PEA (Plan d'Épargne en Actions)

Les personnes qui détiennent leurs actions dans le cadre d'un PEA pourront participer à l'Offre.

Sous certaines conditions, le PEA ouvre droit :

- pendant la durée du plan, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values nettes générées par les placements effectués dans le cadre du plan, à condition notamment que ces produits et plus-values soient réinvesties dans le PEA ;
- au moment de la clôture du plan ou lors d'un retrait partiel des fonds du PEA (si la clôture ou le retrait partiel interviennent plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA, sauf cas particuliers) à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan.

Ce gain n'est pas pris en compte pour le calcul de la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus décrite ci-avant, mais reste soumis aux prélèvements sociaux décrits ci-dessus (étant précisé que le taux applicable est susceptible de varier pour les PEA ouverts avant le 1^{er} janvier 2018).

Les moins-values réalisées sur des actions détenues dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le cadre du PEA. Il est précisé que les pertes éventuellement constatées lors de la clôture anticipée du PEA avant l'expiration de la cinquième année (ou, sous certaines conditions, en cas de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année lorsque la valeur liquidative du plan est inférieure au montant des versements effectués sur le plan depuis son ouverture) sont imputables sur les gains de même nature (i.e. notamment ceux réalisés à l'occasion de la cession des droits sociaux et de valeurs mobilières soumises au régime de l'article 150-0 A du CGI, quel que soit leur taux d'imposition) réalisés au cours de la même année ou des dix années

suivantes.

Des dispositions particulières, non décrites dans le cadre de la note d'information, sont applicables en cas de clôture du plan avant l'expiration de la cinquième année qui suit l'ouverture du PEA, ou en cas de sortie du PEA sous forme de rente viagère. Les actionnaires détenant leurs actions dans le cadre de PEA et souhaitant participer à l'Offre sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel afin de terminer les conséquences de la cession de leurs actions figurant sur le PEA dans le cadre de l'Offre et le régime fiscal d'une telle cession, notamment en ce qui concerne l'imputation des frais.

Personnes morales résidentes de France assujetties à l'impôt sur les sociétés en France

Régime de droit commun

Les plus-values réalisées lors de la cession des titres dans le cadre de l'Offre sont en principe comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés (ci-après, l'« IS ») au taux de droit commun de 25% en application du deuxième alinéa du I de l'article 219 du CGI.

En outre, ces plus-values sont également soumises, en principe, à la contribution sociale de 3,3% assise sur le montant de l'impôt sur les sociétés, après application d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze mois (article 235 ter ZC du CGI).

Cependant, les sociétés dont le chiffre d'affaires, ramené le cas échéant à douze mois, est inférieur à 7.630.000 euros et dont le capital social, entièrement libéré, a été détenu de façon continue à hauteur d'au moins 75 % pendant l'exercice en question par des personnes physiques ou par des sociétés remplissant elles-mêmes ces conditions, sont exonérées de la contribution sociale sur l'impôt sur les sociétés.

Par ailleurs, sous réserve que les conditions susvisées tenant à la libération et à la composition du capital soient respectées, les sociétés dont le chiffre d'affaires, ramené le cas échéant à douze mois, est inférieur à 10.000.000 euros bénéficient d'un taux réduit d'impôt sur les sociétés de 15 %, dans la limite d'un bénéfice imposable de

42.500 euros pour une période de douze mois. Il est en effet précisé que (a) certains des seuils mentionnés ci-dessus suivent des règles spécifiques si le contribuable est membre d'un groupe d'intégration fiscale et que (b) l'apport des actions à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires personnes morales dans le cadre d'opérations antérieures.

En principe et sauf régime particulier, les moins-values réalisées lors de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre viendront, en principe et sauf régime particulier, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés de la personne morale.

Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseil fiscal afin de déterminer le taux d'IS qui leur est applicable.

Régime fiscal des plus-values à long-terme

Conformément aux dispositions de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI, le montant net des plus-values à long terme afférentes à des titres qualifiés de « titres de participation » au sens de cet article (sauf notamment les titres de sociétés à prépondérance immobilière au sens du a *sexies-0 bis* du même article) et détenus depuis au moins deux ans est exonéré d'impôt sur les sociétés, sous réserve de la réintégration d'une quote-part de frais et charges égale à 12% du montant brut des plus-values réalisées. Cette réintégration est soumise à l'IS au taux de droit commun, majoré le cas échéant de la contribution sociale de 3,3%.

Constituent des titres de participation au sens de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI, (a) les titres qui revêtent ce caractère sur le plan comptable, (b) les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que (c) les titres ouvrant droit au régime des sociétés mères et filiales prévu aux articles 145 et 216 du CGI à condition de détenir au moins 5% des droits de vote de la société émettrice (ce qui suppose donc la détention d'une participation au moins égale à 5% du capital et des droits de vote de la Société), sous réserve que ces actions ou titres soient inscrits au compte « titres de participation » ou à une subdivisionspéciale d'un autre compte correspondant à leur qualification comptable, et à l'exceptiondes titres de sociétés à prépondérance immobilière (tels que définis à l'article 219 I-a *sexies 0 bis* du CGI).

Les personnes susceptibles d'être concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin d'étudier si les actions de la Société qu'ils détiennent constituent ou non des « titres de participation » au sens de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI.

Les conditions d'utilisation des moins-values à long terme obéissent à des règlespécifiques et les contribuables sont également invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel sur ce point.

Actionnaires non-résidents fiscaux de France

Sous réserve de l'application de la convention fiscale internationale et des règles particulières éventuellement applicables, le cas échéant, par exemples aux actionnaires personnes physiques ayant acquis leurs actions dans le cadre d'un dispositif d'actionnariat salarié, les plus-values de cession réalisées dans le cadre de l'Offre par lesactionnaires qui ne sont pas fiscalement domiciliés en France au sens de l'article 4 B du CGI ou dont le siège social est situé hors de France sont en principe exonérées d'impôt en France, sous réserve, s'agissant des entreprises, que ces plus-values ne soient pas rattachables à l'actif d'un établissement stable ou à une base fixe d'affaires soumis à l'IS en France à l'actif duquel seraient inscrits les titres.

Par exception, et sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables et des règles particulières applicables, ces plus-values de cession peuvent être imposables en France lorsque le cédant a détenu, directement ou indirectement, seul ou avec son conjoint, leurs ascendants ou descendants, une participation représentant plus de 25% des droits dans les bénéfices sociaux de la Sociétéà un moment quelconque au cours des cinq années précédant la cession (articles 244 *bis* B et 244 *bis* C du CGI) ou lorsque la Société est à prépondérance immobilière au sens de l'article 244 *bis* A du CGI. Afin de mettre en conformité la retenue à la source prévueà l'article 244 *bis* B du CGI avec le droit de l'Union européenne, la loi de finances rectificative pour 2021⁴²⁰ prévoit un mécanisme permettant à certaines personnes moralesnon-résidentes fiscales françaises d'obtenir la restitution de la part du prélèvement excédant l'impôt sur les sociétés dont elles auraient été redevables si leur siège social avait été situé en France. Cette mesure est applicable aux cessions ou rachats de droits sociaux et distributions réalisés à compter du 30 juin 2021.

Enfin, quel que soit le pourcentage de droits détenus dans les bénéfices de la Société, les plus-values de cession sont imposées au taux forfaitaire de 75% lorsque le cédant est une personne ou un organisme domicilié, établi ou constitué hors de France dans un État outerritoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI autre que ceux mentionnésau 2° du 2 *bis* du même article 238-0 A, sauf s'ils apportent la preuve que les opérationsauxquelles correspondent ces profits ont principalement un objet et un effet autres que de permettre leur localisation dans un État ou territoire non coopératif. La liste des Etatsou territoires non coopératifs est publiée par arrêté ministériel⁵ et peut être mise à jour à tout moment et en principe au moins une fois chaque année conformément au 2 de l'article 238-0 A du

⁴ Loi n° 2021-953 du 19 juillet 2021.

⁵ D'après l'arrêté du 3 février 2023 modifiant l'arrêté du 12 février 2010 pris en application du deuxième alinéa du 1 de l'article 238-0 A du Code général des impôts, la liste, à la date de la note d'information, des États ou territoires non coopératifs au sens de l'article 238-0 A du CGI est la suivante : Anguilla, Bahamas, Fidji, Guam, Iles Turques etCaïques, Iles Vierges américaines, Iles Vierges britanniques, Palaos, Panama, Samoa américaines, Samoa, Seychelles, Trinité-et-Tobago, Vanuatu.

CGI.

La cession des actions dans le cadre de l'Offre peut avoir pour effet de mettre fin au sursis de paiement qui s'applique, le cas échéant, aux personnes physiques ayant transféré leur domicile fiscal hors de France et soumises au dispositif d'*exit tax* prévu par les dispositions de l'article 167 bis du CGI.

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

Droits d'enregistrement

En principe, aucun droit d'enregistrement n'est exigible en France au titre de la cession des actions d'une société cotée qui a son siège social en France à moins que la cession ne soit constatée par un acte en France ou à l'étranger. Dans ce dernier cas, la cession des actions doit faire l'objet d'un enregistrement dans le mois qui suit sa réalisation qu'elle donne lieu, en application de l'article 726 du CGI, au paiement d'un droit au taux proportionnel de 0,1% assis sur le plus élevé du prix de cession ou de la valeur réelle des titres, sous réserve de certaines exceptions visées au II de l'article 726 précité.

En application de l'article 1712 du CGI, les droits d'enregistrement qui seraient dus dans l'hypothèse où la cession serait constatée par un acte, seront à la charge du cessionnaire (sauf stipulation contractuelle contraire). Cependant, en vertu des articles 1705 et suivants du CGI, toutes les parties à l'acte seront solidairement tenues au paiement des droits vis-à-vis de l'administration fiscale.

Les cessions d'actions de sociétés cotées sont exonérées des droits d'enregistrement prévus à l'article 726 du CGI lorsque l'opération est soumise à la taxe sur les transactions financières (ci-après, la « **TTF** »).

Autres actionnaires

Les actionnaires de la Société participant à l'Offre soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs actions à l'actif de leur bilan commercial, ou dont les actions sont issues de dispositifs d'actionnariat salarié sont invités à s'informer auprès de leur conseiller fiscal habituel du régime fiscal applicable à leur cas particulier.

3. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE

Les éléments d'appréciation du Prix d'Offre, à savoir 150 euros par action de la Société, ont été préparés par Portzamparc BNP Paribas, Établissement Présentateur et Garant de l'Offre, pour le compte de l'Initiateur, conformément aux méthodes d'évaluation usuelles, et sont basés sur (i) les informations publiquement disponibles sur la Société et son secteur, (ii) le plan d'affaires sur la période 2024 à 2026 transmis par l'Initiateur en avril 2024 (ci-après le « **Plan d'Affaires** ») et (iii) des hypothèses établies par l'Établissement Présentateur.

Il n'entrait pas dans la mission de l'Établissement Présentateur et Garant de vérifier ces informations ni de vérifier ou d'évaluer les actifs ou les passifs de la Société. Les informations, données chiffrées et analyses figurant dans le présent rapport d'évaluation autres que les données historiques reflètent des informations prospectives, des anticipations et des hypothèses impliquant des risques, des incertitudes et d'autres facteurs, à propos desquels il ne peut être donné aucune garantie et qui peuvent conduire à ce que les faits réels ou les résultats diffèrent

significativement de ce qui figure dans le présent rapport.

1.1 Présentation de la Société

La Société a pour vocation de permettre à ses clients de découvrir le monde par le voyage afin de mieux le comprendre. La Société privilégie des approches du voyage permettant une immersion forte dans la culture du pays visité ou de ses sites naturels, favorisant la rencontre de l'autre, la compréhension de ses différences en respectant les équilibres environnementaux, sociaux et économiques des destinations visitées. C'est dans cet esprit que la Société, qui a concentré son activité sur deux approches particulières du voyage, a développé sur l'ensemble de ses marques une pratique de voyages responsables comprenant de nombreux services à forte valeur ajoutée. Les clients de la Société en 2023 proviennent majoritairement de France (65%). La clientèle étrangère (35%) provient principalement du Royaume-Uni, Canada, Suisse, Belgique et des Etats-Unis.

La Société possède un avantage compétitif fort : elle élabore des voyages sur-mesure grâce à ses 250 conseillers catégorisés par pays. Leur capacité à organiser des voyages d'exception est donc difficilement imitable, à la fois par les autres agences de voyage se cantonnant aux prestations plus ou moins identiques et par les voyageurs désirant organiser leurs voyages eux-mêmes. Les prestations attendues sont donc de plus en plus hautes pour les voyageurs et la Société est évidemment montée en gamme avec une relation client poussée, que ce soit au niveau du conseil personnalisé, la mise en contact avec des experts par pays et même le suivi et la conciergerie disponible à toute heure durant le voyage. Cette montée en gamme justifie ainsi des prix supérieurs à la moyenne des autres agences de voyage.

Ci-dessous les différentes étapes de la conception d'un voyage sur-mesure :

<u>Jour</u>	<u>Jour de réservation</u> J – 4 mois	J – 2 mois	J – 35 jours	<u>Jour du départ</u> J – 0	J + 1 mois
<u>Paiement des clients</u>	Acompte de 35% du prix total du voyage		Paiement des 65% restants		
<u>Paiement aux fournisseurs</u>		Emission des billets d'avion	Paiement des billets d'avion (30% du COGS)		Paiement des factures
<u>Méthodes comptables</u>	Le fait générateur du rattachement au chiffre d'affaires d'une prestation de voyage vendue est directement lié à la date de départ du client. Toute prestation vendue sur l'exercice mais dont la date de départ a lieu sur l'exercice suivant, est		Le fait générateur du rattachement des achats de prestations de voyage vendue est directement lié à la date de départ du client. Les charges relatives aux voyages pour un exercice futur et comptabilisées à la clôture sont traitées en charges		

	comptabilisée en produit constaté d'avance.		constatées d'avance.		
--	---	--	----------------------	--	--

Source : Société, Portzamparc BNP Paribas

Dans le Voyage sur mesure, les principaux concurrents sont Evaneos, Amplitudes, Marco Vasco, Les Maisons du Voyage (Groupe Figaro), le Cercle des Vacances, et plusieurs acteurs de plus petite taille tel que Terres Lointaines, etc. La Société estime être un leader de ce segment, avec une part de marché supérieure à 30%.

Dans le Voyage d'aventure, les principaux concurrents sont Huwans et Atalante (Groupe Genairgy), La Balaguère (Group UCPA), Tirawa, etc. Par ailleurs, les principaux concurrents sur les voyages itinérants (hors Voyage sur mesure et Voyage d'aventure) sont : TUI (avec la marque Nouvelle Frontière), Kuoni, Asia, etc.

La Société commercialise à l'aide de ses propres ressources la totalité des voyages qu'elle vend et ne distribue que ses propres voyages. Le groupe est doté :

- D'un réseau de distribution physique dénombrant 43 points de vente dont 18 cités des voyageurs. La Société a débuté une distribution internationale, tout d'abord tournée vers une clientèle francophone à partir de 2007 en Belgique (Bruxelles), en Suisse (Genève et Lausanne) et au Canada (Montréal et Québec) puis vers une clientèle anglophone à partir de 2017 à Londres, avec l'acquisition d'Original Travel, spécialisé dans le voyage sur mesure, et à Keswick avec l'acquisition de KE Adventure Travel, spécialiste du voyage d'Aventure.
- Des lignes dédiées permettant avec des outils adaptés d'accéder aux spécialistes au téléphone, ou en visio conférence ainsi que sur Rendez-vous.
- De nombreux sites internet proposant les offres de chacune des marques et permettant l'achat en ligne. Véritables vitrines de l'offre, ces sites permettent l'acquisition de trafic par la notoriété.
- D'une présence active sur les réseaux sociaux, source d'inspiration et moyen de communication qui se répand fortement.

L'ensemble du dispositif de distribution permet de répondre à la clientèle quel que soit le mode d'approche choisi, incluant toutes les formes de concrétisation de l'acte d'achat (web to store, store to web, 100% web ou 100% store).

1.2 Méthodologies d'évaluation

1.2.1 Méthodes écartées

(a) Actif Net Réévalué

Cette méthode consiste à évaluer une entreprise sur la base de la valeur comptable de ses actifs corrigée d'éventuelles plus-values ou moins-values latentes non reflétées au bilan. Cette méthode est généralement utilisée pour évaluer des activités spécifiques telles que les holdings ou les foncières. Cette méthode n'est pas appropriée pour évaluer la continuité d'exploitation d'un groupe voyageur et ses perspectives. Cette méthode n'a ainsi pas été retenue.

(b) L'approche par comparaison avec les transactions comparables

La méthode fondée sur les multiples de transactions comparables est une méthode qui consiste à évaluer une société sur la base de multiples observés sur un échantillon de transactions survenues sur des sociétés comparables à la société évaluée. L'Établissement Présentateur et Garant n'a pas retenu de transactions comparables, n'ayant pas identifié de cible suffisamment proche en taille et avec un profil proche de la Société, et dans un horizon de temps passé relativement court. Par ailleurs, la prime de contrôle induite par cette méthode est non pertinente pour évaluer l'Offre de l'Initiateur.

La transaction sectorielle la plus significative et la plus récente concerne directement la Société avec la prise de contrôle d'Eurofun Group en mai 2022. La transaction incluait un rachat d'actions (42,75% du capital) et une augmentation de capital en numéraire (5,9M€) pour ainsi porter la participation à 51,0%, avec un plan de rachat d'actions pour les actionnaires historiques prévu sur les 6 prochaines années. La structure financière (dette financière, position de trésorerie propriétaire) n'ayant pas été rendue publique au moment de la transaction, l'Établissement Présentateur et Garant ne peut obtenir les multiples de cette transaction. Il tient toutefois à souligner que cette transaction fut matérialisée par un flux positif de 8,9M€ dans les comptes de la Société, signifiant un retraitement effectué sur la trésorerie catégorisée non-propriétaire de la cible au moment de l'opération.

1.2.2 Méthodes retenues

L'Établissement Présentateur et Garant a retenu les méthodes suivantes dans le cadre de l'évaluation de la Société :

- La méthode des cours de bourse – à titre principal ;
- L'actualisation des flux futurs de trésorerie ("Discounted Cash Flows" ou "DCF") – à titre principal ;
- L'approche par les multiples boursiers de sociétés cotées comparables – à titre secondaire ;
- L'évaluation de la Société réalisée par les analystes financiers suivant la valeur – à titre secondaire ;
- L'actualisation des flux de dividendes futurs ("Discounted Dividend Model" ou "DDM") – à titre indicatif ; et
- La référence à l'Actif Net Comptable (ANC) – à titre indicatif.

1.3 Hypothèses retenues pour l'évaluation

L'Établissement Présentateur et Garant a effectué son évaluation de la Société à partir :

- a) Des rapports financiers de la Société ;
- b) Du Plan d'Affaires de la Société ; et
- c) Des bases de données de marchés dont FactSet et Bloomberg.

Les informations de marché, relatives aux paramètres de marché (prime de marché, OAT), sont issues à la fois des informations publiques et des informations prospectives (consensus analystes) obtenues à partir des outils de marché de l'Établissement Présentateur et Garant (notamment

FactSet et Bloomberg). Ces informations et ces éléments prévisionnels n'ont pas fait l'objet d'audits spécifiques de la part de l'Établissement Présentateur et Garant et ne sauraient engager sa responsabilité s'ils n'étaient pas conformes à la réalité ou s'ils comportaient des omissions de nature à en altérer la portée.

1.3.1 Présentation du Plan d'Affaires

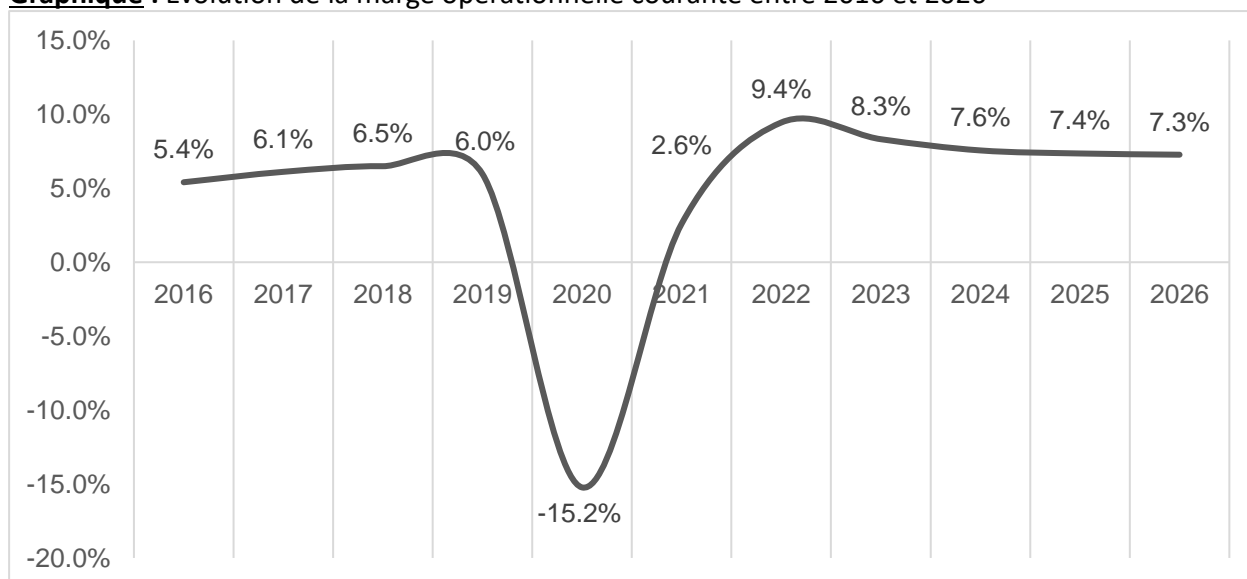
Le Plan d'Affaires à trois ans, couvrant la période 2024 à 2026 a été élaboré sur la base d'une approche *bottom-up* par la Société et a été présenté aux conseils d'administration de la Société en avril 2024. Ce Plan d'Affaires constitue l'un des outils de pilotage de la Société.

Les hypothèses du Plan d'Affaires retenues par la Société sont :

- Un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de +4,3% à horizon 2026, avec toutefois une croissance plus marquée en 2024 (Plan d'Affaires CA 2024 +6,2% vs n-1) dans la continuité du « *revenge travel* » post Covid-19, et d'une croissance sensiblement moindre sous effet de base compliqué au delà.
- Le taux de marge opérationnelle courante 2024 est attendu en retrait de -70bp vs 2023 à 7,6%, sous une moindre optimisation de sa structure de coûts opérationnelle, notamment sous le poste charges de personnel qui subira toujours une évolution supérieure à la croissance du chiffre d'affaires, et une reprise significative de la communication dans un environnement qui se normalise progressivement (communication +27,5% vs 2023). La tendance devrait s'atténuer en 2025 et 2026. Rappelons que le taux de marge opérationnelle courante en 2019 était de 6,0%, en lien avec un taux de marge brute moins favorable.

Dans un contexte de taux aujourd'hui plus favorable, la Société place sa trésorerie propriétaire et non propriétaire en Sicav monétaire court terme et compte à terme, avec un produit financier qui représentait 5,3M€ en 2023 et est anticipé à 5,5M€ en 2024. La baisse de la courbe des taux sur les échéances courtes et l'évolution de la trésorerie devraient ramener en 2025 et 2026 les produits financiers sur des niveaux de 2,1M€ et 2,5M€ respectivement.

Graphique : Evolution de la marge opérationnelle courante entre 2016 et 2026



Source : Société, Portzamparc BNP Paribas.

Concernant les flux de trésorerie, la Société prévoit des investissements de 7,9M€ en 2024 (5,0M€ pour le périmètre historique, 3,0M€ pour Eurofun et 5,1M€ pour du CAPEX non récurrent – immeubles). Les CAPEX se normaliseront sur 2025 et 2026 à 8,0M€ (5,0M€ périmètre historique et 3,0M€ pour Eurofun).

1.3.2 Nombre d'actions de référence

(a) Actions en circulation

Le nombre d'actions en circulation au 31 décembre 2023 s'élève à 4.277.779 actions (4.317.790 actions composant le capital moins 40.011 actions auto-détenues dans le cadre d'un contrat de liquidité).

(b) Instruments dilutifs

L'assemblée générale extraordinaire du 15 juin 2023 a autorisé l'attribution gratuites. Dans ce cadre, 50 250 actions gratuites ont été attribuées sur l'exercice 2023, dont 20 100 pourraient être définitivement attribuées à leurs bénéficiaires le 14 juin 2024 (sous réserve de respect des conditions fixées par le Conseil d'Administration).

La Société a émis le 30 avril 2021 des obligations convertibles en actions au profit des fonds Certares, Crédit Mutuel Equity et Bpifrance pour un montant de 75M€ :

- Valeur nominale 85,0€
- Emission au pair
- Nombre d'obligation convertibles : 882.351
- Maturité : 7 ans, soit le 30 avril 2028
- Intérêt annuel capitalisé : 3,0%, payable à terme
- Modalité de conversion : A la demande des porteurs sur les 4 premières années si survenance d'un changement de contrôle de la Société, à la demande de la Société à partir du 4eme anniversaire ou conversion automatique à partir du 4eme anniversaire si changement de contrôle.
- A maturité, les obligations sont remboursées en actions nouvelles.
- Modification du ratio de conversion en fonction du surplus de dividende au-delà des intérêts capitalisés sur chaque exercice.

Sur ces informations, en tenant compte d'une conversion à la demande de la société au 30 avril 2025, du dividende de 3,0€ par action versé en 2023 pour l'exercice 2022, le prix de conversion serait de 84,48€ au 30 avril 2025, menant à la création de 999.206 nouvelles actions.

La Société a également émis le 9 juillet 2021 des obligations convertibles en actions avec maintien du droit préférentiel de souscription aux actionnaires de la Société, pour un montant de 55M€, au prix de 85,0€ de valeur nominale émission au pair. Seules 25.161 obligations étaient encore en circulation au 31 décembre 2023 avec un ration de conversion de 1 pour 1. Du fait que ces instruments soient dans la monnaie, le nombre d'actions nouvelles retenues pour cette émission est de 25.161 actions nouvelles.

(c) Nombre d'actions de référence

L'Établissement Présentateur et Garant retient ainsi 5.352.396 actions dans ses travaux de valorisation, dont 4.277.779 actions en circulation au 31 décembre 2023 et 1.074.617 actions nouvelles issues du plan d'actions gratuites et des instruments dilutifs en circulation et dans la

monnaie.

Tableau : Nombre d'action de référence

	31/12/2023
Nombre d'actions composant le capital	4 317 790
Autocontrôle	40 011
Nombre d'actions en circulation	4 277 779
Actions Gratuites	50 250
Emission OCA DPS	25 161
Emission OCA réservée	999 206
Nombre d'actions nouvelles	1 074 617
Nombre d'actions dilué	5 352 396

Source: Société, Portzamparc BNP Paribas.

1.3.3 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres dans la méthode DCF

- (a) Retraitements dette financière brute, conversion des OCA, trésorerie, actifs financiers, provisions et compléments de prix

L'Établissement Présentateur et Garant retient dans le passage de la valeur d'entreprise (VE) à la valeur des capitaux propres (VCP) dans la méthode DCF :

- i. Une dette financière brute au 31 décembre 2023 de 89,8M€, composée d'obligations convertibles en actions avec intérêts capitalisés et d'autres emprunts auprès d'établissements de crédit.
- ii. Un retraitement sur le niveau de dette de 87,1M€ correspondant à la conversion des obligations convertibles en actions au prix de 85€ en tenant compte des intérêts capitalisés et du ratio de conversion correspondant.
- iii. Un montant de 6,0M€ lié aux compléments de prix sur acquisitions passées
- iv. Une position de trésorerie de 322,3M€ au 31 décembre 2023
- v. Des actifs financiers de 2,7M€ (dont mises en équivalence dont La Malle Postale)
- vi. Des provisions pour risques et charges d'un montant de 1,5M€

- (b) Retraitements de la trésorerie non-proprétaire

L'Établissement Présentateur et Garant retraite une partie de la trésorerie au 31 décembre 2023 et qui correspond au montant des acomptes versés par les clients au moment de la réservation (35% du prix total du voyage) détenus dans les comptes de la société jusqu'à 35 jours avant la date du départ effectif des clients (et l'appel de fonds des 65% restants).

Dans des conditions de marché dégradées (comme ce fut le cas durant la période des confinements Covid-19 ou au déclenchement du conflit armé en Ukraine), cette trésorerie a vocation à sortir des comptes du groupe (hors ordonnance particulière prise par les autorités). De plus, cette trésorerie non-proprétaire est en partie nantie sur comptes à terme en contrepartie

de l'obtention de la garantie professionnelle d'agent de voyages.

L'Établissement Présentateur et Garant note également qu'en cas d'annulation du voyage à la demande du client à plus de 35 jours du départ, la majorité de l'acompte lui est restituée (Conditions de vente de la Société).

Enfin, cette politique d'acompte sera soumise à une nouvelle réglementation européenne à partir de l'exercice 2026. Il s'agit de la Directive Européenne modifiant la directive (UE) 2015/2302 qui renforce l'efficacité de la protection des voyageurs (notamment la limite des paiements d'acomptes à 25% du prix des prestations, impossibilité de demander le paiement du solde plus de 28 jours avant le début du forfait).

L'opération de croissance externe Eurofun réalisée 2022 par la Société, avec un flux de trésorerie correspondant positif de 8,9M€, confirme la généralisation de ce retraitement de ressources en fonds de roulement dans les méthodes de valorisation.

L'Établissement Présentateur et Garant retraite de ce fait un montant de 100,5M€ dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

La Société génère toutefois de la valeur pour les apporteurs de capitaux de la Société en plaçant cette trésorerie sur des comptes à terme. L'Établissement Présentateur et Garant valorise par la méthode des flux de trésorerie actualisés et la courbe des taux France (taux un an, forward un an dans un an, forward un an dans deux ans...) le produit financier issu de ce placement de trésorerie. En ressort une valorisation actualisée de 13M€.

(c) Valeur de marché des intérêts minoritaires

Les intérêts minoritaires représentent 21,1M€ au passif au 31 décembre 2023. Ils correspondent notamment aux minoritaires de Voyages sur le Nil, Uniktour et Eurofun (entre autres).

Les minoritaires représentant en moyenne à l'horizon du Plan d'Affaires 5,8% du résultat global, L'Établissement Présentateur et Garant valorise ces minoritaires à une valeur de marché correspondant à 5,8% de la valeur d'entreprise dégagée par la méthode des flux de trésorerie actualisée (à titre principal) soit 26,4M€ ; et à 5,8% de la valeur d'entreprise dégagée dans l'approche par les multiples boursiers de sociétés cotées comparables.

Tableau : Passage de la valeur d'entreprise (VE) à la valeur des capitaux propres (hors intérêts minoritaires)

(en M€)	31/12/2023
Dettes financières	89,8
Dettes convertibles dans la monnaie	(87,1)
Compléments de prix sur acquisitions passées	6,0
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(322,3)
Retraitement trésorerie non-proprétaire	100,5
Dettes financières nettes	(213,0)
Actifs financiers et valorisation des produits de trésorerie non-proprétaire	(16,0)
Provisions	1,6
Passage de la VE à la valeur des capitaux propres	(227,5)

1.4 Evaluation selon les méthodes retenues

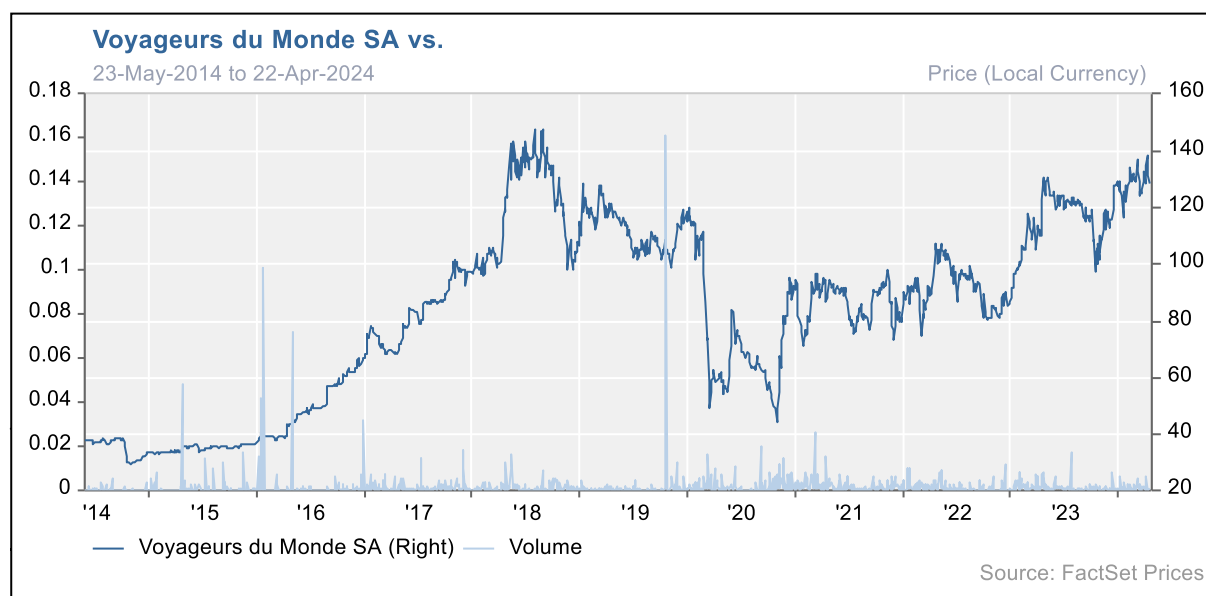
Les méthodes suivantes ont été retenues à titre principal par l'Établissement Présentateur et Garant dans le cadre de l'appréciation du Prix de l'Offre.

1.4.1 Références au cours de bourse (à titre principal)

L'Établissement Présentateur et Garant a réalisé ses travaux d'appréciation du Prix d'Offre par la méthode des cours de bourse au 22 avril 2024, soit le dernier jour de négociation précédant l'annonce par la Société en vue d'une offre publique de rachat d'actions visant les titres de la Société (la « **Date d'Annonce** »).

Le graphique ci-dessous retrace l'évolution du cours de bourse au cours des 10 dernières années précédant la Date d'Annonce.

Graphique : Evolution du cours de bourse sur 10 ans précédant la Date d'Annonce



bourse

Cours de clôture au 22/04/2024	129,00	16,3%
Cours moyen pondéré 20 jours	132,32	13,4%
Cours moyen pondéré 60 jours	130,73	14,7%
Cours moyen pondéré 120 jours	125,63	19,4%
Cours moyen pondéré 240 jours	122,22	22,7%
Plus haut en clôture 12 mois	138,20	8,5%
Plus bas en clôture 12 mois	97,40	54,0%

Source : Euronext

Le Prix de l'Offre fait ainsi ressortir une prime de 14,7% sur la moyenne VWAP 60 jours.

Sur la période 12 mois, le cours de bourse a clôturé au plus haut à 138,2 euros (prime induite de 8,5%) et au plus bas à 97,4 euros (prime induite de 54,0%). Les primes liés aux moyennes VWAP

12 mois, 6 mois et 20 jours s'établissent respectivement à 22,7%, 19,4% et 13,4%.

1.4.2 Evaluation par actualisation de flux de trésorerie – DCF (à titre principal)

Cette méthode consiste à évaluer une entreprise par la somme actualisée des flux de trésorerie d'exploitation après financement des investissements nets et du besoin en fonds de roulement sur une période définie. À l'issue de cette période, une valeur terminale est définie par l'actualisation du flux normatif à l'infini. Chacun des flux est actualisé à un taux équivalent au coût moyen pondéré du capital (le « WACC »). La somme des flux obtenue correspond à la valeur d'entreprise de laquelle il convient de retirer les éléments de passage à la valeur des capitaux propres.

Taux d'actualisation (WACC)

Le WACC retenu est calculé au 23 avril 2024. Le coût des fonds propres est estimé sur la base de la formule du MEDAF (Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers) égal au taux sans risque, auquel est ajouté le bêta du secteur multiplié par la prime de marché actions.

- Le taux sans risque est basé sur la moyenne 12 mois des OAT (Obligations Assimilables au Trésor) françaises d'échéance 10 ans, soit 3,00% (source : Bloomberg en date du 23 avril 2024) ;
- Le bêta du secteur Hôtel/Gaming Europe 2024 s'élevant à 1,02 (source : Damodaran en date du 23 avril 2024 ; la Société est intégrée dans ce calcul de bêta sectoriel) ; et
- La prime de marché action en France est de 7,11%, basée sur la moyenne 12 mois des primes de marché action en France (source : Bloomberg en date du 23 avril 2024) ;

Du fait d'une situation de trésorerie nette excédentaire en historique et à l'horizon du Plan d'Affaires (et ce même après retraitement de la trésorerie non-proprétaire), le WACC retenu est le coût des fonds propres.

Tableau : Calcul du WACC

Taux sans risque	3,00%
Beta du secteur	1,02
Prime de risque	7,11%
Coût des fonds propres	10,25%
WACC	10,25%

Source: Bloomberg, Damodaran, Portzamparc BNP Paribas.

Il est précisé, à titre informatif, que les taux d'actualisation retenus pour les tests de dépréciation des écarts d'acquisition étaient en 2022 de 12,3% pour les entités d'Europe continentale, avec pour les flux un taux de croissance à long terme de 2,0%.

Flux de trésorerie et valeur terminale

Pour établir les flux de trésorerie, l'Établissement Présentateur et Garant a retenu :

- Le Plan d'Affaires 2024-2026 ;
- Ses hypothèses et travaux d'extrapolation sur la période 2027-2028 ; et
- Ses hypothèses de niveaux normatifs.

Sur la période d'extrapolation 2027-2028, l'Établissement Présentateur et Garant a formulé les hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance du chiffre d'affaires pendant la période d'extrapolation qui tend vers 2,0%, également retenu comme taux de croissance à l'infini, cohérent avec le taux de croissance long terme retenu par la Société dans ses tests de dépréciation ;
- Une marge opérationnelle courante qui tend vers un niveau normatif de 6,8% cohérent avec la marge opérationnelle courante moyenne de la Société sur la période du Plan d'affaires et des trois exercices pré Covid-19.
- Des dotations aux amortissements de 1,0% du chiffre d'affaires, en ligne avec le pourcentage du chiffre d'affaires projeté à horizon du Plan d'Affaires ;
- Des investissements de 1,0% du chiffre d'affaires, en ligne avec le niveau de dotations aux amortissements sur notre année normative ;
- Un BFR équivalent à -2,2% du chiffre d'affaires (ressource), en ligne avec le pourcentage du chiffre d'affaires projeté à horizon du Plan d'Affaires ; et
- Un taux d'imposition de 25,6%, taux projeté à horizon du Plan d'Affaires. L'Établissement Présentateur et Garant précise que le taux d'imposition moyen cinq ans sur la période pré Covid-19 2015-2019 est de 30,4%.
- La valeur terminale est calculée par la méthode de la rente actualisée à l'infini à partir du cash-flow disponible normatif, du taux de croissance à l'infini de 2,0% et du WACC. La valeur terminale actualisée représente 65,0% de la valeur de l'entreprise.

Synthèse de l'évaluation par la méthode DCF

Le tableau ci-dessous présente la synthèse des travaux d'évaluation selon la méthode DCF :

Tableau : Valorisation par la méthode DCF

Valeur d'Entreprise (EV) (M€)	464,0
(-) Juste valeur des intérêts minoritaires	26,7
(-) Passage de l'EV à la valeur des capitaux propres (méthode DCF)	-227,5
(=) Capitaux propres (M€)	664,7
Capitaux propres par action (euros)	124,2

Source: Portzamparc BNP Paribas.

Les analyses de sensibilité suivantes ont été réalisées :

+/- 0,25% sur le WACC et +/- 0,25% sur le taux de croissance à l'infini ; et

+/- 0,25% sur la marge EBIT normative et +/- 0,25% sur le taux de croissance à l'infini.

Tableau : Sensibilité du DCF au WACC et au taux de croissance à l'infini

		WACC				
		10,75%	10,50%	10,25%	10,00%	9,75%
Croissance à l'infini	2,50%	123,4	126,0	128,7	131,6	134,6
	2,25%	121,4	123,8	126,4	129,1	132,0
	2,00%	119,5	121,8	124,2	126,8	129,5
	1,75%	117,7	119,9	122,2	124,6	127,2
	1,50%	116,0	118,1	120,2	122,5	125,0

Source : Portzamparc BNP Paribas.

Tableau : Sensibilité du DCF à la marge opérationnelle normative et au taux de croissance à l'infini

		Marge opérationnelle normative				
		6,30%	6,55%	6,8%	7,05%	7,30%
Croissance à l'infini	2,50%	124,1	126,4	128,7	131,0	133,3
	2,25%	121,9	124,2	126,4	128,6	130,8
	2,00%	119,9	122,1	124,2	126,3	128,5
	1,75%	118,0	120,1	122,2	124,2	126,3
	1,50%	116,3	118,2	120,2	122,2	124,2

Source: Portzamparc BNP Paribas.

Le Prix de l'Offre extériorise une prime comprise entre 25,1% sur la borne basse de 119,9 euros et 16,2% sur la borne haute de 129,1 euros.

Les méthodes suivantes ont été retenues à titre secondaire par l'Établissement Présentateur et Garant dans le cadre de l'appréciation du Prix de l'Offre.

1.4.3 Approche par les multiples des sociétés comparables (à titre secondaire)

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

La pertinence de la méthode des comparables boursiers est liée à :

- la nécessité de disposer d'un échantillon de sociétés similaires en termes de profil d'activité, de positionnement, de taille et de rentabilité ;
- la stabilité et la représentativité à long terme des performances opérationnelles de la Société, dans la mesure où cette méthode, à la différence du DCF, est construite sur un horizon plus court.

Nous retenons cette méthode uniquement à titre secondaire car l'échantillon retenu regroupe des groupes de taille sensiblement différente, des profils de rentabilité et de structure financière pas suffisamment homogènes. Le profil d'activité est celui de voyageur au sens large du terme, sans les spécificités de la Société.

Tableau : Présentation de l'Échantillon

Société	Chiffre d'affaires 2024 est. (M€)	Marge EBIT 2024 est.	Description
HelloWorld Travel (HLO-AU)	143	22,0%	HelloWorld Travel Ltd. s'engage dans la vente de produits et services de voyage tant internationaux que domestiques. Elle opère à travers les segments géographiques suivants : Australie ; Nouvelle-Zélande ; Reste du Monde (ROW) ;
Rainbow Tours (RBW-PL)	872	3,6%	Rainbow Tours SA fournit des services d'agence de voyage. Elle opère à travers les segments suivants : Vente de Forfaits de Voyage, Vente de Services Intermédiaires, et Autres. Le segment Vente de Forfaits de Voyage propose des vacances tout compris, des visites touristiques et des circuits de loisirs.
TUI (TUI-GB)	22 814	5,5%	TUI AG se consacre à la fourniture de services de tourisme, d'hôtellerie et de croisière. Elle opère à travers les segments suivants : Hôtels et Resorts, Croisières, et TUI Musement.
Hostelworld Group (HSW-GB)	103	14,8%	Hostelworld Group Plc est une entreprise qui se spécialise dans une plateforme de réservation en ligne axée sur les auberges de jeunesse 2.0, destinée aux jeunes et aux voyageurs indépendants.

Source: Factset, Portzamparc BNP Paribas.

L'Établissement Présentateur et Garant retient la dernière dette nette financière des comparables publiée et auditée et a réalisé les ajustements suivants dans le passage de l'EV aux capitaux propres des sociétés comparables :

- Les participations dans les sociétés mises en équivalence ;
- Les autres actifs financiers non courants ;
- Les provisions non courantes et courantes ;
- Les intérêts minoritaires

L'Établissement Présentateur et Garant a également retraité le montant des acomptes mentionnés dans les rapports annuels respectifs de ces groupes comparables afin d'être cohérent avec le retraitement de trésorerie non-proprétaire effectué pour valoriser la Société. L'Établissement Présentateur et Garant précise toutefois qu'il n'a pas valorisé les produits financiers éventuellement issus de cette trésorerie pour les groupes comparables.

Tableau : Multiples des sociétés de l'échantillon

Sociétés comparables	VE / EBITDA		VE/EBIT	
	FY1	FY2	FY1	FY2
HelloWorld Travel (HLO-AU)	4,5x	3,9x	6,0x	4,9x
Rainbow Tours (RBW-PL)	5,5x	5,3x	6,4x	6,1x
TUI (TUI-GB)	3,0x	2,8x	5,1x	4,6x

Hostelworld Group (HSW-GB)	10,8x	9,4x	15,3x	12,6x
Moyenne	6,0x	5,3x	8,2x	7,1x
Médiane	5,0x	4,6x	6,2x	5,5x

Sources: Portzamparc BNP Paribas, FactSet, rapports financiers des sociétés comparables. Note : Les agrégats des comparables n'ont pas été retraité d'IFRS 16.

Les multiples boursiers ont été appliqués au résultat opérationnel courant 2024 et 2025 de la Société.

L'Établissement Présentateur et Garant retient dans le passage de la valeur d'entreprise (VE) à la valeur des capitaux propres (VCP) dans la méthode des comparables boursiers :

- i. Une dette financière brute au 31 décembre 2023 de 89,8M€, composée d'obligations convertibles en actions avec intérêts capitalisés et d'autres emprunts auprès d'établissements de crédit.
- ii. Un retraitement sur le niveau de dette de 87,1M€ correspondant à la conversion des obligations convertibles en actions au prix de 85€ en tenant compte des intérêts capitalisés et du ratio de conversion correspondant.
- iii. Un montant de 6,0M€ lié aux compléments de prix sur acquisitions passées
- iv. Une position de trésorerie de 322,3M€ au 31 décembre 2023
- v. Des actifs financiers de 2,7M€ (dont mises en équivalence dont La Malle Postale)
- vi. Des provisions pour risques et charges d'un montant de 1,5M€
- vii. Un retraitement de la trésorerie non-proprétaire pour un montant de 100,5M€
- viii. Une valorisation des intérêts minoritaires à 5,8% de la valeur d'entreprise dégagée dans l'approche par les multiples boursiers de sociétés cotées comparables.

Tableau : Passage de la valeur d'entreprise (VE) à la valeur des capitaux propres (hors intérêts minoritaires) pour l'approche par les multiples des sociétés comparables

(en M€)	31/12/2023
Dette financière	89,8
Dette convertible dans la monnaie	(87,1)
Complément de prix sur acquisitions passées	6,0
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(322,3)
Retraitement trésorerie non-proprétaire	100,5
Dette financière nette	(213,0)
Actifs financiers et valorisation des produits de trésorerie non-proprétaire	(2,7)

Provisions	1,6
Passage de la VE à la valeur des capitaux propres	(214,2)

Source: Société, Portzamparc BNP Paribas.

Le tableau ci-dessous présente les résultats obtenus :

Tableau : Valorisation par la méthode des comparables boursiers (moyenne EV/EBITDA)

	2024	2025
Multiple EV / EBITDA moyen	6,0x	5,3x
Valeur d'entreprise (EV) (M€)	377,9	343,6
(-) Passage de l'EV à la valeur des capitaux propres (méthode des comparables) (M€)	(192,4)	(194,4)
Valeur des capitaux propres (M€)	570,4	538,0
Capitaux propres par action (euros)	106,6	100,5

Source: Factset, Portzamparc BNP Paribas.

Tableau : Valorisation par la méthode des comparables boursiers (moyenne EV/EBIT)

	2024	2025
Multiple EV / EBIT moyen	8,2x	7,1x
Valeur d'entreprise (EV) (M€)	456,0	397,5
(-) Passage de l'EV à la valeur des capitaux propres (méthode des comparables) (M€)	(187,9)	(191,3)
Valeur des capitaux propres (M€)	643,9	588,8
Capitaux propres par action (euros)	120,3	110,0

Source: Factset, Portzamparc BNP Paribas.

Le Prix de l'Offre extériorise une prime comprise entre 30,3% et 44,9% par rapport aux valeurs par action de 103,5 euros (moyenne EV/EBITDA 2024-2025) et 115,2 euros (moyenne EV/EBIT 2024-2025) obtenues par la méthode des comparables boursiers.

1.4.4 L'évaluation de la Société par les analystes financiers (à titre indicatif)

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le marché Euronext Growth Paris, sous le code ISIN FR0004045847 et le code mnémonique ALVDM. L'action fait l'objet d'un suivi régulier par quatre analystes financiers. Dans cette méthode d'évaluation, l'Établissement Présentateur et Garant retient les évaluations de la Société présentées par ces quatre analystes financiers.

Tableau : Valorisation de la Société par les différents analystes financiers

Broker	EBIT 2024 est.	% Diff vs Plan d'Affaires	Capitaux propres par action (€)
Gilbert Dupont	58,8	+5,6%	143,0
Oddo BHF	55,0	-1,3%	158,0
TP ICAP	60,4	+8,4%	213,0
ID Midcap	N/A	N/A	130,0
		Plus Haut	213,0
		Plus Bas	130,0
		Moyenne	161,0
		Médiane	150,5

Source: Factset, Portzamparc BNP Paribas.

Les disparités au sein de l'échantillon sont importantes, l'Établissement Présentateur et Garant précise qu'il n'a pas accès au calcul de valorisation détaillé de chacun des analystes, mais les différences de valorisation suggèrent un nombre non uniforme d'actions retenues et/ou des différences dans le retraitement de la trésorerie non-proprétaire. De ce fait, l'Établissement Présentateur et Garant retient la médiane de l'échantillon dans ses travaux.

Le Prix de l'Offre extériorise ainsi une prime nulle sur la médiane des objectifs de cours des analystes financiers.

Les méthodes suivantes ont été retenues à titre indicatif par l'Établissement Présentateur et Garant dans le cadre de l'appréciation du Prix de l'Offre.

1.4.5 Evaluation par actualisation des flux de dividendes futurs (Discounted Dividend Model ou DDM) (à titre indicatif)

Cette méthode consiste à valoriser la Société sur la base des flux de dividendes qui seront versés aux actionnaires dans le futur. Cette méthode a été retenue à titre indicatif dans la mesure où le dividende par action versé par la Société à ses actionnaires en historique n'est pas stable en proportion du résultat net part du groupe, avec notamment une non-distribution durant les exercices Covid-19. Toutefois, le Plan d'affaires intègre une distribution à hauteur de 50% du résultat net pour les exercices 2024, 2025 et 2026 (versés respectivement en 2025, 2026 et 2027). Du fait de l'Offre, la Société intègre une non-distribution au titre de l'exercice 2023.

Le coût des fonds propres retenu est identique à celui présenté dans le cadre de la méthode DCF.

Le calcul de l'actualisation des flux de dividendes futurs s'appuie sur les hypothèses détaillées ci-dessous :

- Le versement du prochain dividende est supposé au 20 juin 2025.
- La valeur terminale est calculée par la méthode de la rente actualisée à l'infini à partir du dividende normatif, du taux de croissance à l'infini de 2,0% et du WACC

Tableau : Projections du dividende par action de l'exercice n distribué en n+1

Année	2023	2024	2025	2026
Dividende	0,0	4,0	3,8	3,9
Dividende Act.	0,0	3,6	3,1	2,9

Source: Portzamparc BNP Paribas

Tableau : Valorisation par la méthode des flux de dividendes futurs

Valeur terminale par action	48,4
i. Valeur terminale actualisée par action	35,6
ii. Somme des flux de dividendes actualisés 2023 – 2026	9,5
Valeur par action (i. + ii.)	45,1

Source: Portzamparc BNP Paribas

Les analyses de sensibilité suivantes ont été réalisées :

+/- 0,25% sur le coût des fonds propres et +/- 0,25% sur le taux de croissance à l'infini

Tableau : Sensibilité du DDM au coût des fonds propres et au taux de croissance à l'infini

		Coût des fonds propres				
		10,75%	10,50%	10,25%	10,00%	9,75%
Croissance à l'infini	2,50%	44,7	46,1	47,6	49,2	50,9
	2,25%	43,6	44,9	46,3	47,8	49,4
	2,00%	42,5	43,8	45,1	46,5	48,0
	1,75%	41,5	42,7	44,0	45,3	46,8
	1,50%	40,6	41,7	42,9	44,2	45,5

Source: Portzamparc BNP Paribas.

Le Prix de l'Offre extériorise une prime comprise entre 251,2% sur la borne basse de 42,7 euros et 213,7% par rapport à la borne haute de 47,8 euros.

1.4.6 Référence à l'Actif Net Comptable (à titre indicatif)

Cette méthode consiste à évaluer une entreprise sur la base de la valeur comptable de ses actifs, qui est égale à la valeur de ses capitaux propres attribuables aux actionnaires de la société (hors intérêts minoritaires). Cette méthode n'est pas appropriée pour évaluer la continuité d'exploitation de la Société et ses perspectives. Cette méthode n'est présentée qu'à titre indicatif. Les capitaux propres consolidés de la Société au 31 décembre 2023 hors intérêts minoritaires s'élèvent à 206,4M€ soit 48,3 euros par action en circulation. Le Prix de l'Offre extériorise ainsi une prime de 210,6% par rapport à l'ANC par action au 31 décembre 2023.

(a) Synthèse générale

Méthode	Prix par action (euros)	Prime (décote) induite par le Prix de l'Offre
---------	-------------------------	---

Méthodes retenues à titre principal		
Cours de bourse		
Cours de clôture au 22/04/2023	129,00	16,3%
Cours moyen pondéré 20 jours	132,32	13,4%
Cours moyen pondéré 60 jours	130,73	14,7%
Cours moyen pondéré 120 jours	125,63	19,4%
Cours moyen pondéré 240 jours	122,22	22,7%
Plus haut en clôture 12 mois	138,20	8,5%
Plus bas en clôture 12 mois	97,40	54,0%
Actualisation des flux de trésorerie		
Borne basse	119,88	25,1%
Central	124,20	20,8%
Borne haute	129,08	16,2%
Méthodes retenues à titre indicatif		
Comparables boursiers		
Moyenne EV/EBITDA	103,54	44,9%
Moyenne EV/EBIT	115,16	30,3%
Evaluation par les analystes financiers suivant la valeur		
Médiane	150,50	-0,3%
Actualisation des dividendes		
Borne basse	42,71	251,2%
Central	45,11	232,5%
Borne haute	47,82	213,7%
Référence à l'Actif Net comptable		
Actif net	48,25	210,6%

4. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

(La pagination indiquées dans le plan du rapport de l'expert sont celles de son rapport et non celles de la note d'information).

Voyageurs du Monde

Rapport de l'expert indépendant dans le cadre de l'Offre Publique de Rachat d'Actions visant les actions de la société Voyageurs du Monde

Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles et du Centre
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France
SAS au capital de 525 200 € - RCS Nanterre B 413 817 743 - Siret 413 817 743 00078 - TVA intracommunautaire FR 02 413 817 743

Crowe HAF est membre de Crowe Global, association de droit Suisse (« verein »). Chaque membre de Crowe Global est une entité juridique distincte et indépendante. Crowe HAF et ses affiliés ne sont pas responsables des actes ou omissions de Crowe Global ou de tout autre membre de Crowe Global. Crowe Global ne fournit aucun service professionnel et n'a pas de participation ou de lien capitalistique dans Crowe HAF.

© 2024 Crowe HAF

SOMMAIRE

1 -	Présentation de l'opération et du contexte	45
1.1 -	Présentation des parties concernées par l'opération	45
1.1.1 -	Présentation de la société objet de l'Offre	45
1.1.1.1 -	Activité de Voyageurs du Monde	45
1.1.1.2 -	Historique de Voyageurs du Monde	46
1.1.1.3 -	Actionnariat de Voyageurs du Monde	47
1.1.1.4 -	Description du marché des agences de voyage	47
1.1.1.5 -	Comptes consolidés de Voyageurs du Monde	50
1.1.1.6 -	Performance financière historique	50
1.1.1.7 -	Equilibre bilanciel et trésorerie	56
1.2 -	Contexte et opération envisagée	60
1.2.1 -	Contexte et motifs de l'offre	60
1.2.2 -	Termes de l'Offre	60
2 -	Présentation de l'expert indépendant	62
2.1 -	Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global	62
2.1.1 -	Présentation générale	62
2.1.2 -	Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »	62
2.2 -	Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois	63
2.3 -	Déclaration d'indépendance	64
2.4 -	Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers	64
2.5 -	Rémunération	64
2.6 -	Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante	64
2.6.1 -	Programme de travail	64
2.6.2 -	Calendrier de l'étude	66
2.6.3 -	Liste des personnes rencontrées	66
2.6.4 -	Informations utilisées	67
2.6.5 -	Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante	67
3 -	Éléments d'appréciation du prix d'Offre	69
3.1 -	Données structurant l'évaluation	69
3.1.1 -	Structure du capital et nombre d'actions	69
3.1.2 -	Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	70

3.1.3 -	Plan d'affaires	71
3.1.3.1 -	Construction et approbation	71
3.1.3.2 -	Périmètre du plan d'affaires et horizon	71
3.1.3.3 -	Tests de dépréciation (impairment tests)	72
3.2 -	Méthodes d'évaluation écartées	72
3.2.1 -	Référence à l'actif net comptable (ANC)	72
3.2.2 -	Méthode de l'actif net réévalué (ANR)	72
3.2.3 -	Méthode des transactions comparables	73
3.2.4 -	Méthode d'actualisation des dividendes futurs	73
3.3 -	Méthodes d'évaluation retenues	73
3.3.1 -	Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (retenue à titre principal)	74
3.3.1.1 -	Définition de la méthode	74
3.3.1.2 -	Analyse du plan d'affaires de Voyageurs du Monde	74
3.3.1.3 -	Détermination des flux de trésorerie nets disponibles	77
3.3.1.4 -	Détermination du taux d'actualisation	78
3.3.1.5 -	Calcul de la valeur terminale	78
3.3.1.6 -	Résultats chiffrés	79
3.3.1.7 -	Analyse de sensibilité	79
3.3.2 -	Référence au cours de bourse (retenue à titre principal)	80
3.3.2.1 -	Analyse de la liquidité du cours de bourse	80
3.3.2.2 -	Analyse du cours de bourse	81
3.3.2.3 -	Calcul des différentes moyennes de cours de bourse	82
3.3.3 -	Méthode des comparables boursiers (retenue à titre secondaire)	83
3.3.3.1 -	Echantillon des sociétés comparables retenues	83
3.3.3.2 -	Analyse des comparables boursiers	85
3.3.3.3 -	Multiples obtenus et choix des multiples	86
3.3.3.4 -	Retraitement sur l'agrégat (EBIT)	87
3.3.3.5 -	Application de la méthode	87
3.3.3.6 -	Résultats	88
3.4 -	Références d'évaluation présentées à titre indicatif	89
3.4.1 -	Référence aux notes d'analystes	89
4 -	Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'Etablissement Présentateur	90
4.1 -	Méthodes d'évaluation écartées :	90
4.2 -	Méthodes d'évaluations retenues :	90
4.2.1 -	Référence au cours de bourse	90

4.2.2 -	Méthode des flux de trésorerie actualisés	91
4.2.2.1 -	<i>Différences avec le taux d'actualisation de la banque présentatrice</i>	92
4.2.2.2 -	<i>Horizon et prévisions du plan d'affaires sur la période explicite, flux normatif et valeur terminale</i>	92
4.2.2.3 -	<i>Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres</i>	93
4.2.2.4 -	<i>Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés</i>	93
4.2.3 -	Méthode des comparables boursiers	94
4.2.3.1 -	<i>Choix de l'échantillon</i>	94
4.2.3.2 -	<i>Choix des multiples et méthodologie</i>	94
4.2.3.3 -	<i>Conclusion sur la méthode des comparables boursiers</i>	95
4.2.4 -	Référence à l'actif net comptable	95
4.2.5 -	Méthode de l'actualisation des flux de dividendes futurs	95
4.2.6 -	Référence aux notes d'analystes	96
5 -	Analyse des opérations liées à l'Offre	97
6 -	Analyse des observations écrites d'actionnaires	98
6.1 -	<i>Présentation des arguments développés dans les observations</i>	98
6.2 -	<i>Analyse et appréciation des observations</i>	98
7 -	Conclusion sur le caractère équitable du prix offert	99
Annexe 1 :	Lettre de mission	100

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet Crowe HAF, membre de Crowe Global, a été désigné par le Conseil d'Administration de la société Voyageurs du Monde SA le 8 avril 2024 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique de Rachat d'Actions (OPRA).

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RACHAT D' ACTIONS VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE VOYAGEURS DU MONDE

Dans le cadre de l'Offre Publique de Rachat d'Actions (ci-après « l'Offre » ou « l'OPRA ») portant sur les actions de la société Voyageurs du Monde SA (ci-après « Voyageurs du Monde », ou le « Groupe »), nous avons été nommés le 8 avril 2024 par le Conseil d'Administration du Groupe comme expert indépendant pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre.

Notre désignation a été effectuée, ainsi qu'indiqué dans la note d'information relatif à l'Offre, en application de l'article 261-1 I 3° du règlement général de l'AMF en raison de conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil d'Administration du Groupe de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du Conseil, les actionnaires de référence contrôlant le Groupe au sens de l'article L.233.3 du Code de commerce n'apportant pas à hauteur de leur quote-part de détention leurs titres à l'offre publique de rachat lancée par le Groupe sur ses propres titres. Cette nomination a été faite sous la condition de la non-opposition de l'Autorité des Marchés financiers, conformément aux dispositions de l'article 261-1-1, I du Règlement général de l'AMF. Le 12 avril 2024, l'AMF a signifié au Groupe ne pas s'opposer à cette désignation.

Le prix proposé aux actionnaires de Voyageurs du Monde dans le cadre de l'Offre s'établit à 150,0€ par action.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF, ces instructions et ces recommandations ayant été modifiées le 10 février 2020. Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par Voyageurs du Monde, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Présentation de l'opération et du contexte
2. Présentation de l'expert indépendant
3. Eléments d'appréciation du prix d'Offre
4. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'Etablissement Présentateur
5. Analyse des opérations liées à l'Offre
6. Analyse des observations écrites d'actionnaires
7. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

1 - Présentation de l'opération et du contexte

1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération

1.1.1 - Présentation de la société objet de l'Offre

La société Voyageurs du Monde est une société anonyme à Conseil d'Administration dont le siège social est situé au 55, rue Sainte Anne, 75002 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris, sous le numéro 315 459 016, et dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Growth Paris sous le code ISIN FR0004045847.

1.1.1.1 - Activité de Voyageurs du Monde

Créée en 1979 par Claude Salière, sous le nom de Carrefour des Voyages, Voyageurs du Monde est un voyageur (tour-opérateur) français, spécialiste du voyage sur mesure individuel et du voyage d'aventure. Le Groupe conçoit et vend des voyages itinérants organisés, avec une proposition de service à forte valeur ajoutée (positionnement *premium*). Son activité s'organise autour de deux principaux segments :

- Voyages sur Mesure (56% du chiffre d'affaires 2023), offrant un service d'élaboration de voyages individuels personnalisés. Ce segment compte notamment les marques suivantes :
 - o Voyageurs du Monde, offrant un voyage sur mesure personnalisé « clefs en main » à haute valeur ajoutée (prise en charge complète, depuis les réservations d'hébergements et transports aux services de conciergerie, réservation de restaurants et activités, coupes-files...) ;
 - o Comptoir des Voyages, proposant des voyages immersifs facilités par des outils (application Luciole permettant de géolocaliser les lieux d'intérêt) et services (*Welcome Hosts* francophones, vivant sur place, visant à faire participer le client à la vie locale).
Le segment compte également d'autres marques comme Bynativ (mise en relation de clients avec des agences locales), Original Travel (en Angleterre) et Extraordinary Journeys (aux Etats-Unis) ;
- Circuits d'Aventure (44% du chiffre d'affaires 2023), élaborant des voyages pour l'essentiel à pied ou à vélo, lents et immersifs, permettant le contact avec la population locale, avec notamment une offre :
 - o de treks et randonnées, liées aux marques Terres d'Aventure (leader du marché français), Allibert Trekking (créneau plus sportif), Nomade Aventure, KE Adventure Travel (en Angleterre) ;
 - o de voyages à vélos, assurés par les marques Loire Valley Travel, EuroFun Touristik, SE Tours (en Autriche), Radweg Raisen, et Ruckenwind Reisen (en Allemagne).

La dynamique du Groupe depuis sa création s'appuie sur une évolution à la fois par croissance organique et externe de l'activité, avec douze acquisitions réalisées sur la période 2001-2018.

La croissance s'est dernièrement vue confortée par les opérations de croissance externe réalisées en 2022, avec l'acquisition d'Eurofun Group en Autriche, leader européen du voyage à vélo, d'Extraordinary Journeys, spécialiste américain du voyage sur mesure à destination de l'Afrique, et de Pedestria en France, concevant des circuits de randonnée originaux en France, en Espagne et en Italie.

A la suite de ces opérations, la part du chiffre d'affaires réalisé à l'international s'élevait en 2022 à 32%. Voyageurs du Monde témoigne aujourd'hui d'une implantation diversifiée (France, Belgique, Suisse, Canada, Angleterre, Etats-Unis, Allemagne, Autriche), et propose par ailleurs une offre de voyages dans plus de 120 pays du monde. Au sein de son réseau international, Voyageurs du Monde employait plus de 1.500 collaborateurs en 2023.

1.1.1.2 - Historique de Voyageurs du Monde

En 1979, la société Carrefour des Voyages, qui deviendra par la suite Voyageurs du Monde, est créée par Claude Salière, Jean Tisne et Jean-Marc Rivière. En 1987, le voyageur Déserts est fondé par Jean Didier Grumbach et Hervé Saliou.

En 1992, Jean-François Rial et Alain Capestan achètent dans un premier temps la société Déserts, alors en difficultés financières. Ils complètent leur investissement en acquérant l'année suivante un autre voyageur, Comptoir d'Islande, puis en reprenant la même année une marque de voyageur, Comptoir des Voyages. Une agence de 1800m², portant le nom de Cité des Voyageurs, est ouverte à Paris en 1994. Dans un second temps, en 1996, ils rachètent Voyageurs du Monde, considéré comme une enseigne « ethno-chic » commercialisant alors des vols secs.

De nouveaux associés, Lionel Habasque, Frédéric Moulin et Loïc Minvielle, viennent progressivement rejoindre Jean-François Rial et Alain Capestan.

Au début des années 2000, le Groupe choisit de diversifier son activité historiquement « sur mesure » en se tournant également vers un tourisme durable et responsable, plus lent et immersif, par le biais du voyage d'aventure (majoritairement à pied, en trekking et randonnée). En 2001, le groupe poursuit ainsi son développement par l'acquisition de Terres d'Aventure, puis, en 2005, de Nomade Aventure.

En 2006, Voyageurs du Monde franchit un nouveau cap avec son introduction en bourse sur le marché Alternext d'Euronext Paris (aujourd'hui Euronext Growth). Il poursuit par la suite sa stratégie de croissance externe (sept acquisitions réalisées sur la période 2007-2015).

En 2017, le Groupe accélère son expansion à l'international par l'acquisition du voyageur Original Travel, ainsi que KE Adventure Travel, spécialistes anglais du voyage sur mesure et d'aventure respectivement.

L'année 2020, avec l'impact de la crise sanitaire, est porteuse d'un contexte plus difficile pour le Groupe, avec une diminution d'environ 75% de l'activité par rapport à 2019. L'activité pour l'année 2021 se maintient à un niveau inférieur à celle de 2019 de près de 70%.

Le Groupe parvient à normaliser son activité en 2022 en retrouvant son niveau d'avant-crise, grâce à l'impact favorable de la croissance externe, avec l'acquisition d'Eurofun Group en Autriche, d'Extraordinary Journeys aux Etats-Unis, et de Pedestria en France (cf §1.1.1.1). La première acquisition matérialise un positionnement renforcé du Groupe sur le voyage à vélos, qui devient un sous-segment majeur des Circuits d'Aventure.

1.1.1.3 - Actionnariat de Voyageurs du Monde

Au 31 mai 2024, l'actionnariat de Voyageurs du Monde se présente comme suit :

Voyageurs du Monde - Détail des actions composant le capital au 31 mai 2024				
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Avantage	2 979 145	69,0%	5 535 626	79,4%
Fondateurs associés d'Avantage	21 168	0,5%	26 780	0,4%
Total Avantage + Fondateurs	3 000 313	69,5%	5 562 406	79,8%
Salariés (incluant FCPE)	29 542	0,7%	49 016	0,7%
Actions autodétenues (contrat de liquidité)	1 367	0,0%	1 367	0,0%
Actions autodétenues (contrat PRA en vue annulation)	38 598	0,9%	38 598	0,6%
Flottant (incluant conversion obligations publiques)	1 249 511	28,9%	1 322 388	19,0%
Total Flottant / Salariés / Autodétention	1 319 018	30,5%	1 411 369	20,2%
Total des actions	4 319 331	100,0%	6 973 775	100,0%

Source : Note d'information de Voyageurs du Monde

1.1.1.4 - Description du marché des agences de voyage

Une agence de voyages, au sens large, propose des prestations touristiques relatives à l'organisation ou la vente de :

- voyages ou de séjours individuels ou collectifs ;
- services pouvant être fournis à l'occasion de voyages ou de séjours tels que la délivrance de titres de transport, la réservation de chambres d'hôtel, etc. ;
- services liés à l'accueil touristique (organisation de visites de musées ou de monuments historiques, etc.) ;
- forfaits touristiques.

Le segment s'étant fortement diversifié au cours des deux dernières décennies, et notamment à l'occasion de l'émergence d'Internet, nous procéderons ci-après à une analyse plus fine des typologies d'acteurs sur le secteur.

1.1.1.4.1 - Les acteurs du marché du tourisme et des agences de voyage

Le segment des agences de voyage au sens large peut être divisé en trois grandes activités :

- les Agences réceptives, dont l'offre comprend l'accueil et la prise en charge des visiteurs sur le territoire national et la conception de produits touristiques, excursions ou séjours, pour l'accueil des clients des agences de voyages française et étrangères. La plupart de ces agences sont contrôlées par des tour-opérateurs étrangers ;
- les Producteurs-Distributeurs, incluant les tour-opérateurs (aussi dits voyagistes), dont l'activité réside dans la conception et l'élaboration des voyages (circuits et prestations complémentaires en groupe, accompagné, ou en individuel). Les tour-opérateurs de la catégorie Producteurs-Distributeurs réalisent également la commercialisation des produits via des agences tierces ou des réseaux en propre. Ils possèdent souvent leurs propres hôtels et compagnies de transport. Les principaux tour-opérateurs sont par exemple Tui AG (Allemagne), Flight Centre Travel Group (Australie) ou encore H.I.S (Japon). Il convient de noter que des acteurs comme Tui AG tendent à se diversifier pour offrir également des produits touristiques en tant qu'agence de voyage traditionnelle ; et
- les Distributeurs purs, catégorie au sein de laquelle s'inscrivent les agences de voyage, qui offrent des missions de conseils, d'expertise et de garantie auprès des consommateurs, la vente de billetterie, d'hébergements, de locations de voiture, de forfaits et de voyages à la carte dans les agences de voyage ou via leur site en ligne.

Voyageurs du Monde, bien qu'exerçant une activité de producteurs-distributeurs en se définissant fondamentalement comme un tour-opérateur (voyagiste), se positionne à l'intersection entre le tour-opérateur (Producteur-Distributeur) et l'agence de voyage traditionnelle (Distributeur). En effet, le tour-opérateur se distingue par la prise en charge de la conception et de l'organisation de l'entièreté du voyage, en détenant souvent ses actifs, tandis que les agences de voyage assemblent des « packages » (transport, hébergement, activités), sans détenir leurs actifs en propre. À ce titre, Voyageurs du Monde, en tant que concepteur de voyages sur mesure avec un haut niveau de service, mais ne détenant pas d'actifs significatifs en propre, se situe entre ces deux modèles économiques.

L'écosystème des agences de voyage au sens large se complète grâce aux contributions des fournisseurs (transporteurs, chaînes hôtelières, agences de location de véhicules) ainsi que des GDS (*Global Distribution System* ou système de réservation centralisé) qui agissent en tant qu'intermédiaires entre les prestataires de services, les tour-opérateurs et les revendeurs finaux. Les GDS correspondent à des moteurs de réservation offrant aux agences un accès informatique aux offres des prestataires de services référencés (Amadeus (Espagne), Sabre (États-Unis) et les filiales de l'Américain Travelport (Galileo et Worldspan)). Les agences de voyage et tour-opérateurs, à l'instar de Voyageurs du Monde, ont recours aux services de ces fournisseurs et GDS, venant s'insérer dans le calcul de la marge brute.

La distribution de l'offre touristique s'appuie sur deux principaux canaux :

- les agences physiques : elles présentent des caractéristiques différentes pour chaque typologie d'agences, qui peuvent être des agences indépendantes sans enseigne (de plus en plus rare, sauf celles positionnées sur une niche), des réseaux volontaires, des réseaux intégrés ou en franchise (spécialistes du voyage d'affaires, principaux réseaux de tour-opérateurs) ou des contrats d'enseigne.
- les agences en ligne (OTA) : l'évolution des habitudes de consommation a été accompagnée par la montée en puissance des *Online Travel Agencies* (OTA). Au cours des années 2000, une myriade de sites internet a vu le jour, offrant aux particuliers la possibilité de réserver les différentes composantes de leur voyage (ou leur voyage entier) sur ces plateformes. Les consommateurs sont ainsi devenus leurs propres tour-opérateurs, avec à la clé une plus grande visibilité sur les prix et l'accès à une offre extrêmement vaste. Aujourd'hui, de multiples sites OTA, ainsi que des comparateurs de prix, se partagent le marché de la distribution en ligne. Parmi les OTA les plus importantes, on retrouve essentiellement Booking Holdings (Etats-Unis), détenant notamment la plateforme Booking.com, le groupe Expedia (Etats-Unis) ou encore la société eDreams ODIGEO (Espagne).

Le Groupe se positionne dans la catégorie des agences physiques, mais présente un modèle de distribution mixte, ayant à la fois investi le territoire national par le biais de nombreuses agences physiques avec son propre réseau intégré, tout en ayant développé une forte présence *Online*.

1.1.1.4.2 - Le paysage concurrentiel du segment et ses évolutions récentes

Le secteur des agences de voyages est hautement concurrentiel. La multiplication des solutions de réservation en ligne, ou e-tourisme (vols, hébergements, activités, etc.) permet aux voyageurs de planifier leurs déplacements de manière autonome, tandis que l'entrée de nouveaux acteurs tels que Google, Amazon ou Airbnb a profondément remodelé le paysage concurrentiel du secteur français des agences de voyages. Désormais, les consommateurs peuvent plus facilement organiser leurs voyages eux-mêmes grâce aux nombreux comparateurs d'offres en ligne. Pour rester compétitifs, les réseaux traditionnels cherchent à s'élargir par croissance externe et en renforçant leurs liens avec les Tours Opérateurs, tandis que les OTA se concentrent principalement sur une offre très diversifiée avec un niveau d'accompagnement client minimal.

Désormais, les principaux acteurs et concurrents peuvent se répartir comme suit :

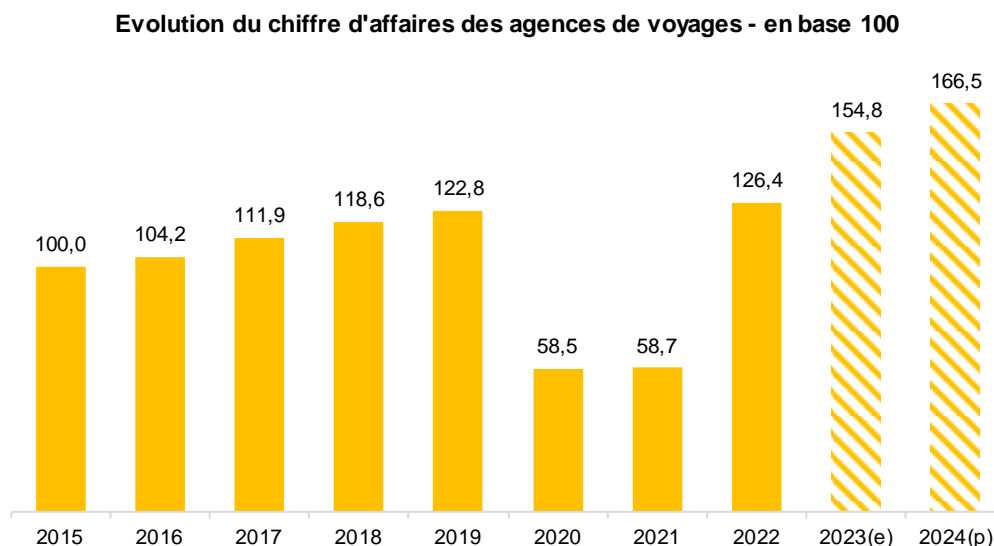
- Les agences de voyages traditionnelles (affiliées ou non à un réseau), telles que TourCom, Selectour ou Manor ;
- Les agences de voyages de GSA (General Sales Agent), comme Lidl Voyages, Leclerc Voyages, Auchan Voyage, etc. ;
- Les agences de voyages en ligne (OTA) incluant des sociétés comme Booking, Expedia, eDreams ODIGEO... ; et
- Les comparateurs en ligne tels que Liligo, Google, Easyvoyages etc.

Voyageurs du Monde se positionnant (i) sur un créneau de conception de voyages sur-mesure, à la différence de simples packages proposés par les agences traditionnelles, et (ii) sur une gamme *premium* à haut niveau de services, avec un panier moyen par client pouvant avoisiner 6000€ sur certaines marques, la pression concurrentielle induite par le *e-tourisme* reste contenue.

Le paysage concurrentiel du Groupe reste néanmoins étoffé, avec des acteurs tels qu'Evaneos, Kuoni, ou encore, sur un segment différent (*packages* et non sur-mesure), Club Med. D'autre part, dans un secteur de plus en plus concurrentiel, de nombreuses agences de voyages cherchent à se différencier en procédant à une montée en gamme de leur offre. Elles élargissent leur offre avec davantage de destinations lointaines, renforcent les services et la relation client (conseil personnalisé, mise en contact avec des experts par pays, etc.) et répondent aux exigences croissantes des voyageurs en termes de personnalisation.

1.1.1.4.3 - La dynamique d'activité des agences de voyage

L'évolution du chiffre d'affaires des agences de voyage sur la période 2015-2024^e est présentée ci-après :



Source : Xerfi, analyse Crowe HAF

(e) : Estimé

(p) : Prévisions

L'activité des agences de voyages a progressé à un rythme supérieur à 5,3% par an entre 2015 et 2019, profitant de l'amélioration du climat économique mondial, de l'augmentation des déplacements d'affaires et des séjours de loisirs chez les particuliers.

Depuis 2020, la crise sanitaire a entraîné un effondrement de l'activité des agences de voyages, qui est demeurée à un niveau particulièrement bas en 2021. Ce n'est qu'à la fin de l'année 2022 que l'activité des agences de voyages a retrouvé ses niveaux pré-pandémiques.

En 2022, les agences de voyages ont enregistré une augmentation significative de leur chiffre d'affaires (+116% au niveau sectoriel), dépassant ainsi leur valeur de 2019. Outre une reprise vigoureuse de la demande (bien que partielle), les agences de voyages sont également restées ouvertes toute l'année (une première depuis 2019). Cependant, c'est principalement l'explosion des prix à la consommation des séjours touristiques (+23%) qui a fait bondir l'indicateur. Le e-tourisme en France a également connu une hausse, générant 30,7mds€ (+17% par rapport à 2019), une dynamique surtout favorable aux OTA.

En 2023, les commandes adressées aux agences de voyages ont progressé, faisant augmenter les revenus des agences de 23%. Portées par le « *revenge travel* » et marquées par trois années de restrictions de déplacement, les Français ont privilégié leurs dépenses de loisirs malgré la crise du pouvoir d'achat. Comparativement à 2022, un plus grand nombre de Français ont opté pour des séjours à l'étranger durant leurs vacances, mobilisant ainsi davantage les agences de voyages que les séjours nationaux.

Le chiffre d'affaires des agences de voyages devrait poursuivre sa progression en 2024, avec une prévision d'augmentation d'environ 7%. La demande en prestations de voyages est soutenue par le tourisme d'affaires et les voyages à l'étranger des Français. Enfin, les prix des forfaits augmenteront en raison de nouvelles revalorisations des tarifs des billets de transport et des chambres d'hôtel, ainsi que de la montée en gamme des séjours proposés par les agences.

Le taux de rentabilité (EBE) des agences de voyages a reculé après l'envolée enregistrée en 2021, en raison des nombreuses aides de l'État. Cependant, Xerfi prévoit des marges d'exploitation supérieures à leur niveau pré-pandémique en 2024, soutenues par deux phénomènes :

- de nouvelles hausses de prix des séjours pour éviter une envolée des charges externes face aux fortes augmentations tarifaires pratiquées par les fournisseurs, et
- une bonne maîtrise des frais de personnel malgré les nécessaires revalorisations salariales pour préserver le pouvoir d'achat des conseillers et attirer des profils plus experts.

Ainsi, le marché est encore en phase de *ramp-up* et devrait se stabiliser à horizon 2025, en atteignant des niveaux de marges supérieurs à ceux observés pré-COVID.

1.1.1.5 - Comptes consolidés de Voyageurs du Monde

Le périmètre de consolidation du groupe Voyageurs du Monde, dont la société tête de groupe est Voyageurs du Monde SA, comprend 48 sociétés au 31 décembre 2023 (hors Voyageurs du Monde SA). Le périmètre de consolidation comprend des sociétés majoritairement consolidées par la méthode de l'intégration globale (47) ainsi qu'une société intégrée par la méthode de la mise en équivalence.

Les comptes consolidés du Groupe Voyageurs du Monde sont établis conformément aux dispositions du règlement ANC 2020-01, et ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2023.

Les travaux de valorisation que nous avons réalisés et qui sont présentés dans ce rapport sont basés sur des états financiers historiques communiqués.

1.1.1.6 - Performance financière historique

Le Groupe clôture ses comptes annuels au 31 décembre. Le compte de résultat synthétique des trois derniers exercices se présente comme suit :

Voyageurs du Monde - Compte de résultat

En m€	FY21	FY22	FY23
Chiffre d'affaires total	151,7	497,3	693,6
<i>Croissance (%)</i>	<i>n.d</i>	227,8%	39,5%
Coûts des prestations vendues	-104,6	-338,6	-474,1
<i>En % du CA</i>	69,0%	68,1%	68,4%
Marge brute	47,1	158,7	219,5
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	31,0%	31,9%	31,6%
Autres produits d'exploitation	10,8	3,9	2,4
Services extérieurs	-15,5	-30,8	-43,7
Charges de personnel	-33,2	-78,0	-110,0
Autres charges d'exploitation	-0,2	-0,6	-1,4
Impôts taxes	-1,3	-1,7	-2,0
EBITDA	7,8	51,4	64,7
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	5,2%	10,3%	9,3%
Dotations nettes aux amortissements et provisions	-3,8	-4,4	-7,0
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	-2,5%	-0,9%	-1,0%
Résultat d'exploitation avant dotations liées aux écarts d'acquisition	4,1	47,0	57,7
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	2,7%	9,4%	8,3%
Dotations aux amortissements et dépréciations des écarts d'acquisition	-3,0	-1,0	0
Résultat d'exploitation après dotations liées aux écarts d'acquisition	1,1	46,0	57,7
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	0,7%	9,2%	8,3%
Résultat financier	-3,0	-3,0	5,3
Résultat exceptionnel	2,1	0,1	-0,7
Impôt sur le résultat	-0,6	-9,7	-15,4
Résultat net des entreprises intégrées	-0,4	33,4	46,9
Quote-part dans les résultats MEE	0,0	0,0	0,0
Résultat net	-0,4	33,4	46,9
<i>dont :</i>			
<i>Part du Groupe</i>	-0,3	29,9	44,1
<i>Part des minoritaires</i>	0,0	3,5	2,82

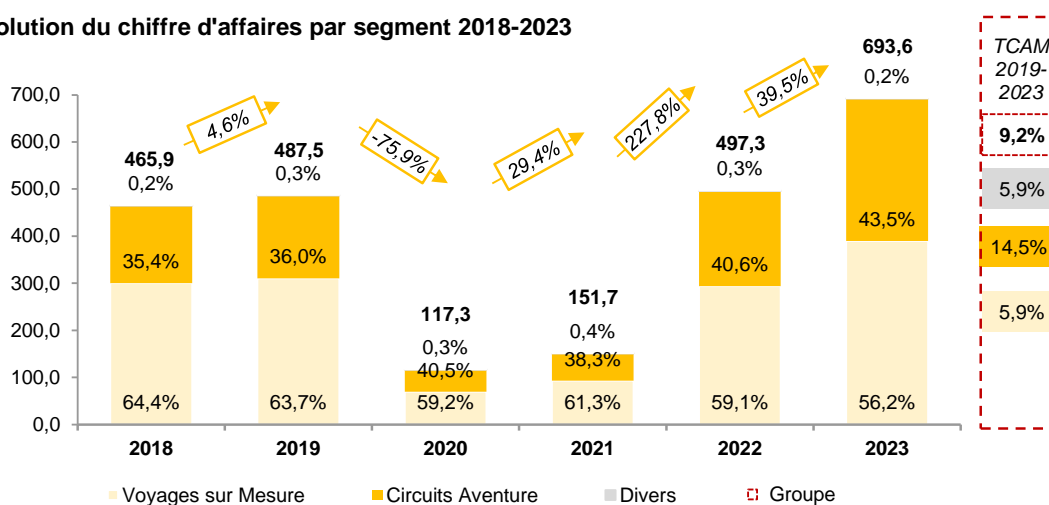
Source : Comptes consolidés au 31 décembre, 2021, 2022 et 2023 de Voyageurs du Monde

Charges en % du chiffre d'affaires			
Chiffre d'affaires	151,7	497,3	693,6
Autres produits d'exploitation	7,1%	0,8%	0,3%
Services extérieurs	-10,2%	-6,2%	-6,3%
Charges de personnel	-21,9%	-15,7%	-15,9%
Autres charges d'exploitation	-0,1%	-0,1%	-0,2%
Impôts taxes	-0,8%	-0,3%	-0,3%
Dotations nettes aux amortissements d'exploitation (net)	-2,6%	-1,0%	-0,9%
Dotations aux provisions d'exploitation (nettes des reprises)	0,1%	0,1%	-0,1%
Dotations aux amortissements et dépréciations des écarts d'acquisition	-2,0%	-0,2%	0,0%

Chiffre d'affaires

Entre 2019 et 2023, le chiffre d'affaires de Voyageurs du Monde extériorise un taux de croissance annuel moyen (TCAM) s'établissant à 9,2% sur la période, et un TCAM de croissance organique de 5,1%.

Evolution du chiffre d'affaires par segment 2018-2023



En 2019, le chiffre d'affaires s'établit à 487,5m€, la performance par rapport à 2018 (+4,6%) s'inscrivant dans le cadre d'un environnement social peu favorable en France (mouvement social), avec néanmoins la contribution favorable d'une reprise touristique dans les pays du Moyen-Orient qui s'est vue confirmée.

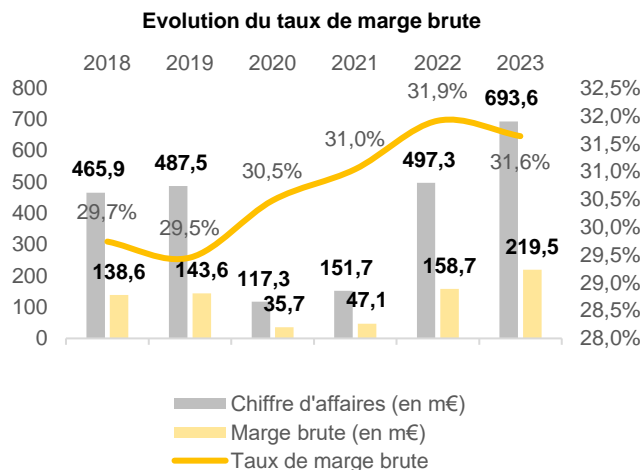
En 2020, le chiffre d'affaires a connu une forte décroissance du fait de l'impact de la Covid-19, avec notamment un revenu s'établissant à moins du quart de son niveau de 2019, soit 117,3m€. Ce niveau détérioré se maintient en 2021 (151,7m€), bien que certaines destinations disponibles en été ainsi que les départs assurés sur la fin de l'année aient permis une progression de 29,4% par rapport à 2020.

En 2022, le chiffre d'affaires retrouve son niveau d'avant-crise, s'établissant à 497,3m€ (+2% par rapport à 2019). A périmètre constant (hors acquisitions d'Eurofun Group en Autriche, d'Extraordinary Journeys aux Etats-Unis et de Pedestria en France), le revenu s'inscrit en baisse de 12% par rapport à 2019, du fait d'un premier semestre 2022 encore lourdement impacté par la crise sanitaire : le voyage sur mesure est resté en léger repli (-9,3%) tandis que le voyage d'aventure recule de 18%.

En 2023, le chiffre d'affaires s'inscrit en hausse notable de 39,5% par rapport à 2022, dans un contexte de forte reprise de l'activité, avec une dynamique similaire pour le Sur Mesure et le Voyage d'Aventure. Compte tenu de faibles départs au premier semestre 2022, l'année 2019 constitue davantage une base de référence, avec une évolution à périmètre historique du chiffre d'affaires de +16,5% au regard du 2019. Outre cet effet de base, l'intégration en année pleine des opérations de croissance externe réalisées en 2022 (contribution importante du nouvel axe de croissance Vélos notamment, à +87% de chiffre d'affaires par rapport à 2022), ainsi que le phénomène de « *revenge travel* » observé en 2023, ont été constitutifs d'une croissance forte. La clientèle du Groupe se trouvait ainsi en capacité, dès le retour à la normale post-Covid, de compenser les voyages n'ayant pas pu être réalisés pendant la période de pandémie en voyageant davantage et en y consacrant un budget plus élevé, et ce malgré l'inflation constatée en 2023 (billets d'avion en particulier).

La marge brute

L'évolution de la marge brute historique de Voyageurs du Monde sur la période 2018-2023 est présentée ci-dessous :



La marge brute est calculée par différence entre le chiffre d'affaires et l'ensemble des charges directes (coût d'achat des prestations voyage, commissions versées aux intermédiaires éventuels et charges de personnel des guides).

Les exercices 2018 et 2019 se caractérisent par une relative stabilité de la marge brute, qui évolue de 29,7% à 29,5% du chiffre d'affaires.

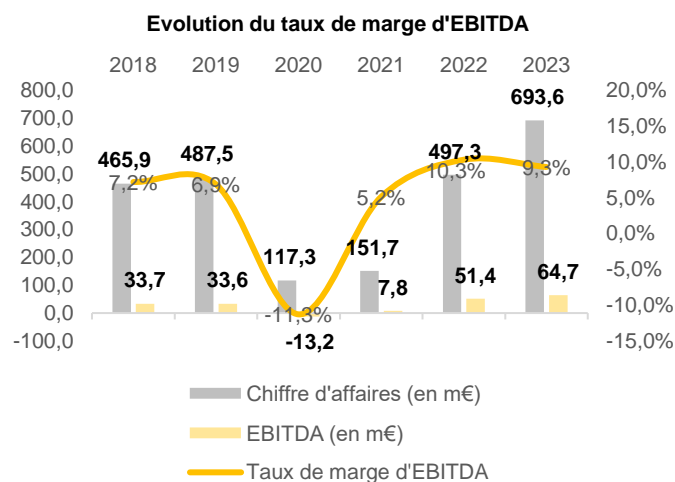
En 2020, dans le contexte de crise sanitaire liée à la Covid-19, la marge brute diminue sensiblement en valeur absolue, s'établissant à 35,7m€ (143,6m€ en 2019). Elle extériorise néanmoins une baisse moindre par rapport à celle du chiffre d'affaires, permettant une hausse de la marge à 30,5%, qui se poursuit l'année suivante (31,0%), liée à un effet volume et un effet prix. D'autre part, les frais d'annulation liés à la période de crise sanitaire ont mécaniquement amélioré les marges.

En 2022, la sortie progressive du contexte de la Covid-19 ainsi que la souscription accrue à des polices d'assurance dans un contexte encore incertain occasionnent une progression de la marge brute en valeur absolue comme relative par rapport à 2019, avec une valeur 2021 de 158,7m€ (contre 143,6m€ en 2019) soit 31,9% du chiffre d'affaires (contre 29,5% en 2019).

En 2023, dans un contexte de forte reprise de l'activité assorti d'une inflation importante, la marge brute s'affiche en légère diminution en valeur relative (31,6% du CA contre 31,9% en 2022). La baisse a pu être contenue grâce au phénomène de « *revenge travel* » observé, mais les niveaux d'annulation et de souscription d'assurances anormalement élevés en 2022 du fait de la crise sanitaire ont naturellement entraîné une diminution de la marge brute sur l'année 2023.

L'EBITDA

L'évolution de l'EBITDA de Voyageurs du Monde sur la période 2018-2023 est présentée ci-dessous :



La marge d'EBITDA est calculée par ajout des charges opérationnelles courantes à la marge brute du Groupe.

Les charges opérationnelles courantes de Voyageurs du Monde comprennent principalement les charges de personnel (près de 16% du chiffre d'affaires en 2023) et les services extérieurs (6% du chiffre d'affaires). Ces derniers correspondent majoritairement à des frais de communication, des frais liés aux locaux, ainsi que des honoraires divers. Les charges opérationnelles courantes intègrent par ailleurs d'autres produits d'exploitation (parmi lesquels le produit de Crédit Impôt Recherche (ci-après « CIR »)). On y retrouve enfin des impôts et taxes ainsi que d'autres charges opérationnelles courantes.

Les exercices 2018 et 2019 se caractérisent par une stabilité de la marge d'EBITDA, s'établissant respectivement à 7,2% et 6,9% du chiffre d'affaires. Cette légère diminution correspond à celle observée sur la marge brute.

L'année 2020, marquée par la survenance de la crise sanitaire, a occasionné une importante dégradation de la marge EBITDA, devenant négative (-11,3% du chiffre d'affaires) malgré la mise en œuvre de mesures d'adaptation fortes (chômage partiel, réductions budgétaires, reports d'échéances sur le plan fiscal, social et contractuel...) ayant permis de réduire les charges d'exploitation de près de 53%.

La poursuite de la mise en œuvre de ces mesures exceptionnelles en 2021 avec des charges d'exploitation ayant baissé de 54% par rapport à 2019, ainsi que la perception de subventions d'exploitation, ont permis un redressement de l'EBITDA 2021 à 5,2% du chiffre d'affaires.

L'exercice 2022 extériorise une marge d'EBITDA en nette hausse, s'établissant à 10,3% du chiffre d'affaires (6,9% en 2019). Cette évolution favorable a été permise par la très bonne tenue des marges (marge brute s'établissant à 31,9%, en hausse par rapport à 2019 à 29,5%), ainsi que d'une contraction des charges de services extérieurs (s'établissant respectivement à 7,1% du CA en 2019 et 6,2% du CA en 2022), partiellement compensée par l'augmentation des charges de personnel (évoluant de 15,2% à 15,7% sur la période). Ces évolutions doivent être lues à l'aune d'un contexte restant marqué par la crise sanitaire, avec des aides gouvernementales reçues à hauteur de 4,3m€ et des services extérieurs en contraction, s'établissant à un niveau non normatif.

L'année 2023 est marquée par une forte progression de l'activité (+39,5%), associée à une marge brute en léger recul d'environ 30 points de base pour les raisons exposées ci-avant. En outre, une augmentation des charges de personnel (15,9% du CA contre 15,7% du CA), des charges de services extérieurs (6,5% du CA contre 6,2%), ainsi qu'un recul des autres produits d'exploitation (0,3% du CA

contre 0,8%) sont constatées, correspondant à un retour à un niveau plus normatif de dépenses et produits d'exploitation dans un cadre post-Covid 19. Ces variations aboutissent à un repli de la marge d'EBITDA d'environ 100 points de base, s'établissant à 9,3% du chiffre d'affaires. Le niveau relatif de marge est cependant en hausse sensible par rapport au 2019 (6,9% du CA) grâce d'une part à une montée en gamme du Groupe à la suite de l'inflation observée en 2022-2023, ayant augmenté ses prix de près du quart et se positionnant à présent sur un créneau à plus forte valeur ajoutée ; d'autre part, les charges de communication du Groupe n'ont pas retrouvé leur niveau normatif, les clients ayant afflué organiquement en 2023 avec le phénomène de « *revenge travel* » observé.

Le résultat d'exploitation (REX)

Le passage entre l'EBITDA et le résultat d'exploitation s'effectue par les postes intermédiaires de dotations nettes aux amortissements et provisions et de dotations aux amortissements et dépréciations des écarts d'acquisition.

L'évolution sur la période 2018-2023 du résultat d'exploitation suit la même tendance que celle de l'EBITDA.

Les dotations aux amortissements et provisions sont stables en valeur relative sur l'horizon récent, s'établissant à un niveau d'environ 1% du chiffre d'affaires sur la période 2022-2023. Elles augmentent en valeur absolue en 2023 à la suite de l'acquisition d'EuroFun, en conséquence des amortissements liés aux vélos acquis.

Les dotations aux amortissements et dépréciations des écarts d'acquisition, correspondant à des montants non significatifs à l'échelle du Groupe, sont comprises entre 3m€ (2021) et un montant nul (2023) sur la période 2021-2023.

Il en découle des taux de marge d'exploitation, après dotations liées aux écarts d'acquisition, s'établissant pour les années 2021, 2022 et 2023 à des niveaux de 0,7%, 9,2% et 8,3% du chiffre d'affaires.

Le résultat financier

Le résultat financier du Groupe s'établit à -3,0m€ en 2021 et en 2022, pour ensuite connaître une hausse en 2023 avec un montant de 5,3m€. Cette évolution est notamment portée par (i) les meilleurs rendements observés sur les placements de trésorerie (+4,2m€), ainsi que (ii) les dividendes reçus pour un montant de 2,6m€, aucun dividende n'ayant été distribué dans le Groupe au cours des deux années précédentes dans le contexte de la crise sanitaire, (iii) la diminution de la charge d'intérêts liée aux emprunts d'OCA suite aux nombreuses conversions qui ont eu lieu le long de l'exercice (-1,9m€) et (iv) l'absence de provision pour dépréciation sur titres de participation (contre 0,8m€ en 2022).

Le résultat net

Le résultat net, découlant principalement des éléments décrits ci-avant, s'élève à 46,9m€ en 2023. Il intègre une charge d'impôt sur les bénéfices du Groupe de 15,4m€.

EBIT⁶

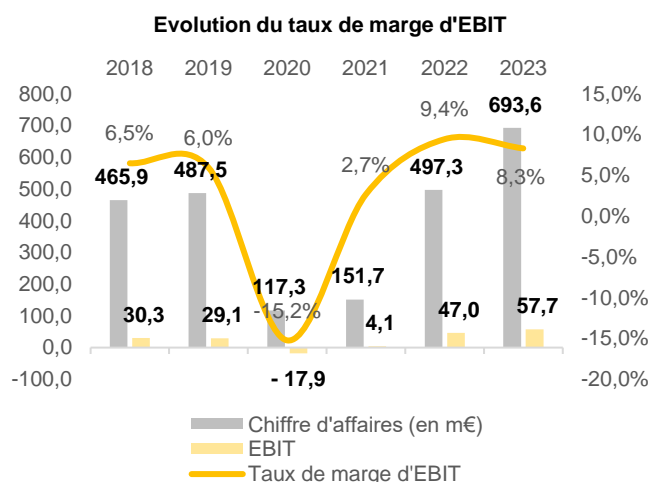
Dans le cadre de nos travaux, nous avons utilisé des multiples d'EBIT afin de valoriser le Groupe par la méthode des multiples.

Conformément aux états financiers publiés par Voyageurs du Monde et au regard de l'analyse que nous avons effectuée sur les états financiers de notre échantillon de sociétés comparables, nous avons considéré le résultat d'exploitation avant dotations liées aux écarts d'acquisitions comme étant l'EBIT, étant précisé que ces dernières sont nulles sur la période prévisionnelle.

L'agrégat d'EBIT du Groupe, répondant aux dispositions du règlement ANC 2020-01, est comparable

⁶ *Earnings Before Interest & Tax*

dans sa construction à l'EBIT pré-IFRS 16 retenu dans le cadre de l'analyse des comparables boursiers.



1.1.1.7 - Equilibre bilanciel et trésorerie

Bilan économique

Voyageurs du Monde - Bilan économique			
En m€	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023
Goodwill	34,9	60,3	50,8
Immobilisations incorporelles	20,4	20,9	47,9
Immobilisations corporelles	8,348	13,7	14,3
Immobilisations financières	1,987	2,7	2,4
Titres mis en équivalence	0,0	0,9	0,4
Actif immobilisé	65,7	98,6	115,7
Actif courant	92,7	157,8	202,5
Passif courant	-155,9	-258,3	-321,5
Besoin en Fonds de Roulement	-63,2	-100,5	-119,0
Impôts différés (nets)	4,6	1,8	3,0
Ecarts de conversion (nets)	0,0	0,2	0,1
Capitaux Employés	7,1	0,0	-0,2
Capital	3,7	3,8	4,3
Primes	17,8	22,4	67,7
Réserves consolidées	80,4	80,4	92,6
Résultat consolidé - part du Groupe	-0,3	29,9	44,1
Autres	-0,8	-2,5	-2,4
Capitaux Propres - part du Groupe	100,8	134,0	206,4
Intérêts minoritaires	1,6	7,1	21,1
Capitaux Propres	102,5	141,2	227,5
Provisions	1,3	1,1	1,6
Dette financière	135,7	137,2	93,0
Trésorerie et équivalents	-232,3	-279,5	-322,3
Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette	-96,7	-142,3	-229,3
Capitaux Investis	7,1	0,0	-0,2

Source : Comptes consolidés au 31 décembre, 2021, 2022 et 2023 de Voyageurs du Monde

Au 31 décembre 2022, l'actif immobilisé de Voyageurs du Monde s'élève à 115,7m€ et se compose essentiellement de goodwill, d'immobilisations incorporelles et corporelles. Il inclut également des montants mineurs d'immobilisations financières et de titres mis en équivalence.

Le goodwill du Groupe, qui résulte des acquisitions historiques et notamment de celles d'Eurofun/Eurobike (11,7m€ au 31/12/2023), d'Erta Ale Développement (11,7m€ au 31/12/2023) et de KE Limited (8,0m€ au 31/12/2023), s'élève à 50,8m€ au 31 décembre 2023. Son évolution sur la période 2021-2023 s'explique principalement par les écarts d'acquisition enregistrés en 2022 pour 19,7m€ et 6,9m€ dans le cadre de l'acquisition d'Eurofun/Eurobike et d'Extraordinary Journeys.

Les immobilisations incorporelles du Groupe s'établissent à 47,9m€ au 31 décembre 2023. Elles se composent principalement de marques à hauteur de 41,0m€ identifiées lors d'acquisitions, d'autres immobilisations incorporelles (2,6m€) ainsi que de licences et logiciels (2,2m€) et de droit au bail (2,0m€). Le poste « Marques » comprend notamment les marques « Allibert Trekking » pour 9,0m€, « Eurofun Touristik » pour 6,5m€, « Extraordinary Journeys » pour 3,8m€, « SE Tours » pour 3,5m€, « Radweg-Reisen » pour 3,4m€, et « Terres d'Aventure » pour 3,0m€.

Les immobilisations corporelles, d'un montant de 14,3m€ au 31 décembre 2023, se composent essentiellement d'installations techniques (4,3m€), de constructions (4,2m€) et d'autres immobilisations corporelles relatives à des travaux d'agencement et d'aménagement des agences et hébergements du Groupe (4,0m€).

Les immobilisations financières, d'un montant de 2,4m€ au 31 décembre 2023, correspondent dans leur quasi-totalité à des dépôts de garantie liés aux locaux (2,1m€). Des montants résiduels sont liés à d'autres immobilisations financières (85k€), à des titres de participation (78 k€) relatifs aux sociétés Aventure Ecuador, Nocito et Fairmoove, ainsi qu'à des prêts au personnel (65k€).

En outre, des titres mis en équivalence, pour un total de 0,4m€ au 31 décembre 2023, figurent au bilan consolidé. Ces derniers apparaissent aussi au bilan au 31 décembre 2022 et correspondent aux titres de La Malle Postale, filiale acquise en fin d'exercice à hauteur de 35% de son capital.

Le besoin en fonds de roulement (BFR), structurellement négatif, est analysé ci-après.

Les capitaux employés incluent également les impôts différés nets (3,0m€ au 31 décembre 2023) issus essentiellement de différences temporelles (2,7m€), ainsi que des écarts de conversion nets (0,1m€ au 31 décembre 2023).

La structure financière du Groupe est saine, les capitaux propres (part du groupe) de Voyageurs du Monde s'élevant à 206,4m€ au 31 décembre 2023. Leur évolution depuis le 31 décembre 2021 découle principalement des résultats du Groupe.

Les provisions s'élèvent à 1,6m€ au 31 décembre 2023 (1,1m€ au 31 décembre 2022). Elles se composent principalement de provisions pour litiges pour 0,8m€.

La trésorerie nette comptable du Groupe s'élève à 229,3m€ au 31 décembre 2023 et se compose :

- d'emprunts auprès d'établissements de crédit pour 4,0m€ ;
- d'emprunts obligataires convertibles pour 77,1m€, ainsi que des intérêts courus sur emprunts associés à ces obligations (6,2m€) ;
- des dettes financières brutes hors emprunts bancaires pour 5,6m€, contenant principalement des dettes sur acquisitions d'immobilisations (3,2m€), ainsi que des emprunts obligataires (non convertibles), d'autres emprunts et dettes assimilées, des concours bancaires courants, ainsi que des comptes courants associés ;
- de disponibilités pour 256,1m€ ainsi que des équivalents de trésorerie à hauteur de 66,2m€, totalisant 322,3m€ de trésorerie et équivalents de trésorerie.

Nous avons retraité du calcul de la trésorerie nette comptable le montant de dette lié aux emprunts obligataires convertibles (77,1m€), ainsi que les intérêts courus sur emprunts associés (6,2m€) : ces obligations étant dans la monnaie, nous les avons considérées converties dans le nombre d'actions pleinement dilué (cf §3.1.1), et retirées par conséquent de l'endettement brut.

L'augmentation de la trésorerie nette comptable (non retraitée des obligations convertibles) sur la période s'explique principalement par :

- l'augmentation sur la période de la trésorerie et équivalents de trésorerie (322,3m€ au 31/12/2023 contre 232,3m€ au 31/12/2021) ;
- la conversion des obligations convertibles en actions, portant le montant de 123,0m€ au 31/12/2022 à 77,1m€ au 31/12/2023).

Voyageurs du Monde - Trésorerie nette	
En m€	31/12/2023
Emprunts auprès d'établissements de crédit	4,0
+ Emprunts obligataires convertibles	77,1
+ Emprunts obligataires	1,0
+ Autres emprunts et dettes assimilées	0,4
+ Intérêts courus sur emprunts	6,2
+ Concours bancaires courants	0,9
+ Comptes courants associés	0,1
+ Dettes sur acquisitions d'immobilisations	3,2
= Dette financière brute	93,0
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	-322,3
= Trésorerie nette comptable avant retraitement OC (-)	-229,3
- Emprunts obligataires convertibles	-77,1
- Intérêts courus sur emprunts	-6,2
= Trésorerie nette comptable après retraitement OC (-)	-312,7

Source : Projets de comptes au 31 décembre 2023 de Voyageurs du Monde

Besoin en fonds de roulement (BFR)

Voyageurs du Monde - Besoin en Fonds de Roulement			
En m€	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023
Stocks	0,3	1,4	1,9
<i>en jours de CA</i>	<i>1 jours</i>	<i>1 jours</i>	<i>1 jours</i>
Créances clients et comptes rattachés	55,7	105,0	141,8
<i>en jours de CA</i>	<i>134 jours</i>	<i>77 jours</i>	<i>75 jours</i>
Créances fiscales et sociales	11,8	5,0	5,6
<i>en jours de CA</i>	<i>28 jours</i>	<i>4 jours</i>	<i>3 jours</i>
Charges constatées d'avance	16,4	38,1	43,5
<i>en jours de CA</i>	<i>39 jours</i>	<i>28 jours</i>	<i>23 jours</i>
Autres actifs courants	8,5	8,3	9,6
<i>en jours de CA</i>	<i>20 jours</i>	<i>6 jours</i>	<i>5 jours</i>
Actif courant	92,7	157,8	202,5
<i>en jours de CA</i>	<i>223 jours</i>	<i>116 jours</i>	<i>107 jours</i>
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	-20,6	-33,7	-29,7
<i>en jours de CA</i>	<i>-49 jours</i>	<i>-25 jours</i>	<i>-16 jours</i>
Dettes fiscales et sociales	-9,2	-27,3	-36,3
<i>en jours de CA</i>	<i>-22 jours</i>	<i>-20 jours</i>	<i>-19 jours</i>
Produits constatés d'avance	-98,0	-187,2	-242,3
<i>en jours de CA</i>	<i>-236 jours</i>	<i>-137 jours</i>	<i>-128 jours</i>
Autres dettes/passifs courants	-28,2	-10,2	-13,1
<i>en jours de CA</i>	<i>-68 jours</i>	<i>-7 jours</i>	<i>-7 jours</i>
Passif courant	-155,9	-258,3	-321,5
<i>en jours de CA</i>	<i>-375 jours</i>	<i>-190 jours</i>	<i>-169 jours</i>
BFR	-63,2	-100,5	-119,0
<i>Chiffre d'affaires</i>	<i>151,7</i>	<i>497,3</i>	<i>693,6</i>
<i>BFR en jours de CA</i>	<i>-152 jours</i>	<i>-74 jours</i>	<i>-63 jours</i>
<i>BFR en % de CA</i>	<i>-41,6%</i>	<i>-20,2%</i>	<i>-17,2%</i>
Ajustement de trésorerie non-proprétaire	42,2	82,2	100,5
<i>en jours de CA</i>	<i>102 jours</i>	<i>60 jours</i>	<i>53 jours</i>
Dépôts et cautionnements	1,8	2,1	2,1
<i>en jours de CA</i>	<i>4 jours</i>	<i>2 jours</i>	<i>1 jours</i>
BFR ajusté	-19,1	-16,2	-16,3
<i>Chiffre d'affaires</i>	<i>151,7</i>	<i>497,3</i>	<i>693,6</i>
<i>BFR en jours de CA</i>	<i>-46 jours</i>	<i>-12 jours</i>	<i>-9 jours</i>
<i>BFR en % de CA</i>	<i>-12,6%</i>	<i>-3,3%</i>	<i>-2,4%</i>

Sources : Comptes consolidés au 31 décembre, 2021, 2022 et 2023 de Voyageurs du Monde ; Management

Le Groupe dégage un excédent en fonds de roulement ajusté en diminution tendancielle sur la période

considérée, du 31/12/2021 (19,1m€) au 31/12/2023 (16,3m€).

Le BFR de Voyageurs du Monde se compose principalement de créances clients et de produits constatés d'avance.

Les créances clients s'élèvent à 141,8m€ au 31 décembre 2023. Les produits constatés d'avance (PCA), d'un total de 242,3m€ au 31 décembre 2023, expliquent la position structurelle d'excédent de trésorerie, en lien avec la nature de l'activité du Groupe. En effet, le versement systématique d'un acompte par le client avant son départ génère un excédent de trésorerie. Le niveau de cette ressource en fonds de roulement au 31 décembre est dépendant du niveau des prestations facturées pour des départs sur l'exercice suivant, se traduisant dans les PCA en fin d'exercice.

Nous avons retraité ce poste du montant de trésorerie non-proprétaire détenue par le Groupe, s'établissant à 100,5m€ au 31 décembre 2023. Cette dernière, calculée par différence entre les PCA et les créances clients, correspond à des acomptes versés par les clients au moment de la réservation, détenus dans les comptes du Groupe jusqu'à 35 jours avant la date de départ effectif du client.

L'actif courant est relativement stable en jours de chiffre d'affaires entre le 31 décembre 2022 et le 31 décembre 2023 (respectivement 116 jours de CA et 107 jours de CA), après avoir connu une position non normative au 31 décembre 2021 dans le cadre de la crise de la Covid-19 (223 jours de CA). Sa légère diminution s'explique par un niveau de créances clients qui baisse en pourcentage du chiffre d'affaires.

Le passif courant, après retraitement de la trésorerie non-proprétaire, s'établit également à un niveau stable entre le 31 décembre 2022 et le 31 décembre 2023 (respectivement -129 jours de CA et -116 jours de CA), avec une légère diminution en jours de chiffre d'affaires attribuable notamment à la baisse des dettes fournisseurs, s'expliquant par un délai de règlement raccourci post-crise sanitaire et plus courts à l'étranger que dans les filiales françaises, et une légère diminution des PCA retraités.

Après retraitement de la trésorerie non-proprétaire et des dépôts et cautionnements, le BFR sur la période s'avère particulièrement stable en valeur absolue, s'établissant respectivement à des montants de -19,1m€, -16,2m€ et -16,3m€ à fin 2021, 2022 et 2023. Il est également stable proportionnellement au chiffre d'affaires au 31/12/2022 et au 31/12/2023, années non affectées par la Covid-19, s'établissant à -12 jours et -9 jours de CA respectivement sur ces deux années.

Nous comprenons de nos échanges avec le management que la position de BFR au 31 décembre constitue un creux pour l'activité et qu'un ajustement de cette position pour refléter un BFR normatif pourrait être opéré dans le cadre de l'extériorisation de la valeur d'entreprise du Groupe.

Au cas d'espèce, dans la mesure où cet ajustement viserait à combler un besoin en fonds de roulement complémentaire, sa prise en compte aurait un impact négatif sur la valeur par action du Groupe ressortant de nos travaux. Par mesure de prudence, nous n'avons pas tenu compte d'un tel ajustement dans le cadre de la mise en œuvre de notre analyse multicritère.

1.2 - Contexte et opération envisagée

1.2.1 - Contexte et motifs de l'offre

Voyageurs du Monde, dans le cadre de l'assemblée générale annuelle des actionnaires qui a été convoquée pour le 3 juin 2024, a soumis une résolution relative à une réduction de capital du Groupe non motivée par des pertes, d'un montant nominal maximum de 866.666,0€ par voie d'OPRA, en vue de leur annulation, portant sur un nombre maximum de 866.666 actions du Groupe au prix de 150,0€ par action.

L'Offre s'inscrit dans un contexte post-Covid. Comme toutes les sociétés du secteur du tourisme, Voyageurs du Monde a été affectée par la crise Covid-19 et a réalisé en 2021 une opération de précaution en renforçant sa trésorerie avec l'émission de 130m€ en deux tranches d'obligations convertibles.

Cette émission s'est avérée surdimensionnée compte tenu de la rapidité avec laquelle l'activité du Groupe est revenue à des niveaux identiques, puis supérieurs à ceux de 2019.

L'OPRA envisagée a pour finalité de réduire la trésorerie excédentaire du Groupe, de redistribuer une partie de la valeur créée au cours des deux dernières années aux actionnaires qui le souhaitent et d'offrir une fenêtre de liquidité importante pour des actionnaires qui souhaitent monétiser tout ou partie de leur participation au capital du Groupe dans un contexte de faible liquidité du titre. L'OPRA, qui porte sur un montant de 130,0m€, sera financée intégralement par la trésorerie disponible du Groupe.

Après cette opération, le Groupe disposera toujours des ressources nécessaires pour financer son activité et son développement, et ses capitaux propres resteront positifs.

AVANTAGE SA, qui détient 69% du capital social et 79% des droits de vote du Groupe, a fait part au Groupe de son intention d'apporter une partie de ses titres à l'OPRA pour un montant de 27,8m€, soit 185.333 actions.

Jean-François Rial, Président Directeur Général, Alain Capestan et Lionel Habasque, Directeurs Généraux Délégués, ont fait part au Groupe de leur intention d'apporter la totalité de leurs titres détenus personnellement à l'OPRA, soit 15.511 actions

Le Groupe n'a pas l'intention de demander la radiation de la cotation des actions Voyageurs du Monde d'Euronext Growth. L'Offre n'aura pas pour conséquence un retrait ou une radiation de la cote.

Au 31 mai 2024, le capital du Groupe est composé de 4.319.331 actions. Le nombre correspondant de droits de vote théoriques au 31 mai 2024 est de 6.973.775. L'Offre porte sur un nombre maximum de 866.666 actions du Groupe, soit 20,06% du capital du Groupe.

Dans le cas où le nombre d'actions apportées par les actionnaires à l'Offre serait supérieur au nombre d'actions visées par l'Offre, il sera procédé, pour chaque actionnaire vendeur, à une réduction proportionnelle au nombre d'actions dont il justifie être propriétaire ou titulaire, conformément aux dispositions de l'article R. 225-155 du Code de commerce.

1.2.2 - Termes de l'Offre

L'Établissement Présentateur, agissant pour le compte du Groupe, déposera le projet d'Offre auprès de l'AMF le 7 juin 2024 sous la forme d'une offre publique de rachat d'actions portant sur un nombre maximum de 866.666 actions du Groupe.

La mise en œuvre de l'Offre s'effectuera sous réserve de la publication de la décision de conformité de l'AMF sur le présent projet d'Offre qui interviendra au terme du délai d'opposition des créanciers.

Le capital social et les droits de vote du Groupe, au 31 mai 2024, sont présentés ci-avant en §1.1.1.3.

D'après la note d'information, l'Offre, qui porte pour rappel sur un nombre maximum de 866.666 actions du Groupe, implique les volets d'opération suivants :

- rachat de 866.666 actions du Groupe (soit l'intégralité des actions visées par le projet d'Offre) au prix de l'Offre et représentant un montant total de 130,0m€ ;
- annulation des actions visées ainsi rachetées ainsi que de 38.598 actions auto détenues.

A la date des présentes, il n'existe aucune restriction statutaire à l'exercice des droits de vote ou aux transferts d'actions Voyageurs du Monde.

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, le projet d'Offre est présenté par Portzamparc qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par le Groupe dans le cadre du projet d'Offre.

2 - Présentation de l'expert indépendant

2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global

2.1.1 - Présentation générale

Le réseau Crowe Global est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 8ème rang avec 40.000 associés et collaborateurs dans plus de 150 pays. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

Crowe France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Global.

Crowe France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui règlementent notre profession.

Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

Crowe HAF a été à l'initiative de la fondation de Crowe France en 2007. Crowe HAF dispose de 4 lignes de services principales que sont l'audit, l'évaluation, les transaction services et l'accompagnement comptable/contrôle interne.

Crowe HAF est aussi un acteur engagé en matière de Responsabilité Sociétale et Environnementale, notamment au travers de ses deux filiales spécialisées : Sustainable Metrics (agence de conseil et d'études RSE et développement durable) et Praxiam (cabinet spécialisé dans le contrôle et le conseil).

2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, Crowe HAF a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises, d'options et des expertises indépendantes. Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et des valeurs de marché.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité dispose de plus de 25 ans d'expérience et a une forte pratique des missions d'expertise indépendante. Il dirige le département « évaluation et expertises indépendantes » de Crowe HAF depuis 2009.

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise.

Olivier Grivillers est notamment l'auteur du chapitre « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'Offres publiques » dans l'ouvrage « ingénierie financière, fiscale et juridique » dont la sortie chez DALLOZ est prévue au second semestre 2024.

Cette mission a été réalisée par Olivier Grivillers, signataire du présent rapport.

Olivier Grivillers est associé de Crowe HAF, expert-comptable, commissaire aux comptes, expert de justice en finance auprès de la Cour d'Appel de Versailles et diplômé de l'ESCP. Il est également membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) et administrateur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF).

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation (CCEF, réseau Crowe Global...) tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise (CNCC, CCEF, Ordre des experts comptables).

Il a été assisté dans le cadre de cette mission par des collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet Crowe HAF :

- Maxime Hazim est associé du cabinet Crowe HAF, Expert-comptable, Commissaire aux comptes et détenteur de la charte CFA (Chartered Financial Analyst®) et disposant de 14 ans d'expérience en évaluation et en audit, d'abord chez EY puis chez Crowe HAF. Maxime Hazim est membre de l'APEI ;
- Benjamin Dusautoir, Manager, diplômé du Master de Finance de l'ESSEC, titulaire du Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion ainsi que de deux niveaux du CFA. Il a rejoint Crowe HAF en novembre 2023 après une première expérience au sein d'un autre cabinet d'évaluation ;
- Inès Meflah, Superviseur, diplômée du Master Grande Ecole de NEOMA Business School (spécialisation Finance d'Entreprise). Elle a rejoint Crowe HAF en novembre 2021 après une première expérience de 3 ans sur des missions d'expertise indépendante au sein d'une autre structure ;
- Guillaume Rigaud, Analyste expérimenté, diplômé du Master Evaluation et Transmission d'Entreprise de l'Université Lumière Lyon 2. Il a rejoint Crowe HAF en février 2022 où il a effectué de nombreuses missions d'évaluation financière.

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé gérant du cabinet Crowe HAF, diplômé d'Harvard Business School et disposant de près de 25 ans d'expérience en audit et dans le conseil en « transaction services », d'abord chez Constantin Associés puis chez Crowe HAF.

2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois

Cinq missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.

Le cabinet Crowe HAF a réalisé :

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire visant les actions de la Société Keyrus initiée par la société K Eagle Investment (Mars 2023, Etablissement Présentateur : Banque Degroof Petercam) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société Theradiag par la société Biosynex (Octobre 2022, Etablissement Présentateur : Banque ODDO BHF) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire visant les actions de la société ADA par la société Groupe Rousselet (Juin 2022, Etablissement Présentateur : Banque Degroof Petercam) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Rachat d'Actions visant les actions de la société Umanis initiée par la société CGI France (Mai 2022, Etablissement Présentateur : Société Générale) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Rachat d'Actions visant les actions de la société Tivoly initiée par la société Holding Tivoly, contrôlée par Peugeot Frères Industrie (Avril 2022, Etablissement Présentateur : Société Générale).

2.3 - Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n°2006-08.

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont pas conseillé la société concernée par l'opération ou toute personne que cette société contrôle, au sens de l'article L 233-3 du Code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société Voyageurs du Monde au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des quelconques personnes concernées par l'opération ou sur l'une des quelconques personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération ;
- ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'Etablissement Présentateur.

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

Le cabinet Crowe HAF est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers a été Vice-Président de cette association de 2014 à 2020.

2.5 - Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Crowe HAF au titre de la présente mission s'élève à 85.000€, hors taxes et hors frais.

2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante

Le nombre d'heures passé par l'équipe sur cette mission d'expertise indépendante s'élève à environ 340 heures.

2.6.1 - Programme de travail

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés (management de Voyageurs du Monde, Etablissement Présentateur) ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale ;

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte

- analyse de l'environnement et du secteur d'activité dans lequel le Groupe opère ;
- revue des délibérations des organes dirigeants.

Analyse des données historiques

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des comptes figurant au bilan et au compte de résultat ;
- retraitements des comptes du bilan et du compte de résultat en vue de préparer l'évaluation.

Analyse des éléments prévisionnels

- discussion avec la direction de Voyageurs du Monde ;
- analyse du plan d'affaires de Voyageurs du Monde ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (contrôles de cohérence).

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues et écartées :

Méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal)

- construction des flux ;
- détermination d'un taux d'actualisation pour le plan d'affaires ;
- valorisation de l'action Voyageurs du Monde ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini ainsi qu'à une variation du taux d'actualisation et de la marge d'EBIT.

Méthode du cours de bourse (méthode retenue à titre principal)

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

Méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre secondaire)

- sélection d'un échantillon de sociétés comparables à Voyageurs du Monde ;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables et retraitement de ces agrégats pour être comparables à ceux de Voyageurs du Monde (dette financière nette et EBIT) ;
- valorisation de ses comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse ;
- évaluation de Voyageurs du Monde par analogie en fonction des multiples obtenus.

Méthode des transactions comparables (méthode écartée)

- analyse des transactions intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère Voyageurs du Monde.

Référence aux objectifs de cours des analystes (méthode présentée à titre indicatif)

Référence à l'actif net comptable (méthode écartée)

Transaction significative intervenue sur le capital du Groupe (méthode écartée)

Méthode de l'actif net réévalué (méthode écartée)

Méthode des dividendes (méthode écartée)

IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé

- mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur pour Voyageurs du Monde ;
- appréciation du prix d'Offre.

V Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'Etablissement Présentateur

VI Analyse des opérations liées à l'Offre

VII Réunions et entretiens avec le management de Voyageurs du Monde sur l'avancée des travaux de l'expert

VIII Analyse des observations écrites des actionnaires

IX Rédaction du rapport d'évaluation

X Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation du Groupe objet de l'Offre

XI Revue indépendante

XII Présentation des conclusions au Conseil d'Administration de Voyageurs du Monde

2.6.2 - Calendrier de l'étude

L'Autorité des Marchés Financiers a désigné Crowe HAF, représenté par Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant le 8 avril 2024.

Notre mission s'est déroulée du 8 avril 2024 au 6 juin 2024. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 8 avril au 19 avril 2024 : prise de connaissance et analyse du contexte. Analyse des données historiques et prévisionnelles, recherche et analyse de comparables boursiers et transactions comparables, analyse de la liquidité et du cours de bourse.
 - o Echanges avec la direction de Voyageurs du Monde et l'Etablissement Présentateur le 11 avril 2024 ;
 - o Echange avec la direction financière de Voyageurs du Monde sur les états financiers et les données prévisionnelles le 12 et 16 avril 2024 ;
 - o Réunion intermédiaire avec la direction de Voyageurs du Monde et de l'Etablissement Présentateur le 18 avril 2024.
- du 19 avril 2024 au 10 mai 2024 : poursuite des travaux de valorisation.
 - o Echange avec le Groupe le 23 avril, le 30 avril et le 3 mai ;
 - o Echanges informels (mails, appels) avec l'Etablissement Présentateur.
- du 13 mai au 6 juin 2024 : rédaction du rapport, revue indépendante, présentation du rapport au comité responsable de l'OPRA (5 juin 2024) et au Conseil d'Administration de Voyageurs du Monde.

2.6.3 - Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

Voyageurs du Monde (Groupe objet de l'Offre)

- M. Alain Capestan, Directeur Général Délégué de Voyageurs du Monde
- Mme Emeline Bordier, Directrice Financière Groupe
- Mme Claire Chateau, Directrice juridique du Groupe

Portzamparc (Etablissement Présentateur)

- M. Cyrille Gonthier, *Managing Director, Head of Corporate Finance*
- M. Loïc Bonneville, *Director, Corporate Finance*
- M. Gino Gogo, *Associate, Corporate Finance*
- M. Arnaud Despre, *Equity analyst*

Cabinet D'hoir Beaufre Associés (Conseil juridique de Voyageurs du Monde)

- Philippe D'hoir, Avocat Associé

2.6.4 - Informations utilisées

Les informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs ordres :

- Les études sur le secteur des agences de voyages et l'industrie mondiale du tourisme réalisées par Xerfi et publiées respectivement en octobre 2023 et décembre 2022,
- les informations publiques sur la société Voyageurs du Monde, notamment sur son site internet (présentation de la société et de son activité, communiqués de presse, etc...),
- les rapports financiers annuels intégrant les états financiers historiques du Groupe au 31 décembre 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 et 2023,
- les rapports (rapport sur les comptes consolidés) des commissaires aux comptes au titre des exercices clos au 31 décembre 2020, 2021, 2022 et 2023,
- les informations fournies par le Groupe et notamment le business plan 2024-2026 du Groupe établi par la direction financière de Voyageurs du Monde et approuvé par le Conseil d'Administration du 8 avril 2024,
- l'information relative au nombre d'actions composant le capital social du Groupe et les droits de vote au 31 décembre 2023,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières Capital IQ et Euronext : cours boursiers historiques du Groupe et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables,
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité de Voyageurs du Monde,
- la note d'information relative à la présente Offre,
- le rapport d'évaluation de Portzamparc intégrant les éléments d'appréciation du prix d'Offre établis par l'Etablissement Présentateur.

2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé gérant de Crowe HAF en charge du département audit du cabinet Crowe HAF qui a par ailleurs déjà réalisé des contrôles qualité en tant que contrôleur délégué pour le compte du Haut Conseil du Commissariat et de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.

La personne en charge des travaux de revue qualité a plus de 25 ans d'expérience en audit de sociétés cotées et non cotées et dispose de plusieurs années d'expérience sur des missions de « transactions services ». Grâce à ses connaissances en évaluation, il a participé à un grand nombre de revues indépendantes dans le cadre d'expertises indépendantes sur des offres publiques réalisées par le cabinet Crowe HAF.

Il n'a pas contribué aux travaux d'une autre manière et n'a participé à aucune réunion.

La personne en charge des travaux de revue qualité s'est notamment assurée que les diligences effectuées par l'équipe ont été réalisées conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF.

Il a par ailleurs procédé à la revue du présent rapport d'expertise en s'assurant que ce dernier comporte l'ensemble des points repris à l'article 3 de l'instruction n°2006-08 de l'AMF.

3 - Eléments d'appréciation du prix d'Offre

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé.

3.1 - Données structurant l'évaluation

3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions

Le nombre d'actions total composant le capital du Groupe au 31 décembre 2023 s'élève à 4.317.790.

Afin d'obtenir le nombre d'actions à retenir pour la valorisation de Voyageurs du Monde, il convient de diminuer ce nombre de l'autodétention (40.011 actions auto-détenues par le Groupe).

Par ailleurs, nous avons augmenté le nombre d'actions des actions résultant de l'exercice des instruments dilutifs émis par le Groupe, avec :

- Les actions qui devraient être émises dans le cadre des plans d'Attribution d'Actions Gratuites (AGA), soit 50.250 actions correspondant aux AGA attribuées en période d'acquisition ;
- Le nombre d'actions issues de la conversion des Obligations Convertibles en Actions (OCA) émises en 2021 et non remboursées à date, ces dernières se situant dans la monnaie. Les actions prises en compte sont au nombre de :
 - o 999.206 dans le cadre de l'émission d'Obligations Réservées à certains investisseurs (les fonds Certares, Crédit Mutuel Equity et Bpifrance) pour un montant de 75m€. Ce nombre d'actions découle d'un ratio de conversion en actions ordinaires du Groupe incluant la capitalisation des intérêts financiers jusqu'au 31 avril 2025 (première date de conversion à la main du Groupe) et l'ajustement du dividende versé en 2023 au titre de l'exercice 2022, conformément aux termes et conditions de ces Obligations Réservées ;
 - o 25.161 dans le cadre d'émission d'obligations convertibles en action avec maintien du droit préférentiel de souscription, pour un montant de 55m€, dans la mesure où 626.280 actions ont été converties sur 651.441 actions émises (parité d'une action ordinaire pour une obligation, conformément aux termes et conditions de ces obligations convertibles).

Le nombre d'actions qui devraient être émises en vertu des plans d'AGA existants nous a été communiqué par le management et suppose une absence de *turnover* des équipes de direction, et des personnes clés qui devraient être attributaires des actions à émettre.

Voyageurs du Monde - Nombre d'actions retenu	
	# d'actions
Nombre d'actions composant le capital	4 317 790
- Autodétention	-40 011
+ Plans d'AGAs	50 250
+ Conversion OCAs 75M€	999 206
+ Conversion OCAs 55M€	25 161
Nombre d'actions pleinement dilué	5 352 396

Source : Management, Détail de l'actionariat 2023

Sur cette base, le nombre d'actions que nous avons retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation s'élève à 5.352.396 actions.

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

En cohérence avec le plan d'affaires qui nous a été transmis qui intègre le budget de l'année 2024 et le niveau de besoin en fonds de roulement du Groupe observé au 31 décembre 2023, nous avons retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation la situation de trésorerie nette de Voyageurs du Monde au 31 décembre 2023 ajustée d'éléments encaissables et décaissables à cette même date. La trésorerie nette ajustée de Voyageurs du Monde repose ainsi sur des données bilancielle récentes et auditées par les commissaires aux comptes.

Comme indiqué ci-avant (§1.1.2.7), la trésorerie nette comptable retenue dans nos travaux s'élève à 312,7m€ au 31 décembre 2023.

Voyageurs du Monde - Trésorerie nette	
En m€	31/12/2023
Emprunts auprès d'établissements de crédit	4,0
+ Emprunts obligataires	1,0
+ Autres emprunts et dettes assimilées	0,4
+ Concours bancaires courants	0,9
+ Comptes courants associés	0,1
+ Dettes sur acquisitions d'immobilisations	3,2
= Dette financière brute	9,7
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	-322,3
= Trésorerie nette comptable (-)	-312,7

Source : Projets de comptes au 31 décembre 2023 de Voyageurs du Monde

Par ailleurs, nous avons retraité de la trésorerie nette comptable des éléments encaissables et décaissables au 31 décembre 2023, des éléments d'ajustement spécifiques au modèle économique du Groupe (trésorerie non-proprétaire) et des éléments bilanciers ayant une valeur économique et n'étant pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation.

A ce titre, nous avons retenu en incrément de valeur les titres de participation non consolidés (0,1m€), ainsi que les éléments encaissables liés aux autres immobilisations financières, à savoir les mises en équivalence (0,4m€), les prêts au personnel (65k€) et les autres immobilisations financières (85k€).

Nous avons en outre considéré les éléments suivants comme décaissables ou venant diminuer la trésorerie :

- les compléments de prix sur acquisitions (*earn-outs*) pour un total de 6,4m€, constituant dès lors une dette au regard d'un calcul reposant sur des agrégats historiques. Nous précisons que, dans la mesure où ces compléments de prix correspondent à un décaissement certain (le calcul étant basé sur des agrégats historiques) dont nous comprenons qu'il interviendra dans le courant du mois de juin 2024, nous n'avons pas procédé à une quelconque actualisation du montant ;
- des intérêts minoritaires en valeur comptable, dans une hypothèse maximisant la valeur, pour un montant de 21,1m€. A titre informatif, la réévaluation des principaux intérêts minoritaires existants en vertu des termes et conditions des promesses d'achat et de vente en vigueur au sein du Groupe aurait un impact négatif sur l'extériorisation de la valeur par action de l'ordre de 5€ ;
- une provision pour indemnités de départ à la retraite de 2,0m€, correspondant à son montant brut (2,7m€) diminué des impôts différés actifs correspondants (0,7m€) ; et
- les éléments décaissables liés aux provisions pour risques et charges, relatifs aux provisions pour litiges (0,8m€), aux provisions pour risques (0,3m€) ainsi qu'aux provisions pour charges (0,1m€).

Enfin, nous avons procédé à l'ajustement de la trésorerie non-proprétaire du Groupe, pour les raisons présentées au §1.1.1.7, pour un montant de 100,5m€.

La trésorerie nette ajustée retenue dans le cadre de nos travaux, dans le cadre du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, s'élève ainsi à 182,0m€ au 31 décembre 2023, tel que présenté ci-dessous :

Voyageurs du Monde - Passage VE - VCP	
En m€	31/12/2023
Trésorerie nette comptable (-)	-312,7
- Titres de participation	-0,1
- Autres immobilisations financières	-0,5
+ Trésorerie non propriétaire	100,5
+ Dette d'earn-out	6,4
+ Intérêts minoritaires	21,1
+ Engagements pour indemnités de départ à la retraite (IDR)*	2,0
+ Provisions pour risques et charges	1,2
= Trésorerie nette ajustée (-)	-182,0

Sources : Comptes consolidés au 31 décembre 2023 du Groupe, Management
* Nets d'impôts

3.1.3 - Plan d'affaires

3.1.3.1 - Construction et approbation

Le plan d'affaires de Voyageurs du Monde a été revu et approuvé en conseil d'administration le 8 avril 2024.

3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon

Le plan d'affaires de Voyageurs du Monde est un business plan consolidé.

Il a été élaboré sur une durée de 3 ans (exercices clos du 31 décembre 2024 au 31 décembre 2026) et tient compte de l'évolution du périmètre actuel du Groupe. Le plan d'affaires n'intègre pas d'opérations de croissance externe, par ailleurs non identifiées à ce jour.

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur celle du nombre de clients ainsi que des prix de chacune des filiales,
- au niveau de marge brute qui évolue selon les tarifs des différents prestataires (de billets d'avions, hébergements...),
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio résultat opérationnel / chiffre d'affaires) tenant compte des frais généraux (charges externes) ainsi que des coûts de ventes,
- aux investissements et amortissements et à la variation du besoin en fonds de roulement.

Le plan d'affaires intègre également des prévisions liées au CIR et à la CVAE.

Les prévisions ont été établies, pour le budget 2024, sur la base de discussions avec les différentes filiales, notamment relatives aux départs acquis en 2024 à la date de construction du plan. Le budget consolidé pour l'année 2024 résulte ainsi d'un processus *bottom-up* agrégeant ces données par filiales.

Les estimations sur la période 2025-2026 ont ensuite été extrapolées au regard des tendances de marché, du réalisé à date ainsi que du budget.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le plan d'affaires n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles au regard notamment des performances financières historiques du Groupe.

3.1.3.3 - Tests de dépréciation (impairment tests)

Un test de dépréciation (« impairment test ») a été effectué au 31 décembre 2023 sur les écarts d'acquisition affectés aux Unités Génératrices de Trésorerie (UGT) du Groupe, étant précisé que les prévisions propres à ces UGT ont été extraites du même plan d'affaires que celui qui a été utilisé dans le cadre de nos travaux. La valeur d'utilité est ensuite déterminée sur la base d'une méthodologie DCF.

Le taux d'actualisation retenu dans le cadre de ces tests de dépréciation s'établit à 12,1% pour les entités d'Europe continentale (taux pondéré par pays) contre 11,0% pour notre part, cet écart tenant notamment au beta retenu (1,46 contre 1,23 pour notre part).

Le taux de croissance à long terme retenu par nos soins, s'établissant à 2,0%, est identique à celui retenu dans le cadre des tests de dépréciation du Groupe.

3.2 - Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

- référence à l'actif net comptable,
- méthode de l'actif net réévalué,
- référence aux transactions récentes,
- méthode d'actualisation des dividendes futurs

3.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC)

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de Voyageurs du Monde. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs du Groupe.

A titre indicatif, l'actif net comptable (capitaux propres part du Groupe) au 31 décembre 2023 s'élève à 206,4m€, soit une valeur de 48,3€ par action⁷. Le prix d'Offre proposé de 150,0€ extériorise une prime de 211% sur cette valeur.

L'actif net comptable n'est pas un critère pertinent dans une optique de continuité d'exploitation. Il n'aurait de sens que dans une optique d'arrêt de l'exploitation et de liquidation qui n'est pas envisagée à ce stade.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

3.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR)

La méthode de l'Actif Net Réévalué est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers.

Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Elle est dès lors peu adaptée à l'évaluation de Voyageurs du Monde dans une optique de continuité d'exploitation.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

⁷ Sur la base du nombre d'actions en circulation au 31 décembre 2023

3.2.3 - Méthode des transactions comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société Voyageurs du Monde la moyenne ou la médiane des multiples de valorisation constatés lors de transactions récentes les plus comparables.

Pour ce faire, nous avons effectué une recherche des transactions intervenues au cours des trois dernières années relatives à des sociétés comparables à Voyageurs du Monde, situées en Europe, aux Etats-Unis et au Canada.

Nous avons identifié certaines cibles récentes à la comparabilité très parcellaire, évoluant sur le segment du logement de vacances (Mer Montagne Vacances, Bluegreen Vacations, Alloggio Group...). Le modèle d'affaires de ces dernières n'étant pas comparable à celui du Groupe, nous avons choisi de ne pas retenir ces transactions.

Par ailleurs, deux transactions se caractérisaient par une activité plus proche de celle du Groupe : Scott Dunn (janvier 2023), ainsi que, dans une moindre mesure, HolidayCheck Group (septembre 2021). La taille limitée de cet échantillon doublée du manque d'information publique pertinente disponible nous a conduits à exclure la méthode.

3.2.4 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

La distribution de dividendes par Voyageurs du Monde au cours des trois années n'a pas présenté de caractère stable et récurrent, avec le seul paiement d'un dividende brut de 3,0€ par action au titre de l'exercice 2022.

Par conséquent, cette méthode n'a pas été jugée pertinente au cas d'espèce.

3.3 - Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes :

- méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (à titre principal),
- référence au cours de bourse (à titre principal),
- méthode des comparables boursiers (à titre secondaire).

3.3.1 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (retenue à titre principal)

3.3.1.1 - Définition de la méthode

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, avant incidence du mode de financement, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net et ceci en retenant une valeur terminale. Le calcul de la valeur terminale repose sur l'actualisation d'un flux futur dit « normatif » à un horizon infini.

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés jusqu'à l'exercice clos au 31 décembre 2026 d'après le plan d'affaires, qui est construit conformément aux normes de l'ANC, puis revus et validés par le conseil d'administration du 8 avril 2024.

3.3.1.2 - Analyse du plan d'affaires de Voyageurs du Monde

Chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires provient de données établies par le Groupe.

Le plan d'affaires présente une croissance organique budgétée en ralentissement sur l'horizon explicite, extériorisant un TCAM de l'ordre de 4,3% sur la période 2023-2026. Cette tendance traduit la poursuite des stratégies de développement du Groupe, et s'inscrit légèrement en-deçà de la croissance organique observée sur l'historique 2019-2023 (+5,1%), ainsi que de la croissance historique de marché.

L'année 2024 est portée par plusieurs évolutions distinctes :

- premièrement, la croissance importante du segment Aventure (proche de 10%), qui devrait bénéficier en décalé de l'effet rattrapage dont a bénéficié le segment Sur Mesure sur l'année 2023 (en raison notamment des différences de positionnement et de clientèle). Le segment Aventure devrait ensuite retrouver, dès 2025, des progressions plus conformes à celles extériorisées sur de longues tendances (3,0% à 3,5%) ;
- deuxièmement, le segment Sur Mesure, bien que retrouvant en 2024 et 2025 une dynamique plus modérée conforme à l'historique long, porte également la croissance, avec un effet majoritairement volume ;
- enfin, le segment Vélos contribue dans une moindre mesure à la performance réalisée, avec une croissance d'environ 6%.

Le segment Aventure retrouvant un niveau plus normatif l'année suivante, la croissance entame en 2025 une décrue, bien que la croissance Vélos, à volume faible, demeure dynamique. En 2026, sous l'effet d'un ralentissement de la dynamique du segment Sur Mesure, ainsi que de la normalisation de la tendance sur le segment Vélos, l'ensemble des croissances converge vers 3%. Ce ralentissement s'explique par un positionnement dès aujourd'hui dominant en France, avec des parts de marché importantes sur les segments Aventure et Sur Mesure, et le maintien futur de la dynamique de l'activité du Groupe implique ainsi le développement de nouveaux relais de croissance, notamment à l'international.

Le plan d'affaires intègre partiellement un développement à l'international *from scratch*, en particulier en Belgique, Suisse et en Allemagne, bien que la croissance reste essentiellement portée par la France sur l'horizon explicite.

Analyse de la marge brute

La marge brute s'établit à l'horizon du plan d'affaires à environ 31% du chiffre d'affaires, à un niveau

proche du celui observé en 2023.

La période 2020-2023 s'est caractérisée par une croissance anormale de la marge brute en valeur absolue et en valeur relative, attribuable à plusieurs phénomènes d'ordre ponctuel :

- les frais d'annulation liés à la période de crise sanitaire ont mécaniquement amélioré les marges ;
- le phénomène de « *revenge travel* », observé sur le segment Sur Mesure notamment, a créé un tel engouement chez les consommateurs qu'ils ont choisi des prestations plus qualitatives et de nombreux services additionnels ;
- un fort pourcentage de souscription d'assurances voyage, lié aux craintes générées par la crise sanitaire, a contribué à améliorer la marge brute moyenne ;
- de meilleurs remplissages des circuits en groupe au niveau du segment Aventure ont pu être observés.

Les taux 2019 ne constituent pas pour autant une référence normative, dans la mesure où l'inflation a entraîné une hausse de l'ordre de 20 à 25% des tarifs, avec un nouveau positionnement du Groupe sur des prestations à plus forte valeur ajoutée allant de pair avec des marges plus élevées qu'auparavant.

Les marges brutes reviendraient ainsi progressivement à un niveau plus normatif, devant correspondre à celui observé à l'horizon du plan d'affaires, restant supérieur aux niveaux observés en 2018-2019 (respectivement 29,7% et 29,5%).

Analyse de la marge d'EBITDA

Le taux de marge d'EBITDA devrait connaître une légère diminution jusqu'en 2026, tout en restant supérieur aux niveaux observés en 2018 et 2019 (respectivement 7,2% et 6,9% du chiffre d'affaires), avec une marge s'établissant autour de 8% du CA à l'horizon du plan d'affaires.

Cette évolution est due à trois facteurs concomitants :

- la hausse des frais de communication, retrouvant en 2024 leur niveau historique de 2,0% du CA. Ces frais avaient pu être réduits en 2023 du fait d'un important volume de clients obtenu sans démarches de communication/publicité, lié au phénomène de « *revenge travel* » décrit ci-avant ;
- la hausse des charges de personnel, portée principalement par la dynamique d'inflation salariale ainsi que par une croissance des recrutements attendue supérieure à la croissance du chiffre d'affaires du fait d'un nombre plus important de clients ;
- la retour à un niveau plus normatif de marge brute en pourcentage du chiffre d'affaires, ainsi que décrit ci-avant.

Analyse de la marge d'EBIT (REX)

Les dotations nettes aux amortissements et provisions devraient quant à elles rester stables en valeur relative et représenter environ 1,0% du chiffre d'affaires sur l'ensemble du plan d'affaires, ainsi qu'en 2023.

De même, les dotations aux amortissements des écarts d'acquisitions s'inscrivent dans le prolongement de l'année 2023 à un montant nul.

En conséquence, la marge d'EBIT suit une évolution identique à celle de l'EBITDA, et s'établit autour de 7% du chiffre d'affaires à l'horizon 2026.

CVAE, CIR et impôt retenu

Le Groupe anticipe un niveau de CVAE représentant environ 0,6m€ annuels sur la durée du plan d'affaires.

L'impact du Crédit d'Impôt Recherche (CIR), d'un niveau net estimé s'établissant aux alentours de 250k€ annuels sur la période 2024-2026, a été pris en compte pour le calcul de l'impôt sur le plan d'affaires, en le déduisant de la base imposable (produit non imposable fiscalement), tout en prenant en compte le flux de trésorerie qu'il représente.

Les calculs de l'impôt reposent, au cas d'espèce, sur le taux d'impôt sur les sociétés issus de la Loi de Finances 2024 (25% à partir de 2024).

Les calculs de base imposable tiennent également compte de la contribution sociale additionnelle sur les bénéficiaires⁸.

Le taux d'impôt théorique après ajout de la contribution additionnelle s'élève ainsi à 25,7% sur la période explicite.

Reports déficitaires

Nous avons tenu compte, dans le calcul de la valeur d'entreprise, de l'économie d'impôt liée aux déficits fiscaux reportables (355k€), qui a été approchée en retenant le montant d'Impôt Différé Actif issu des comptes au 31 décembre 2023.

Analyse des produits financiers issus de la trésorerie non-proprétaire

La trésorerie non-proprétaire du Groupe constitue un fonds de roulement opérationnel complémentaire pour celui-ci.

Dans le cadre de sa politique de gestion de ses excédents de fonds de roulement, le Groupe procède au placement de cette trésorerie non-proprétaire sur des supports d'investissements aux profils de risques extrêmement faibles.

Ainsi, s'il convient d'éliminer cette trésorerie non-proprétaire dans le cadre de l'extériorisation de la valeur par action du Groupe, il convient également de retenir la valeur actualisée des produits financiers qui en sont issus.

Au cas d'espèce, nous avons retenu, dans nos flux prévisionnels, des produits financiers issus de la trésorerie non-proprétaire calculés sur la base de projections bilancielle de trésorerie non-proprétaire communiquées par le management, auxquelles nous avons appliqué un taux d'intérêt de 3,0% correspondant à la moyenne 12 mois des OAT françaises d'échéance 10 ans au 20 mai 2024.

Après impact de la fiscalité applicable au Groupe, le flux retenu s'élève au total à environ 7,0m€ sur la période explicite du plan d'affaires.

Analyse du plan d'investissements

Les investissements prévus sur la période du plan reflètent la faible intensité capitalistique appelée par l'activité du Groupe. En 2023, les acquisitions d'immobilisations représentaient 1,2% du chiffre d'affaires de Voyageurs du Monde.

Les données historiques apparaissent en cohérence avec les niveaux d'investissements projetés autour de 1% sur la période du plan d'affaires, avec en 2024 un niveau plus élevé lié à l'acquisition d'un bien immobilier à Bordeaux (3,2m€) ainsi qu'à Nantes (1,8m€ estimés). Les Capex de renouvellement,

⁸ La Contribution Sociale additionnelle sur les bénéficiaires est un impôt supplémentaire à hauteur de 3,3% s'appliquant aux sociétés dont le montant d'impôt dépasse 763k€

hormis ces dépenses isolées, sont principalement relatifs :

- à la marque Eurofun, avec le renouvellement des vélos et véhicules servant au transport de ces derniers ;
- à des investissements liés aux outils de gestion et sites Web des sociétés du Groupe, des travaux dans les agences physiques et hébergements Voyageurs du Monde, ainsi que du matériel et des licences informatiques.

Analyse du Besoin en fonds de roulement

L'analyse historique du BFR a été développée en §1.1.1.7 de notre rapport.

Les prévisions de BFR du Groupe reposent sur des données bilancielle élaborées par le management. En cohérence avec le BFR historique présenté, ces données ont été retraités en tenant compte dans les prévisions de la trésorerie non-proprétaire et des dépôts et cautionnements. Le calcul réalisé aboutit à un BFR s'inscrivant dans la continuité des niveaux empiriques constatés, avec un excédent de fonds de roulement ajusté en légère décreue d'environ 6 jours de chiffre d'affaires sur l'horizon du plan d'affaires, contre 9 jours au 31 décembre 2023.

Cette évolution s'explique notamment par une diminution des autres dettes et passifs courants en raison de l'apurement d'avoirs émis par le Groupe à destination de clients pendant la Covid-19 (annulation de voyages), au 31 décembre 2024.

Cette diminution de l'excédent en fonds de roulement induirait une consommation de trésorerie d'environ 4m€ sur le premier flux. La consommation se transforme ensuite en flux annuel positif de l'ordre de 0,5m€ à 1m€ sur la durée résiduelle du plan d'affaires.

Conclusion

Compte tenu de la performance historique observée et du réalisé à date, les hypothèses du plan d'affaires semblent à la fois raisonnables et cohérentes en termes de chiffre d'affaires.

Ces hypothèses reposent sur une croissance en diminution progressive de 2024 à 2026, cohérente avec le positionnement de niche du Groupe associé à la détention de parts de marché significatives, qui rend plus complexe le développement de relais de croissance. La hausse de l'activité projetée intègre néanmoins, sur la période explicite du plan, une croissance provenant d'une part de la nouvelle niche Vélos, à parts de marché pour l'heure faibles, d'autre part du rattrapage à observer de l'Aventure, et enfin de l'inflation.

Le positionnement dominant du Groupe sur ses principaux marchés assure *a contrario* un risque moins important relativement à sa rentabilité future. Cette dernière devrait légèrement diminuer sur la durée du plan d'affaires et en particulier en 2024, principalement attribuable au retour à une situation normative post-Covid 19, ce dernier ayant ponctuellement porté les marges à la hausse, ainsi qu'à l'inflation salariale. La Covid-19, adossée à l'inflation, a néanmoins constitué plus durablement une opportunité de montée en gamme du Groupe, dont la rentabilité se situe désormais à des niveaux supérieurs à ceux observés avant la Covid-19 en 2018 et 2019.

3.3.1.3 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans le plan d'affaires du groupe sur la période 2024 - 2026, nous avons calculé les flux de trésorerie disponibles de la manière suivante :

Voyageurs du Monde - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles	
= EBIT	Résultat d'Exploitation en normes ANC
- Impôt normatif théorique	<i>Sur résultat d'exploitation</i>
= NOPAT	Net Operating Profit After Tax
+ Produits financiers	<i>Nets d'impôts, issus de la trésorerie non-proprétaire</i>
+ Amortissements	
- Investissements	
- Variations du BFR	
= Flux de trésorerie disponible ou Free Cash-Flows (FCF)	

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés au 20 mai 2024.

3.3.1.4 - Détermination du taux d'actualisation

Calcul du coût des capitaux propres		Voyageurs du Monde
Taux sans risque	(1)	3,01%
Prime de risque du marché	(2)	5,24%
Beta désendetté	(3)	1,22
Gearing	(4)	0%
Prime de taille	(5)	1,60%
Coût des capitaux propres	(6)	11,00%

(1) OAT 10 ans - moy. 1 mois au 20/05/2024
(2) Fairness Finance - moy. 1 mois au 30/04/2024
(3) Moyenne Beta Damodaran secteur "Hotel and gaming" et comparables boursiers
(4) Gearing de la Société
(5) Ibbotson
(6) Formule du modèle CAPM

Le taux d'actualisation (ou WACC) résultant de notre approche s'élève à 11,00%, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque basé sur la moyenne 1 mois au 20 mai 2024 du taux de rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans, soit 3,01% ;
- une prime de risque du marché actions France de 5,24%, basée sur le TRI calculé par Fairness Finance à fin avril 2024⁹ ;
- un *gearing* nul, compte tenu de la position de trésorerie nette du Groupe ainsi que de la majorité de ses comparables boursiers (dette financière nette modérée dans le cas contraire) ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta désendetté de 1,22 retenu correspond à la moyenne entre le bêta 5 ans des sociétés comparables affichant un coefficient de détermination R² supérieur à 20% et le Bêta Damodaran spécifique au secteur européen « Hotel and Gaming » ;
- la prime de taille retenue (1,60%) est fondée sur la prime extériorisée par l'étude internationale de Roger Ibbotson publiée par Duff & Phelps¹⁰ en décembre 2022. La prime de taille correspond à l'écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action (qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières) et celle observée sur des capitalisations boursières plus petites.

3.3.1.5 - Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon du plan d'affaires (2026) à partir d'un cash-flow disponible normatif, calculé à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro, sur la base des hypothèses

⁹ Dont a été soustrait notre propre calcul du taux sans risque (basé sur une moyenne 1 mois et non sur un niveau spot en fin de mois).

¹⁰ Calculée par interpolation linéaire entre les bornes issues de la matrice des déciles (en valeurs logarithmiques).

suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini estimé à 2,0%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé de l'économie sur le long terme, et tenant compte également des prévisions de croissance à long terme du secteur d'activité de Voyageurs du Monde ;
- Un niveau de marge d'EBIT de 7,3% du chiffre d'affaires correspondant au niveau de marge opérationnelle anticipé par Voyageurs du Monde à l'horizon du plan d'affaires (2026) ;
- Un taux d'impôt normatif de 25,7% (y compris contribution additionnelle) équivalent à celui retenu à l'horizon de la période explicite (2026) ;
- Un niveau de produits financiers issus de la trésorerie non-proprétaire s'établissant à environ 2m€ ;
- Un niveau des amortissements égal à celui des investissements à l'infini, soit 1,0% du chiffre d'affaires, correspondant au niveau observé sur la dernière année de la période explicite (2026) ;
- Un besoin en fonds de roulement calculé à hauteur de -1,7% du chiffre d'affaires induisant une variation de BFR de l'ordre de 0,3m€ à l'horizon normatif.

3.3.1.6 - Résultats chiffrés

Valeur des titres par la méthode du DCF	
En m€	
Flux de trésorerie actualisés cumulés	109,0
Valeur terminale actualisée	406,3
Valeur d'entreprise	515,3
Dette financière (-) / Trésorerie (+) nette ajustée	182,0
Economie d'impôt liée aux déficits fiscaux reportables	0,4
Valeur des capitaux propres	697,7
Nombre d'actions (en milliers)	5 352
Valeur par action (€)	130,4 €
Prix d'Offre (€)	150,0 €
<i>Prime offerte par le Prix d'Offre</i>	<i>15,1 %</i>

La valeur des fonds propres s'élève selon cette méthode à 697,7m€.

La valeur unitaire de l'action Voyageurs du Monde s'élève selon la méthode des flux de trésorerie actualisés à 130,4€.

Le prix d'Offre de 150,0€ induit une prime de 15,1% sur la valeur obtenue par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

3.3.1.7 - Analyse de sensibilité

L'analyse de la sensibilité de la valeur au couple taux de croissance à l'infini / taux d'actualisation d'une part, puis au couple taux d'EBIT normatif / taux d'actualisation d'autre part, est présentée en page suivante.

Tableau de sensibilité de la valeur par action (en €)				
		Croissance à l'infini		
		1,50%	2,00%	2,50%
WACC	10,50%	130,7 €	135,7 €	141,3 €
	11,00%	125,9 €	130,4 €	135,3 €
	11,50%	121,6 €	125,6 €	130,0 €

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 125,6€ (taux de croissance à l'infini de 2,0% et taux d'actualisation de 11,5%) et 135,7€ (taux de croissance à l'infini de 2,0% et taux d'actualisation de 10,5%).

Tableau de sensibilité de la valeur par action (en €)				
		EBIT normatif (%)		
		6,8%	7,3%	7,8%
WACC	10,50%	130,4 €	135,7 €	141,0 €
	11,00%	125,4 €	130,4 €	135,3 €
	11,50%	120,9 €	125,6 €	130,2 €

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour le taux de marge d'EBIT sur le flux normatif et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur comprise entre 125,4€ (taux d'EBIT normatif de 6,8% et taux d'actualisation de 11,0%) et 135,7€ (taux d'EBIT normatif de 7,3% et taux d'actualisation de 10,5%).

3.3.2 - Référence au cours de bourse (retenue à titre principal)

Voyageurs du Monde a été introduit en bourse sur le marché Euronext en 2006. Les actions Voyageurs du Monde sont cotées sur Euronext sous le code ISIN FR0004045847 et ont pour code mnémorique ALVDM.

La capitalisation boursière à la veille de l'annonce de l'opération et à la suspension du cours qui en découle (22 avril 2024) s'élève à environ 557,0m€.

A notre connaissance, Voyageurs du Monde fait l'objet d'un suivi par quatre analystes financiers.

3.3.2.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse

Au 31 mai 2024, l'actionnariat de Voyageurs du Monde se présente comme suit :

Voyageurs du Monde - Détail des actions composant le capital au 31 mai 2024				
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Avantage	2 979 145	69,0%	5 535 626	79,4%
Fondateurs associés d'Avantage	21 168	0,5%	26 780	0,4%
Total Avantage + Fondateurs	3 000 313	69,5%	5 562 406	79,8%
Salariés (incluant FCPE)	29 542	0,7%	49 016	0,7%
Actions autodétenues (contrat de liquidité)	1 367	0,0%	1 367	0,0%
Actions autodétenues (contrat PRA en vue annulation)	38 598	0,9%	38 598	0,6%
Flottant (incluant conversion obligations publiques)	1 249 511	28,9%	1 322 388	19,0%
Total Flottant / Salariés / Autodétention	1 319 018	30,5%	1 411 369	20,2%
Total des actions	4 319 331	100,0%	6 973 775	100,0%

Source : Note d'information de Voyageurs du Monde

Le capital flottant représente 28,9% du capital du Groupe.

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée.

Voyageurs du Monde - Analyse de la liquidité de l'action				
	Titres échangés en moyenne quotidienne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé en % du total ¹	Volume cumulé en % du flottant ²
Moyenne 1 mois	1 554	31 072	0,7%	2,6%
Moyenne 3 mois	1 510	95 141	2,2%	7,9%
Moyenne 6 mois	1 344	169 405	4,0%	14,1%
Moyenne 9 mois	1 326	253 291	5,9%	21,0%
Moyenne 12 mois	1 411	359 822	8,4%	29,9%

Source : Capital IQ, 22/04/2024

¹ Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

² Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

Les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre 1.326 titres (moyenne 9 mois) et 1.554 titres (moyenne 1 mois), illustrant une hausse des échanges et de la liquidité au cours du dernier mois précédant l'annonce de l'opération (22 avril 2024).

Au cours de la dernière année, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 359 milliers d'actions, soit 8,4% du nombre total de titres composant le capital du Groupe et 29,9% du flottant.

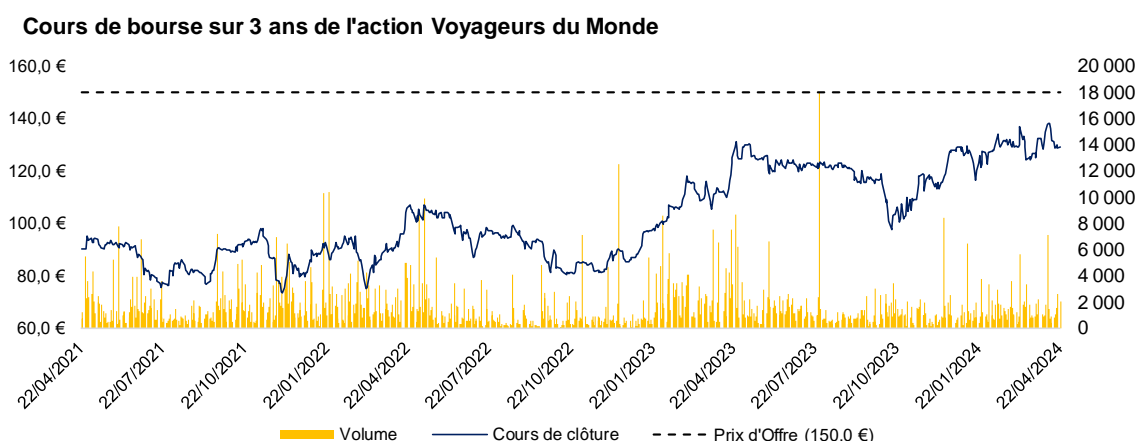
Sur le dernier mois avant l'annonce de l'opération, le nombre total de titres échangés représente 0,7% du nombre total de titres et 2,6% du flottant.

Au regard de ces données, le titre Voyageurs du Monde, qui fait l'objet de volumes d'échanges réguliers, présente une liquidité satisfaisante. D'autre part, la société Voyageurs du Monde fait l'objet d'un suivi par quatre analystes financiers indépendants.

Nous retiendrons de ce fait cette méthode à titre principal, cette valeur constituant par ailleurs une référence directement observable pour un actionnaire minoritaire.

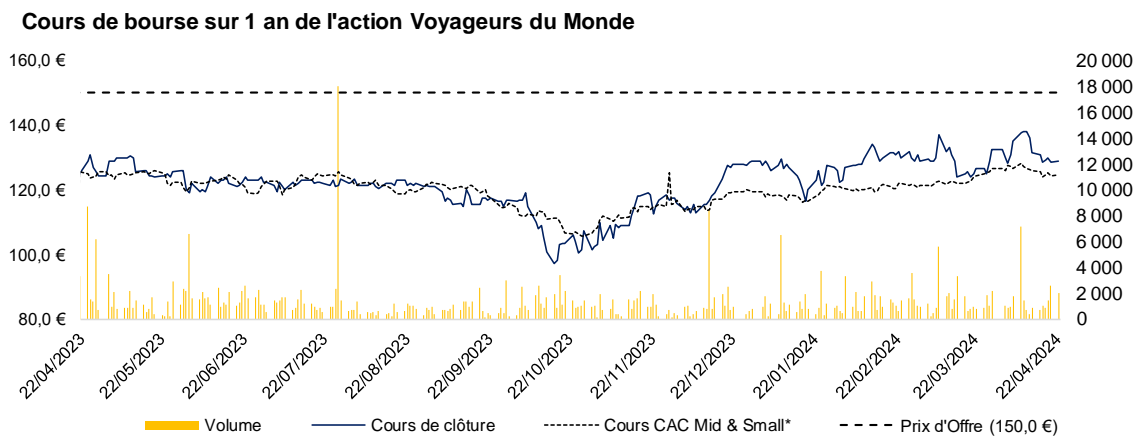
3.3.2.2 - Analyse du cours de bourse

L'évolution du cours de bourse de Voyageurs du Monde sur les trois dernières années est présentée ci-dessous :



Sur la période allant du 22 avril 2021 au 22 avril 2023, le cours a connu une période de hausse en lien avec la sortie progressive de la période Covid.

Le cours a notamment fortement augmenté à partir de novembre 2022, en particulier à la suite de la publication de différents communiqués, puis à l'annonce en avril 2023 des résultats annuels 2023.



*Rebasé au 22 avril 2023

Sur la période allant du 22 avril 2023 au 22 avril 2024, le cours a connu une évolution globale positive en lien avec l'évolution de l'indice CAC « Mid & Small », avec une baisse dans un premier temps jusqu'à octobre 2023 en ligne avec la baisse des marchés, suivie d'une hausse corrélée à la reprise des marchés mais également aux performances financières de Voyageurs du Monde (publication des résultats semestriels au 23 octobre 2023) relayées par les analystes.

Récemment, début avril 2024, la publication d'une note d'analyste de TP ICAP relayée par Les Echos a également été concomitante d'une hausse du cours.

3.3.2.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 22 avril 2024, dernier cours précédant la suspension de ce dernier liée à l'annonce au marché du projet d'Offre Publique de Rachat d'Actions au prix de 150,0€ par action.

Voyageurs du Monde - Cours moyen pondéré par les volumes		
	€/action	Prime extériorisée en %¹
Cours de clôture (le 22 avril 2024)	129,00	16,3%
CMPV* 20 jours	132,32	13,4%
CMPV* 60 jours	130,73	14,7%
CMPV* 120 jours	125,63	19,4%
CMPV* 180 jours	122,14	22,8%
CMPV* 250 jours	122,52	22,4%
Maximum cours de clôture - 1 an	138,20	8,5%
Minimum cours de clôture - 1 an	97,40	54,0%

¹Pour un prix d'Offre de 150,00€ par action

*Cours Moyen Pondéré par les Volumes

Source : Capital IQ, Euronext le 22/04/2024

Les différentes moyennes de cours de bourse, s'établissent entre 122,14€ (moyenne 180 jours) et 132,32€ (moyenne 20 jours).

Le prix proposé de 150,0€ par action offre des primes sur les différentes moyennes de cours de bourse. Ces primes sont comprises entre 13,4% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 20 jours) et 22,8% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 180 jours). Il offre une prime de 16,3% par rapport au dernier cours de clôture avant annonce (129,00€ le 22 avril 2024) et une prime de 8,5% par rapport au cours de clôture maximum observé au cours de la dernière année (138,20€ le 10 avril 2024).

Nous retiendrons en synthèse la référence aux moyennes 20 jours, 60 jours ainsi qu'au cours

spot, constitutive d'une référence à l'environnement de marché le plus récent.

3.3.3 - Méthode des comparables boursiers (retenue à titre secondaire)

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats de la société Voyageurs du Monde les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

Nous avons retenu cette méthode, qui constitue une référence de valorisation usuelle et connue des investisseurs et actionnaires, dans la mesure où les sociétés identifiées présentent des activités proches de celles de Voyageurs du Monde.

Néanmoins, cette approche n'a été retenue qu'à titre secondaire, au regard notamment des facteurs suivants :

- l'absence de tour-opérateurs cotés répondant à nos critères de sélection (géographiques, comptables, et financiers, présentés ci-après en §3.3.2.1) ;
- la spécificité du positionnement du Groupe, opérant sur le segment spécifique de voyage sur mesure haut de gamme, avec un modèle mixte (online/offline) de distribution de l'offre commerciale, qui n'a pu être retrouvé chez aucun acteur coté analysé répondant à nos critères de sélection ; ceux-ci proposant par ailleurs une valeur ajoutée et un niveau de services sensiblement inférieurs à l'offre *premium* du Groupe pour une clientèle plus disparate.

3.3.3.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues

Le Groupe est un tour-opérateur (voyagiste), qui organise des séjours touristiques en rassemblant les prestations de ses fournisseurs afin de proposer un packaging complet de séjour touristique.

Nous avons procédé à l'analyse d'un panel d'acteurs cotés sur la base de ce critère d'activité ainsi que notamment des critères suivants :

- une cotation en Europe ou en Amérique du Nord ;
- la possibilité d'identifier la trésorerie non-proprétaire afin de la retraiter par homogénéité avec notre Groupe ; et
- un suivi de la société par au moins 2 analystes.

Les tour-opérateurs cotés identifiés (notamment Rainbow Tours, Inspirato, Hello World, Tui AG) ne permettaient pas de répondre à l'ensemble de ces critères.

Nous avons par conséquent élargi notre recherche aux sociétés cotées présentant l'activité d'agences de voyages en ligne, proposant également des packagings complets de séjours touristiques, mais aussi des prestations touristiques en libre-service (séjour complet, hôtel, billet d'avion...).

Comme expliqué en préambule de la méthode, ces sociétés ne constituent pas des références directement pertinentes pour le Groupe, bien qu'ayant des activités proches, compte tenu des disparités des clientèles ciblées, allant de pair avec une valeur ajoutée et un niveau de service sensiblement inférieurs, pour les sociétés jugées comparables, à l'offre *premium* de Voyageurs du Monde. De plus, les canaux de distribution de l'offre commerciale diffèrent, avec un modèle 100% *Online* des sociétés jugées comparables, tandis que le Groupe présente un modèle mixte incluant des agences physiques. Par ailleurs, au regard des tailles contrastées des sociétés étudiées, nous avons constitué deux échantillons distincts :

- le premier échantillon, extériorisant une borne basse de la méthode, est constitué de sociétés à la capitalisation boursière comprise entre 100m€ et 1md€ ; et
- le second échantillon, extériorisant une borne haute de la méthode, est constitué de sociétés à la capitalisation boursière supérieure à 10mds€.

Au terme de notre analyse, l'échantillon de sociétés comparables présentant des capitalisations boursières entre 100m€ et 1md€, est présenté ci-dessous :

Présentation des sociétés comparables - Echantillon n°1

Comparables boursiers	Pays	Capi. boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2023 (en m€)
On the Beach Group plc	Royaume-Uni	285	204
eDreams ODIGEO S.A.	Espagne	805	629
Moyenne - Echantillon n°1		545	416

Source : Capital IQ

*Moyenne 1 mois au 20/05/2024

Nous avons retenu deux sociétés comparables dans ce premier échantillon :

- On The Beach Group est une agence de voyage en ligne britannique principalement spécialisée dans les vacances en bord de mer. La société propose une sélection de forfaits vacances, via sa plateforme en ligne, comprenant des vols, des hôtels et des transferts vers des destinations balnéaires populaires, notamment en Europe et dans le monde entier. Le groupe bénéficie d'une solide implantation au niveau local, et a réalisé la totalité de son chiffre d'affaires 2023 au Royaume-Uni. Il est coté sur le London Stock Exchange et son chiffre d'affaires s'est établi à 204m€ en 2023.
- eDreams ODIGEO est une agence de voyage en ligne espagnole principalement spécialisée dans les vols à travers cinq marques : eDreams, Go Voyages, Opodo, Travellink et Liligo. Le groupe offre également une gamme complète de services, en ce compris hôtels, locations de voitures, croisières et assurances voyage, et opère au travers de plateformes numériques et d'applications mobiles, avec une portée internationale dans 44 pays. Il est coté à la bourse de Madrid (BME) et son chiffre d'affaires s'est établi à 629m€ en 2023.

Le second échantillon de sociétés comparables, aux capitalisations boursières supérieures à 10mds€, est présenté ci-dessous :

Présentation des sociétés comparables - Echantillon n°2

Comparables boursiers	Pays	Capi. boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2023 (en m€)
Booking Holdings Inc.	Etats-Unis	114 340	19 329
Expedia Group, Inc.	Etats-Unis	15 254	11 615
Moyenne - Echantillon n°2		64 797	15 472

Source : Capital IQ

*Moyenne 1 mois au 20/05/2024

Nous avons retenu deux sociétés comparables dans ce deuxième échantillon :

- Booking Holdings est un groupe américain qui figure parmi les leaders dans le domaine des voyages en ligne. Le groupe offre une gamme complète de services de réservations de voyages et d'hôtels, ainsi que de location de voitures, à travers différentes marques telles que booking.com, kayak.fr ou agoda.com. Il opère à l'échelle mondiale, avec une part significative de son chiffre d'affaires 2023 générée aux Pays-Bas (79,6%) et aux États-Unis (10,9%). Il est coté au NASDAQ et son chiffre d'affaires s'est établi à 19.329m€ en 2023.
- Expedia Group est un groupe américain spécialisée dans la vente de séjours touristiques en ligne. Le groupe offre des services de vente de billets d'avions, de réservations d'hôtels et de location de voitures par le biais des sites internet tels qu'expedia.com, hotels.com ou hotwire.com, et propose également des services de voyages d'affaires au travers de la plateforme Egencia. Il est notamment présent aux États-Unis, où il a réalisé 63,5% de ses revenus en 2023. Il est coté au NASDAQ et son chiffre d'affaires s'est établi à 11.615m€ en 2023.

3.3.3.2 - Analyse des comparables boursiers

Les taux de croissance du chiffre d'affaires entre 2024 et 2025 des sociétés comparables sont présentés ci-après :

Echantillon n°1 – Capitalisations entre 100m€ et 1md€ :

Analyse des sociétés comparables - Echantillon n°1	
Comparables boursiers	Croissance
	du CA
	24/25
On the Beach Group plc	11,3%
eDreams ODIGEO S.A.	12,3%
Moyenne - Echantillon n°1	11,8%
Voyageurs du Monde	4,0%

Source : Capital IQ au 20/05/2024

Nous constatons que la croissance du chiffre d'affaires du Groupe devrait être inférieure à celle des sociétés comparables du premier échantillon pour l'année 2025 (4,0% contre 11,8%).

En effet, Voyageurs du Monde se spécialise dans les voyages sur mesure en France, où elle détient des parts de marché importantes. Cependant, cette niche ne lui permet pas de réaliser des taux de croissance aussi élevés que les OTA (*Online Travel Agencies*) présentées ci-dessus.

Les agences de voyage en ligne profitent d'une croissance plus importante grâce à la montée en puissance de la désintermédiation dans ce secteur et aux évolutions des comportements dans la consommation des voyages (prix plus accessibles, planification autonome, etc.).

Echantillon n°2 – Capitalisations supérieures à 10mds€ :

Analyse des sociétés comparables - Echantillon n°2	
Comparables boursiers	Croissance
	du CA
	24/25
Booking Holdings Inc.	8,6%
Expedia Group, Inc.	7,8%
Moyenne - Echantillon n°2	8,2%
Voyageurs du Monde	4,0%

Source : Capital IQ au 20/05/2024

Le taux de croissance moyen du chiffre d'affaires de ces dernières en 2025 devrait rester une nouvelle fois plus important que celui du Groupe (8,2% contre 4,0%). Cela s'explique notamment pour les raisons explicitées ci-avant.

Les taux de marge d'EBIT sur l'année 2025 des sociétés comparables des deux échantillons sont présentés ci-après.

Les sociétés des deux échantillons, en tant qu'agences de voyage en ligne (OTA), enregistrent en chiffre d'affaires leurs commissions sur voyages effectués. Le Groupe, en tant que voyageur, comptabilise en chiffre d'affaires l'ensemble de la facturation liée au voyage. A ce titre, l'équivalent de chiffre d'affaires des sociétés sélectionnées correspond, pour le Groupe, à sa marge brute.

En raison de cette différence de comptabilisation du chiffre d'affaires, nous avons présenté pour le Groupe une marge d'EBIT retraitée permettant d'effectuer une comparaison directe avec notre panel de sociétés. Le calcul est le suivant : EBIT / Marge brute, au lieu de EBIT / Chiffre d'affaires.

Echantillon n°1 – Capitalisations entre 100m€ et 1md€ :

Analyse des sociétés comparables - Echantillon n°1	
Comparables boursiers	Marge d'EBIT
	2025
On the Beach Group plc	15,4%
eDreams ODIGEO S.A.	15,8%
Moyenne - Echantillon n°1	15,6%
Voyageurs du Monde	23,2%*

**Marge d'EBIT du Groupe retraitée (EBIT / Marge brute)
Source : Capital IQ au 20/05/2024*

Le taux de marge d'EBIT qui devrait être extériorisé par le Groupe en 2025 est sensiblement supérieur aux taux de marge moyens des sociétés comparables du premier échantillon. Ce constat est notamment lié au modèle différencié du Groupe, opérant sur un positionnement haut de gamme à forte valeur ajoutée.

Echantillon n°2 – Capitalisations supérieures à 10mds€ :

Analyse des sociétés comparables - Echantillon n°2	
Comparables boursiers	Marge d'EBIT
	2025
Booking Holdings Inc.	32,7%
Expedia Group, Inc.	12,6%
Moyenne - Echantillon n°2	22,6%
Voyageurs du Monde	23,2%*

**Marge d'EBIT du Groupe retraitée (EBIT / Marge brute)
Source : Capital IQ au 20/05/2024*

En 2025, les taux de marge d'EBIT des sociétés comparables du deuxième échantillon s'établiraient à 12,6% pour Expedia Group et 32,7% pour Booking Holdings, dont les tailles respectives et le positionnement de leader mondial permettent un *pricing power* plus important. Le Groupe, leader essentiellement national uniquement sur sa niche, se situe à un niveau intermédiaire de marge entre ces acteurs, grâce, ici encore, à un positionnement de services à haute valeur ajoutée.

3.3.3.3 - Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu le multiple d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité, hors biais lié au caractère propriétaire ou non de l'outil productif (modèle *asset-light* versus *asset-heavy*), avant impact des charges financières, observée sur les sociétés de l'échantillon pour l'année 2025.

Par ailleurs, il est à noter que nous avons retraité l'impact de la norme comptable IFRS 16 sur les EBIT des sociétés comparables concernées (On The Beach Group et eDreams ODIGEO), en cohérence avec les agrégats du Groupe qui n'intègrent pas la norme.

Nous avons également retraité l'ensemble des dettes nettes des sociétés comparables de l'impact de la norme comptable IFRS 16, pour On The Beach Group et eDreams ODIGEO, et de la norme comptable ASC 842 (US GAAP) pour Booking Holdings et Expedia Group.

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires car celui-ci n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, Voyageurs du Monde présente des marges opérationnelles décorréélées des marges des sociétés de nos échantillons ;
- d'EBITDA en raison des écarts qui peuvent exister entre les sociétés dans le traitement comptable des frais de logiciel, des différences liées à l'intensité capitalistique des sociétés comparables et de l'incertitude sur l'intégration ou non par les analystes des retraitements IFRS 16 dans leurs prévisions d'EBITDA ;
- de PER (*Price to Earnings Ratio*) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants pouvant affecter les résultats des sociétés.

Le tableau suivant récapitule les multiples d'EBIT de valorisation boursière de l'ensemble des sociétés comparables des échantillons retenus.

Multiples des sociétés comparables	
Comparables boursiers	VE/EBIT*
	2025
On the Beach Group plc	8,6x
eDreams ODIGEO S.A.	8,9x
Moyenne - Echantillon n°1	8,7x
Booking Holdings Inc.	15,1x
Expedia Group, Inc.	9,5x
Moyenne - Echantillon n°2	12,3x

Source : Capital IQ au 20/05/2024
**Dette nette (pour le calcul de la VE) et EBIT retraités de la norme IFRS 16 ou ASC 842*

3.3.3.4 - Retraitement sur l'agrégat (EBIT)

Le Groupe établit ses comptes consolidés en normes ANC. Dans la mesure où les sociétés comparables établissent leurs comptes en IFRS ou en US GAAP, il convient de procéder au retraitement de l'EBIT du Groupe des normes ANC vers les normes IFRS. A ce titre, outre le retraitement de l'impact IFRS 16 mentionné ci-avant, nous avons retraité la CVAE, prise en compte dans le poste d'impôts sur les sociétés en normes IFRS, de l'EBIT du Groupe.

Nous précisons par ailleurs que nous avons analysé les EBIT prospectifs des sociétés de nos deux échantillons, afin de s'assurer qu'ils n'incluaient pas de produits financiers issus du placement de la trésorerie non-propritaire, en cohérence avec l'EBIT prospectif du Groupe.

3.3.3.5 - Application de la méthode

En raison du *ramp-up* observé sur les agrégats de certains comparables, dû aux conséquences de la crise sanitaire, l'année 2024 ne constitue pas pour ces derniers une année qui pourrait être qualifiée de « normative ».

Par ailleurs, le *ramp-up* de Voyageurs du Monde s'est observé de façon décalée. Le Groupe, compte tenu d'un positionnement haut de gamme, a pu bénéficier dès 2023 d'une forte reprise liée au phénomène de « *revenge travel* », avec une clientèle en capacité, dès le retour à la normale post-Covid,

de compenser les voyages n'ayant pas pu être réalisés pendant la période de pandémie en voyageant davantage et/ou en y consacrant un budget plus élevé, et ce malgré l'inflation constatée en 2023 (billets d'avion en particulier). La clientèle des sociétés comparables, davantage constitutive d'un positionnement milieu de gamme, a vu ce phénomène de « *revenge travel* » décalé à 2024.

A ce titre, nous avons exclu de notre analyse les multiples de l'année 2024. Nous avons également exclu l'année 2026 de notre analyse en raison du caractère incertain des prévisions sur cette période.

Ainsi, nous avons retenu les multiples moyens VE / EBIT pour l'année 2025, étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne 1 mois à une date proche du présent rapport (20 mai 2024) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées ou diminuée de la trésorerie nette ajustée consolidée. Nous avons ensuite appliqué ces multiples à l'EBIT prévisionnel, retraité de la CVAE, de Voyageurs du Monde sur l'exercice 2025.

Ayant deux échantillons distincts, nous avons retenu pour l'extériorisation de la valeur par la méthode des multiples boursiers une fourchette comprise entre les multiples moyens de l'échantillon n°1 et les multiples moyens de l'échantillon n°2.

Nous avons, par ailleurs, appliqué aux valeurs d'entreprise des sociétés de l'échantillon n°2 une décote de taille, en raison de leur capitalisation boursière nettement supérieure à celle de Voyageurs du Monde.

Cette décote est estimée entre 20% et 30% sur la base de nombreuses études empiriques qui existent en la matière et notamment d'études empiriques comme celle de Mukesh Bajab, David J Denis, Stephen P Ferris et Atulya Sarin (« Firm value and marketability discounts »), mais également des études de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers ou encore d'Eugène Grena, qui extériorisent des décotes de taille de l'ordre de 20% à 30%.

Nous avons retenu un niveau de décote correspondant à la fourchette basse ressortant de l'analyse, soit 20%.

En revanche, aucun ajustement de taille n'a été appliqué aux entreprises de l'échantillon 1, car leurs capitalisations boursières encadrent de près celle de Voyageurs du Monde.

3.3.3.6 - Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise les fourchettes de valeurs par action implicites de Voyageurs du Monde obtenues par la méthode des comparables boursiers.

Voyageurs du Monde - Evaluation par la méthode des comparables boursiers			
En m€	2025		Moyenne
	Min - Ech. 1	Max - Ech. 2	
Valeur d'entreprise avant prime / décote	486,3	687,6	587,0
Ajustement de taille et d'illiquidité	0,0	-137,5	n/a
Valeur d'entreprise après prime / décote	486,3	550,1	518,2
Trésorerie nette ajustée	182,0	182,0	182,0
Valeur des fonds propres (en m€)	668,3	732,1	700,2
Nombre d'actions (en milliers)	5 352	5 352	5 352
Valeur par action (€)	124,9 €	136,8 €	130,8 €
Prix d'Offre (€)	150,0 €	150,0 €	150,0 €
<i>Prime offerte par le Prix d'Offre</i>	<i>20,1%</i>	<i>9,7%</i>	<i>14,7%</i>

*Retraité de la CVAE

En synthèse, la valeur par action du Groupe après ajustement est comprise entre 124,9€ et 136,8€, soit une valeur par action moyenne de 130,8€.

Le prix d'Offre de 150,0€ fait ressortir une prime comprise entre 9,7% (borne haute) et 20,1% (borne basse) sur la valeur obtenue par cette méthode.

3.4 - Références d'évaluation présentées à titre indicatif

Nous présentons, à titre indicatif, la référence d'évaluation aux notes d'analystes.

3.4.1 - Référence aux notes d'analystes

La référence aux objectifs de cours des analystes consiste à extérioriser la valeur d'une société au travers des objectifs de cours, ces derniers étant mis en avant dans des notes de recherche réalisées par les analystes suivant la valeur des sociétés.

Les cours cibles disponibles à la date la plus récente, avant annonce de l'Offre, des quatre analystes suivant la valeur de Voyageurs du Monde sont présentés ci-après :

Cours cibles des analystes	
Analystes	Cours cibles (€/action)
Gilbert Dupont	143,0
ID MidCaps	130,0
ODDO BHF	158,0
TP ICAP Midcap	213,0
Médiane	150,5
Moyenne	161,0

Cette méthode n'a pas été mise en œuvre, la valeur de l'action Voyageurs du Monde ne faisant pas l'objet d'un suivi jugé suffisamment fiable et régulier par des analystes financiers.

En outre, la valeur par action de Voyageurs du Monde présente deux particularités :

- Il convient, ainsi qu'exposé en §1.1.1.7 et §3.1.2, d'éliminer la trésorerie dite non-proprétaire et de retenir la valeur actualisée des produits financiers que cette trésorerie est à même de générer ;
- Il convient également de retraiter la dette liée aux obligations convertibles, et de tenir compte dans le nombre d'actions retenu des actions à émettre relatives à ces obligations convertibles, ainsi qu'exposé en §1.1.1.7 et §3.1.1.

Nous avons pu prendre connaissance d'une partie des notes disponibles, relatives à Gilbert Dupont et TP ICAP. Ces notes n'extériorisent pas les informations qui nous permettraient de nous assurer de la prise en compte de ces particularités, d'influence significative sur la valeur, par les analystes.

Ainsi, l'information disponible quant à ces travaux de valorisation étant limitée et la fourchette de valeurs extériorisant des différences significatives entre les résultats obtenus, nous n'avons choisi de ne présenter cette référence qu'à titre indicatif.

A titre indicatif, la médiane des cours cibles des analystes s'établit à 150,5€ par action.

4 - Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'Etablissement Présentateur

Les travaux et conclusions de l'Etablissement Présentateur sont présentés dans la note d'information de la présente Offre.

Pour apprécier le prix d'Offre, l'Etablissement Présentateur a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions Voyageurs du Monde :

4.1 - Méthodes d'évaluation écartées :

- Méthode de l'actif net réévalué ; et
- Méthode des transactions comparables.

Nous avons également écarté ces approches, pour les raisons évoquées en §3.2 du présent rapport.

4.2 - Méthodes d'évaluations retenues :

- Référence au cours de bourse (à titre principal) ;
- Méthode des flux de trésorerie actualisés (à titre principal) ;
- Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire) ;
- Référence aux objectifs de cours des analystes (à titre secondaire) ;
- Méthode de l'actualisation des dividendes futurs (à titre indicatif) ; et
- Référence à l'actif net comptable (à titre indicatif).

Nous avons également retenu la référence au cours de bourse et la méthode des flux de trésorerie actualisés à titre principal, ainsi que la méthode des comparables boursiers à titre secondaire.

Nous n'avons cependant pas retenu la référence aux objectifs de cours des analystes à titre secondaire, mais la présentons à titre indicatif. Enfin, nous ne retenons pas, pour notre part, la méthode de l'actif net comptable ni celle de l'actualisation des dividendes futurs, pour les raisons indiquées en §3.2.1. et en §3.2.4.

Notre approche est décrite en §3.2. et en §3.3. du présent rapport.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'Etablissement Présentateur nous conduit à formuler les commentaires suivants :

4.2.1 - Référence au cours de bourse

L'Etablissement Présentateur a retenu la référence au cours de bourse à titre principal.

L'Etablissement Présentateur présente en synthèse le cours spot au 22 avril 2024, le cours moyen pondéré par les volumes sur 20 jours, 60 jours, 120 jours et 240 jours, ainsi que le point haut et bas de clôture sur les 12 mois précédant le 22 avril 2024, correspondant au dernier jour de bourse avant la suspension du cours et l'annonce de l'opération.

Nous avons également retenu le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 et 60 dernières séances boursières précédant l'annonce de l'opération au 22 avril 2024, ainsi que la référence au cours de clôture (cours spot) au 22 avril 2024 pour les raisons mentionnées en §3.3.2.3, tout en mettant en exergue les moyennes 120, 180 et 250 jours.

4.2.2 - Méthode des flux de trésorerie actualisés

Pour mettre en œuvre cette méthode, l'Etablissement Présentateur a :

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par l'Initiateur pour les exercices allant du 31 décembre 2024 au 31 décembre 2026 en extrapolant de deux années le plan d'affaires jusqu'au 31 décembre 2028. L'extrapolation est fondée sur des hypothèses de flux de chiffre d'affaires et de marges d'EBIT décroissantes, lissant ainsi le passage de l'horizon explicite à la valeur terminale ;
- calculé une valeur terminale intégrant un taux de croissance à l'infini de 2,0% et une marge opérationnelle courante (résultat opérationnel / chiffre d'affaires) de 6,8%, correspondant à la moyenne de la marge opérationnelle courante du Groupe sur l'horizon du plan d'affaires et sur les trois exercices pré-Covid 19 ;
- actualisé l'ensemble de ces flux au taux de 10,25% ;
- ajusté la valeur ainsi obtenue du montant (positif) du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31 décembre 2023 (227,5m€) après déduction de la juste valeur des intérêts minoritaires (26,7m€).

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'Etablissement Présentateur, fait ressortir une valeur centrale de l'action Voyageurs du Monde de 124,2€, le prix d'Offre offrant une prime de 20,9% sur cette valeur.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du couple taux de croissance à l'infini / taux de marge opérationnel normatif et taux d'actualisation / taux de croissance à l'infini fait ressortir :

- une valeur par action comprise entre 120,1€ (taux de marge opérationnel de 6,55% et taux de croissance à l'infini de 1,75%) et 128,6€ (taux de marge opérationnel de 7,05% et taux de croissance à l'infini de 2,25%) ;
- une valeur par action comprise entre 119,9€ (taux d'actualisation de 10,50% et taux de croissance à l'infini de 1,75%) et 129,1€ (taux d'actualisation de 10,00% et taux de croissance à l'infini de 2,25%).

Les modalités de mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie actualisés que nous avons retenues divergent de l'Etablissement Présentateur en ce qui concerne :

- le taux d'actualisation retenu ;
- la durée de l'horizon explicite retenue et donc des hypothèses de passage de l'horizon explicite à la valeur terminale qui en découlent ;
- les hypothèses constituant la valeur terminale au regard notamment du taux de marge d'EBIT normatif ;
- le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

4.2.2.1 - Différences avec le taux d'actualisation de la banque présentatrice

Calcul du coût des capitaux propres				
	Etablissement présentateur		Crowe HAF	
Taux sans risque	3,00%	(1)	3,01%	
Prime de risque du marché	7,11%	(2)	5,24%	
Beta désendetté	1,02	(3)	1,22	
Gearing	0%	(4)	0%	
Prime de taille	0%		1,60%	
Coût des capitaux propres	10,25%	(5)	11,00%	

(1) Bloomberg - moy 12m, OAT 10 ans au 23/04/2024

(2) Bloomberg - moy 12m, marché action France au 23/04/2024

(3) Beta Damodaran secteur "Hotel and gaming"

(4) Gearing de la Société

(5) Formule du modèle CAPM

Source de l'établissement présentateur, nos sources étant précisées en §3.3.1.4 du présent rapport

L'Etablissement Présentateur extériorise également un taux d'actualisation correspondant au coût des fonds propres au regard de la situation de trésorerie nette du Groupe. Pour autant, nous constatons des divergences quant aux hypothèses retenues notamment au niveau :

- de la prime de marché actions France. Cette dernière s'établit à 5,24% pour notre part, correspondant à une moyenne 1 mois au 23 avril 2024 du TRI de marché Fairness Finance, ajusté de notre propre calcul du taux sans risque. La banque présentatrice affiche quant à elle une prime de marché à 7,11% issue d'une moyenne 1 an des primes de marché action France de Bloomberg au 23 avril 2024 ;
- de la prime de taille de 1,60% retenue par nos soins (absence de prime de taille pour l'Etablissement Présentateur) ;
- du bêta retenu, correspondant à une moyenne entre le bêta des sociétés comparables et le bêta Damodaran du secteur « Hotel and Gaming » extériorisant un bêta à 1,22 pour notre part, tandis que l'Etablissement Présentateur opte pour le bêta Damodaran qui ressort à 1,02.

Les écarts observés sur la prime de marché et sur la prime de taille venant pratiquement se compenser, la différence méthodologique sur le bêta explique en majeure partie l'écart entre les taux d'actualisation retenus, de 0,75% (10,25% contre 11,00% pour notre part).

4.2.2.2 - Horizon et prévisions du plan d'affaires sur la période explicite, flux normatif et valeur terminale

Prévisions du plan d'affaires et hypothèses retenues sur la période explicite

Les hypothèses retenues sur la période explicite du plan d'affaire que nous avons utilisées proviennent du même plan d'affaires que celui utilisé par l'Etablissement Présentateur.

Nos hypothèses divergent néanmoins sur la période explicite, étant donné l'inclusion par nos soins des produits financiers issus de la trésorerie non-proprétaire dans les flux (impact retenu en passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres pour l'Etablissement Présentateur).

Ces impacts sont néanmoins mineurs sur la valorisation extériorisée.

Période d'extrapolation, flux normatif et valeur terminale du plan d'affaires

Le plan d'affaires utilisé par l'Etablissement Présentateur intègre, sur l'extrapolation de l'horizon explicite, un ralentissement progressif de la croissance pour atteindre 2,0% à l'infini.

En outre, les hypothèses retenues par l'Etablissement Présentateur divergent légèrement des nôtres en ce qui concerne le niveau d'EBIT retenu en valeur terminale (6,8% pour leur part contre 7,3% pour notre part), avec une décroissance progressive sur la période d'extrapolation.

Nous retenons l'hypothèse d'un niveau de marge d'EBIT se maintenant à l'horizon normatif à un niveau équivalent à celui constaté sur la dernière année de l'horizon explicite (7,3%), et n'avons pas intégré de période d'extrapolation, ainsi que précisé ci-avant.

Les autres différences observées sur les agrégats normatifs retenus apparaissent mineures et ne créent pas d'écart entre nos niveaux de valeurs.

4.2.2.3 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'Etablissement Présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une trésorerie nette ajustée (227,5m€) au 31 décembre 2023. Ce montant, contrairement à celui ici de nos calculs :

- inclut la valorisation des produits de trésorerie non-proprétaires (environ 13m€ de produits de trésorerie non-proprétaires), que nous prenons en compte dans les flux ;
- n'inclut pas la juste valeur des intérêts minoritaires (26,7m€), présentée séparément.

En excluant les produits de trésorerie non-proprétaires et en intégrant la juste valeur des intérêts minoritaires, nous obtenons une valeur de passage comparable à la nôtre, de 187,5m€.

Nous avons pour notre part retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant notamment à la trésorerie nette ajustée de 182,0m€ au 31 décembre 2023 sur la base du calcul détaillé en §3.1.2. du présent rapport.

Voyageurs du Monde - Trésorerie nette ajustée	Crowe	EP
En m€	31/12/2023	31/12/2023
= Dette financière brute	9,7	2,7
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	-322,3	-322,3
= Trésorerie nette comptable (-)	-312,7	-319,6
- Autres immobilisations financières	-0,6	-2,7
+ Trésorerie non propriétaire	100,5	100,5
+ Dette d'earn-out	6,4	6,0
+ Intérêts minoritaires	21,1	26,7
+ Engagements pour indemnités de départ à la retraite (IDR)	2,0	0,0
+ Provisions pour risques et charges	1,2	1,6
= Trésorerie nette ajustée (-)	-182,0	-187,5

Bien qu'ayant pour notre part retenu des intérêts minoritaires à leur valeur comptable (-21,1m€ pour notre part contre -26,7m€), nous retenons une dette financière brute de 9,7m€ (contre 2,7m€). L'écart résiduel est principalement relatif à l'absence de prise en compte de la provision pour indemnités de départ à la retraite par l'Etablissement Présentateur, ainsi que la prise en compte de 2,7m€ d'immobilisations financières incluant 2,1m€ de dépôts et cautionnements.

4.2.2.4 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur par action centrale extériorisée par l'Etablissement Présentateur ressort à 124,2€ et se situe légèrement en deçà de notre valeur (130,4€). Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant.

4.2.3 - Méthode des comparables boursiers

4.2.3.1 - Choix de l'échantillon

Afin d'évaluer le Groupe, l'Etablissement Présentateur a retenu un échantillon de quatre sociétés. HelloWorld Travel, une agence de voyage opérant surtout en Australie et en Nouvelle-Zélande. Rainbow Tours, un tour opérateur polonais. TUI AG, un tour opérateur proposant une gamme de services très diversifiée et Hostelworld Group, une plateforme en ligne de location de logements de vacances.

Nous avons pour notre part, retenu deux échantillons composés de deux sociétés chacune, opérant dans le secteur des agences de voyages en ligne :

- un premier, composé d'acteurs de tailles assez similaires (capitalisations boursières comprises entre 100m€ et 1md€) à savoir On the Beach Group et eDreams ODIGEO ; et
- un deuxième, composé de plus gros acteurs aux capitalisations boursières bien plus importantes (supérieures à 10mds€) que celle du Groupe à savoir Booking Holdings et Expedia Group.

Nous avons décidé d'exclure les sociétés retenues par la banque présentatrice de notre échantillon, ces dernières ne répondant pas aux critères exposés en §3.3.3. Il est donc à noter que nos échantillons respectifs ne partagent pas de société en commun.

4.2.3.2 - Choix des multiples et méthodologie

Le ratio moyen retenu par l'Etablissement Présentateur est la valeur d'entreprise divisée par l'EBIT et l'EBITDA sur les années 2024 et 2025.

Nous avons pour notre part privilégié le multiple d'EBIT sur l'année 2025 uniquement, pour les raisons exposées en §3.3.2.3 et §3.3.2.5.

L'Etablissement Présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres différencié par année et par agrégat de référence, proche de celui présenté ci-avant en §4.2.2.3. Les différences méthodologiques créant des écarts entre nos données correspondent à ceux présentés ci-avant.

L'Etablissement Présentateur n'a pas appliqué de décote de taille sur les multiples des sociétés comparables retenues au regard de l'échantillon retenu. Nous avons pour notre part, choisi d'appliquer une décote d'environ 20% sur l'un des deux échantillons présentant des capitalisations boursières très supérieures. Cette décote repose sur différentes études empiriques comme mentionné en §3.3.2.5.

4.2.3.3 - Conclusion sur la méthode des comparables boursiers

La valeur de l'action Voyageurs du Monde obtenue par l'Etablissement Présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort dans une fourchette comprise entre 103,5€ (moyenne fourchette basse et haute VE/EBITDA) et 115,2€ (moyenne fourchette basse et haute VE/EBIT).

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action Voyageurs du Monde par la méthode des comparables boursiers comprise entre 124,9€ (échantillon n°1) et 136,8€ (échantillon n°2) correspondant à la l'application des multiples d'EBIT pour l'année 2025.

L'écart observé provient essentiellement des multiples retenus qui proviennent d'échantillons différents.

4.2.4 - Référence à l'actif net comptable

L'Etablissement Présentateur a retenu, à titre indicatif, la référence à l'actif net comptable dans le cadre de la valorisation des titres du Groupe. Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de Voyageurs du Monde dans un contexte de continuité d'exploitation.

A titre indicatif donc, la banque présentatrice extériorise un actif net comptable (capitaux propres part du groupe) au 31 décembre 2023 à 206,4m€, soit une valeur de 48,3€ par action¹¹. Le prix d'Offre proposé de 150,0€ extériorisant une prime de 211% sur cette valeur.

Nous excluons pour notre part cette méthode, pour les raisons exposées en §3.2.1.

4.2.5 - Méthode de l'actualisation des flux de dividendes futurs

L'Etablissement Présentateur a retenu, à titre indicatif, la méthode de l'actualisation des flux de dividendes futurs, que nous avons pour notre part exclue ainsi qu'indiqué en §3.2.4.

Cette méthodologie fait ressortir une valeur centrale par action de 45,1€.

¹¹ Sur la base du nombre d'actions en circulation au 31 décembre 2023

4.2.6 - Référence aux notes d'analystes

L'Etablissement Présentateur a retenu, à titre secondaire, la référence aux notes d'analystes financiers suivant les actions de Voyageurs du Monde.

Les quatre analystes suivant le cours de l'action, Gilbert Dupont, Oddo BHF, TP ICAP et ID Midcap, extériorisent une valeur par action variant de 130,0€ (pour ID Midcap) à 213,0€ (pour TP ICAP), la médiane des résultats s'établissant à 150,5€ par action. Le prix d'Offre proposé de 150,0€ extériorise ainsi une prime nulle sur cette valeur.

Cours cibles des analystes	
Analystes	Cours cibles (€/action)
Gilbert Dupont	143,00
ID MidCaps	130,00
ODDO BHF	158,00
TPICAP Midcap	213,00
Médiane	150,50
Moyenne	161,00

Bien que Voyageurs du Monde fasse l'objet d'un suivi par quatre analystes, nous ne retiendrons pas cette méthode pour les raisons indiquées en §3.4.2.

5 - Analyse des opérations liées à l'Offre

Nous avons examiné les opérations liées à l'Offre qui ont été portés à notre connaissance, afin d'apprécier si ces dernières comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

A notre connaissance, la seule opération liée à l'Offre susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation du caractère équitable du prix d'Offre concerne le rachat par la société Avantage, holding de contrôle du Groupe, d'une partie de ses propres actions à la suite de la réalisation de l'Offre.

En date du 15 mars 2024, le Conseil d'Administration de la société Avantage a autorisé la mise en œuvre d'une opération de réduction de capital de cette dernière, pour un prix par action correspondant par transparence au prix des actions du Groupe retenu dans le cadre de l'Offre (étant précisé que la société Avantage est une pure holding financière détenant exclusivement des titres du Groupe).

Ainsi, l'examen des modalités liées à l'opération de réduction de capital de la société Avantage, tel qu'extériorisé dans le procès-verbal des décisions du Conseil d'Administration qui nous a été communiqué, ne fait pas apparaître d'élément qui remettrait en cause l'équité de l'Offre.

6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires

6.1 - Présentation des arguments développés dans les observations

Nous n'avons pas reçu à la date du présent rapport d'observations écrites de la part d'actionnaires minoritaires.

6.2 - Analyse et appréciation des observations

N'ayant reçu aucune observation écrite d'actionnaires minoritaires, nous n'avons pas eu à analyser et apprécier des observations de leur part.

7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'Etablissement Présentateur et fait ressortir les primes (+) ou décotes (-) suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes offertes par le prix de l'Offre de 150€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthodes principales :					
Méthode des flux de trésorerie actualisés	119,9 €	124,2 €	129,1 €	130,4 €	15,1%
Référence au cours de bourse					
Cours spot (au 22 avril 2024)		129,0 €		129,0 €	16,3%
Cours moyen pondéré 20 jours*		132,3 €		132,3 €	13,4%
Cours moyen pondéré 60 jours*		130,7 €		130,7 €	14,7%
<i>Cours moyen pondéré 120 jours*</i>		125,6 €		125,6 €	19,4%
<i>Cours moyen pondéré 180 jours*</i>		n.a.		122,1 €	22,8%
<i>Cours moyen pondéré 240 jours*</i>		122,2 €		n.a.	n.a.
<i>Cours moyen pondéré 250 jours*</i>		n.a.		122,5 €	22,4%
<i>Plus haut en clôture 1 an</i>		138,2 €		n.a.	n.a.
<i>Plus bas en clôture 1 an</i>		97,4 €		n.a.	n.a.
Méthodes retenues à titre secondaire :					
Méthode des comparables boursiers	103,5 €		115,2 €	130,8 €	14,7%
Méthodes retenues à titre indicatif :					
Référence aux objectifs de cours des analystes (médiane)		150,5 €		150,5 €	-0,3%
Méthodes exclues :					
Référence à l'actif net comptable		48,3 €		n.a.	n.a.
Méthode des flux de dividendes actualisés		45,1 €		n.a.	n.a.

n.a. : non applicable

*calcul des cours moyen pondérés au 22/04/2024

Il est rappelé que Voyageurs du Monde, dans le cadre de l'assemblée générale annuelle des actionnaires qui a été convoquée pour le 3 juin 2024, a soumis une résolution relative à une réduction de capital du Groupe non motivée par des pertes, d'un montant nominal maximum de 866.666,0€ par voie d'OPRA, en vue de leur annulation, portant sur un nombre maximum de 866.666 actions du Groupe au prix de 150,0€ par action.

L'OPRA envisagée a pour finalité de réduire la trésorerie excédentaire du Groupe, de redistribuer une partie de la valeur créée au cours des deux dernières années aux actionnaires qui le souhaitent et d'offrir une fenêtre de liquidité importante pour des actionnaires qui souhaitent monétiser tout ou partie de leur participation au capital du Groupe dans un contexte de faible liquidité du titre. L'OPRA, qui porte sur un montant de 130,0m€, sera financée intégralement par la trésorerie disponible du Groupe.

AVANTAGE SA, qui détient 69% du capital social et 79% des droits de vote du Groupe, a fait part au Groupe de son intention d'apporter une partie de ses titres à l'OPRA pour un montant de 27,8m€, soit 185.333 actions.

Jean-François Rial, Président Directeur Général, Alain Capestan et Lionel Habasque, Directeurs Généraux Délégués, ont fait part au Groupe de leur intention d'apporter la totalité de leurs titres détenus personnellement à l'OPRA, soit 15.511 actions

L'analyse des opérations liées à l'Offre ne fait pas apparaître d'élément susceptible de remettre en cause le prix d'Offre offert aux actionnaires minoritaires.

Le Groupe n'a pas l'intention de demander la radiation de la cotation des actions Voyageurs du Monde d'Euronext Growth. L'Offre n'aura pas pour conséquence un retrait ou une radiation de la cote.

Ainsi, l'Offre est facultative pour les actionnaires de Voyageurs du Monde et permet aux actionnaires

de Voyageurs du Monde qui le souhaitent d'apporter tout ou partie de leurs actions à l'Offre, tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital. En outre, l'Offre constitue une opportunité pour les actionnaires qui le souhaitent de trouver une fenêtre de liquidité.

Les actionnaires qui ne céderaient pas leurs titres ne seraient pas pour autant pénalisés par cette opération puisqu'ils bénéficieraient notamment d'un effet de relution (le résultat net par action au 31/12/2023 recalculé après incidence de l'opération augmenterait d'environ 25% par rapport aux données à la date de dépôt de l'Offre telles que présentées dans la note d'opération).

Notre analyse de la valeur de l'action Voyageurs du Monde fait ressortir des valeurs :

- de 130,4€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal) ;
- de 130,7€ (cours moyen 60 jours) à 132,3€ (cours moyen 20 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse et de 129,0€ pour le cours spot au 22 avril 2024, dernière date d'échanges sur le titre précédant la suspension du cours et l'annonce de l'opération (méthode retenue à titre principal) ;
- de 130,8€ pour la méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre secondaire).

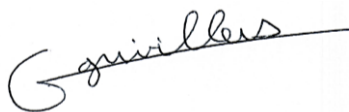
Le prix offert de 150,0€ par action dans le cadre de la présente Offre :

- présente une prime de 15,1% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente des primes de 13,4% (cours moyen 20 jours) à 16,3% (cours de clôture au 22 avril 2024) sur la référence au cours de bourse ;
- présente une prime de 14,7% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers.

En synthèse, l'Offre constitue pour les actionnaires du Groupe une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix présentant une prime d'au moins 13% sur les différentes moyennes de cours de bourse calculées ainsi que le dernier cours avant l'annonce de l'opération. Le prix offert présente par ailleurs des primes d'environ 15% sur les valeurs extériorisées par la méthode d'évaluation intrinsèque (méthode des flux de trésorerie actualisés) et des comparables boursiers.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 150,0€ par action proposé par Voyageurs du Monde dans le cadre de l'Offre Publique de Rachat d'Actions, est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Voyageurs du Monde.

Fait à Levallois-Perret, le 5 juin 2024



L'expert indépendant
Crowe HAF
Membre de Crowe Global

Olivier Grivillers

Annexe 1 : Lettre de mission



www.crowe-haf.fr

Proposition de mission relative à la
réalisation d'une expertise
indépendante sur la valeur des titres de
la société Voyageurs du Monde SA
dans le cadre d'une offre publique de
rachat d'actions

29 mars 2024

Audit / Tax / Advisory

Smart decisions. Lasting value.

Sommaire

1. Définition de la mission	1
2. Notre approche de la mission	4
3. Notre proposition d'intervention	6
4. Conditions particulières	7
5. Acceptation de la mission	8
Annexe : Estimation du budget	9

Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles et du Centre
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Île-de-France
SAS au capital de 525 200 € - RCS Nanterre B 413 817 743 - Siret 413 817 743 00076 - TVA intracommunautaire FR 62 413 817 743

www.crowe-haf.fr

Crowe HAF est membre de Crowe Global, association de droit Suisse (« Verein »). Chaque membre de Crowe Global est une entité juridique distincte et indépendante. Crowe HAF et ses affiliés ne sont pas responsables des actes ou omissions de Crowe Global ou de tout autre membre de Crowe Global. Crowe Global ne fournit aucun service professionnel et n'a pas de participation ou de lien capitalistique dans Crowe HAF.

© 2024 Crowe HAF



Crowe HAF
18 rue Camille Pelletan
92300 Levallois-Perret
Tél +33 (0)1 41 05 98 40
contact@crowe-haf.fr
www.crowe-haf.fr

Voyageurs du Monde SA
A l'attention d'Aïain Capestan
Directeur Général Délégué
55 rue Sainte-Anne
75002 Paris

Levallois-Perret, le 29 mars 2024

PERSONNEL ET CONFIDENTIEL

Monsieur,

Nous avons le plaisir de vous adresser notre lettre de mission relative à la mission d'expertise indépendante portant sur l'évaluation des titres de la société Voyageurs du Monde SA (ci-après la « Société »), dans le cadre d'une offre publique de rachat d'actions (ci-après l'« OPRA »).

Notre compréhension du contexte et de l'objectif de la mission que vous envisagez de nous confier, ainsi que les travaux à effectuer sont exposés dans le document joint.

Nous vous en souhaitons bonne réception et restons à votre entière disposition pour vous fournir toutes informations complémentaires que vous pourriez souhaiter ou pour adapter notre lettre de mission.

Si les termes de cette lettre vous conviennent, nous vous invitons, pour marquer votre accord, à nous retourner un exemplaire dûment signé.

Avec nos remerciements pour ce témoignage de votre confiance, nous vous prions de croire, Monsieur, en l'expression de notre considération distinguée.

L'Expert indépendant

Crowe HAF
Membre du réseau Crowe Global

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Olivier GRIVILLERS".

Olivier GRIVILLERS
Associé

1. Définition de la mission

1.1. Contexte de l'opération

Créé en 1996 à la suite de l'acquisition de la société Voyageurs du Monde par Alain Capestan et Jean-François Rial (ci-après les « Fondateurs ») et de son rapprochement avec les voyagistes Déserts, Comptoir d'Islande et Comptoir des Voyages, déjà détenus par les Fondateurs, le groupe Voyageurs du Monde (ci-après le « Groupe ») est l'un des principaux acteurs du secteur de la conception de voyages en France.

Pionnier de la conception de voyages sur mesure et de voyages d'aventures, le Groupe a su combiner habilement croissance organique et acquisitions ciblées pour proposer une gamme de voyages complète à l'international (avec plus de 150 destinations disponibles).

Commercialisant son offre au travers d'un réseau de 18 agences implantées en France (13), en Suisse (2), au Canada (2) et en Belgique (1), et par le biais des canaux digitaux, le Groupe est principalement organisé autour de 2 pôles d'activité :

- organisation de voyages individuels personnalisés, commercialisés à l'aide des marques Voyageurs du Monde, Comptoir des Voyages, Bynativ et Original Travel. Le pôle a généré environ 60% du chiffre d'affaires du Groupe au 31 décembre 2022 ;
- organisation de voyages d'aventure (essentiellement treks, randonnées et voyages à vélo), commercialisés notamment à l'aide des marques Terres d'Aventure, Allibert Trekking, Nomade Aventure, KE Adventure Travel, EuroFun Touristik, Loire Valley Travel, Radweg Raisen, SE Tours et Ruckenwind Reisen. Le pôle a généré environ 40% du chiffre d'affaires du Groupe au 31 décembre 2022.

Outre l'originalité de sa gamme de voyages, le Groupe se différencie également par un engagement important en faveur des actions RSE, en proposant des voyages responsables : tourisme durable en collaboration avec des associations, actions visant à réduire les impacts de l'activité sur la pollution des milieux et la raréfaction des ressources, accès aux personnes en situation de handicap ou à mobilité réduite, neutralité carbone et mise en place de projets à destinations des populations locales.

Le Groupe compte environ 1.700 collaborateurs, et a réalisé 497,3m€ de chiffre d'affaires pour un résultat opérationnel de 47,0m€ lors de l'exercice clôturé au 31 décembre 2022. Nous comprenons que le capital de la Société est composé d'actions ordinaires et d'instruments donnant accès au capital (obligations convertibles, plans d'AGA...).

La Société, maison mère du Groupe, est une société cotée sur Euronext Growth, sous le code ISIN « FR0004045847 » et le mnémorique ALVDM, qui a été introduite en bourse en juillet 2006.

Nous comprenons que la Société souhaite déposer auprès de l'AMF une Offre Publique de Rachat d'Actions (ci-après l'« OPRA ») ouverte à l'ensemble des actionnaires, y compris la société Advantage SA, actionnaire majoritaire de la Société regroupant notamment les Fondateurs (ci-après la « Holding de Contrôle »).

L'opération, dont la communication au marché devrait être mise en œuvre concomitamment à la publication des comptes au 31 décembre 2023 (soit le 24 avril 2024), portera sur un montant global compris entre 120m€ et 130m€.

L'objectif de l'opération consistant notamment à redonner de la liquidité aux actionnaires (dans un contexte de faible liquidité du cours de bourse), la Holding de Contrôle devrait participer à cette dernière en apportant une quote-part des titres de la Société détenus pour un montant d'environ 20m€.

Il convient néanmoins de préciser qu'aux vues de la profondeur de l'OPRA et du pourcentage de détention de la Société par la Holding de Contrôle, cette dernière n'apportera pas à l'offre à hauteur

de son pourcentage de détention, et devrait ainsi mécaniquement se « reluer » au capital de la Société à la suite de la réalisation de l'OPRA.

Néanmoins, nous comprenons que la Holding de Contrôle ne souhaite pas déposer auprès de l'AMF une Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « OPAS ») ou un Retrait Obligatoire (ci-après « RO ») à la suite de la réalisation de l'offre.

En parallèle, le Conseil d'Administration de la Société devrait constituer un comité responsable de l'OPRA et désigner un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'OPRA. Au vu du rapport de l'expert indépendant, le Conseil d'Administration rendra, le moment venu, un avis motivé sur le projet d'OPRA, qui sera inclus dans la note d'information de la Société déposée auprès de l'AMF.

1.2. Objectif de la mission

Dans ce cadre et conformément à la réglementation de l'AMF, le caractère équitable de l'OPRA, d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société, fera l'objet d'une attestation par un expert indépendant nommé par le Conseil d'Administration de la Société.

La Société n'ayant pas la capacité de constituer un comité ad hoc composé d'au moins trois membres du Conseil d'Administration et comportant une majorité de membres indépendants disposant des connaissances financières nécessaires à l'adoption d'un regard critique suffisant sur les caractéristiques et conditions de l'opération, un comité responsable de l'OPRA devrait être constitué et soumettra le nom de l'expert indépendant à l'AMF conformément à l'article 261 du règlement général de l'AMF. L'expert sera ainsi désigné sous réserve du droit de veto de l'AMF à l'encontre de la nomination conformément au 261-1-1 I du règlement général de l'AMF.

La mission d'expert indépendant que vous envisagez de nous confier s'inscrit donc dans ce contexte et viserait ainsi à apprécier le prix des titres de la Société qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à se prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre.

1.3. Calendrier de l'opération

L'expert indépendant serait désigné par Conseil d'Administration de la Société au début du mois d'avril 2024.

L'article 262-1 II du règlement général prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition, et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation de bourse. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport.

Nous comprenons que l'OPRA et le dépôt de notre rapport devraient intervenir au début du mois de juin 2024.

Le calendrier définitif et détaillé de l'opération nous sera communiqué ultérieurement.

1.4. Cadre réglementaire de notre mission

Nos diligences seront donc effectuées selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, en vigueur depuis le 8 février 2020, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante elle-même complétée des recommandations de l'AMF, l'instruction et les recommandations ayant été modifiés le 10 février 2020.

1.5. Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec les sociétés et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006¹ prise en application du titre VI du livre II du Règlement Général de l'AMF.

En particulier, nous vous indiquons que Crowe HAF, comme ses associés et collaborateurs :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance,
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'opération, ou toute personne que ces sociétés ou personnes physiques contrôlent, au sens de l'article L 233-3 du Code de Commerce au cours des dix-huit derniers mois,
- n'ont procédé à aucune évaluation pour le compte de la société cible au cours des dix-huit derniers mois,
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'offre, ni créance ou dette sur l'une quelconque des personnes morales ou physiques concernées par l'opération ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération.

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF attestent donc de l'absence de tout lien avec les personnes concernées, susceptible d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement lors de l'exercice de cette mission.

¹ Modifiée le 10 février 2020

2. Notre approche de la mission

2.1. Notre analyse

Nos travaux correspondant à la mission que vous envisagez de nous confier comporteront de manière non exhaustive les étapes suivantes :

1. Des entretiens avec le management du Groupe ainsi qu'avec les conseils (établissement présentateur et avocats),
2. L'analyse des états financiers annuels historiques consolidés au 31 décembre 2023, 2022 et 2021,
3. L'analyse du budget 2024 et du plan d'affaires prévisionnel du Groupe,
4. L'analyse, le cas échéant, des engagements d'apport à l'offre,
5. L'analyse du cours de bourse de la Société,
6. L'analyse des transactions récentes intervenues dans le secteur où opère le Groupe et des multiples boursiers des sociétés comparables cotées,
7. L'élaboration d'un modèle d'actualisation des flux de trésorerie ainsi qu'une analyse de sensibilité aux paramètres clés,
8. L'analyse, le cas échéant, des notes des analystes suivant la valeur du Groupe,
9. L'analyse, le cas échéant, des transactions récentes intervenues au capital de la Société,
10. L'analyse de la structure du capital et le traitement des instruments dilutifs,
11. La présentation des résultats de nos travaux reprenant les principales hypothèses retenues et les méthodes utilisées pour aboutir à notre fourchette de valeurs,
12. L'analyse des éléments d'appréciation du prix d'offre de l'établissement présentateur,
13. L'analyse de la note d'information (hors rapport de l'expert indépendant),
14. Des échanges réguliers avec le comité constitué dans le cadre de l'offre,
15. La rédaction de notre rapport et les échanges avec l'AMF et le cas échéant avec les actionnaires minoritaires.

Notre mission ne prévoit pas de travaux de nature juridique et fiscale, ni d'expertise immobilière et technique. Des points d'avancement réguliers seront effectués avec les conseils afin d'anticiper au mieux les problématiques rencontrés.

Notre analyse s'appuiera sur des informations publiques et sur l'étude de documents obtenus auprès du management du Groupe et ses conseils. Une liste de documents préliminaires nécessaires à la réalisation de notre mission vous sera fournie au démarrage de notre mission.

2.2. Notre Méthodologie

Notre méthodologie sera fondée sur une approche multicritère qui reprendra les méthodes couramment utilisées et admises par l'AMF pour valoriser la Société. Les méthodes suivantes pourraient être retenues :

- Actualisation des flux de trésorerie disponibles (*« Discounted Cash-Flow »*)

Cette méthode repose sur l'actualisation de flux nets de trésorerie d'exploitation, après investissements et financement du besoin en fonds de roulement. Le taux d'actualisation sera déterminé et justifié par référence au marché et aux spécificités de la société. La valeur de la Société sera obtenue en déduisant de la valeur des actifs, les dettes financières nettes.

- Analyse de sociétés cotées comparables

Cette approche par comparaison est fondée sur l'analyse des ratios et multiples pertinents entre la valeur d'entreprise de sociétés cotées ayant des activités similaires et leurs principaux indicateurs financiers (CA, EBITDA, EBIT, résultat net...).

- Comparaison avec des transactions récentes du secteur

Cette approche analogique consiste à déterminer une fourchette d'évaluation par référence à des transactions récentes ayant eu lieu dans le secteur, en comparant le prix payé, qui constitue une référence objective, aux principaux indicateurs financiers (EBITDA, EBIT...) des sociétés cibles.

- Analyse du cours de bourse

Une analyse de la liquidité du titre et du cours de bourse sera effectuée.

- Analyse des notes d'analystes

Une analyse, le cas échéant, des notes des analystes suivant la valeur de la Société sera réalisée. Il sera fait référence aux objectifs de cours des analystes.

- Référence aux transactions récentes sur le capital de la société

Une analyse des transactions récentes intervenues sur le capital de la Société sera effectuée. Dans le cas où des acquisitions ou accords d'acquisitions hors marché et avant l'offre seraient conclus, il en sera également fait référence, dans l'appréciation du prix d'offre.

3. Notre proposition d'intervention

3.1. Equipe

L'équipe proposée a une forte séniorité et une pratique développée sur ce type de missions et dans le secteur d'activité dans lequel opère le Groupe.

Olivier Grivillers sera signataire de l'expertise indépendante. Il prendra en charge la rédaction du rapport et les relations avec les tiers (société cible, banque présentatrice, avocats et Autorité des Marchés Financiers).

Trois autres personnes seront affectées à cette mission :

- Maxime Hazim, associé ;
- Benjamin Dusautoir, manager ;
- Inès Meffah, superviseur.

Tous les intervenants de l'équipe sont diplômés de l'enseignement supérieur et ont réalisé de nombreuses missions d'évaluation et d'expertise indépendante.

Marc de Prémare, associé au sein du département évaluation, procédera à la revue indépendante du rapport. Managing Partner de Crowe HAF en charge du département audit du cabinet Crowe HAF, Marc de Prémare a déjà réalisé des contrôles qualité en tant que contrôleur délégué pour le compte du Haut Conseil du Commissariat aux Comptes et de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.

Il a plus de 25 ans d'expérience en audit de sociétés cotées et non cotées et a participé à un grand nombre de revues indépendantes dans le cadre d'expertises indépendantes sur des offres publiques réalisées par le cabinet Crowe HAF.

3.2. Honoraires

Les travaux seront facturés d'après les temps passés. Les temps proposés, dans le document ci-joint, sont indiqués en fonction de notre connaissance actuelle du dossier.

Il est précisé que la nouvelle instruction AMF n°2006-08 stipule que la rémunération de l'expert doit être supérieure ou égale à 50.000€ et que lorsque celle-ci est inférieure, l'expert devrait justifier, dans son rapport, son niveau au regard des diligences effectuées.

Le budget estimé est compris entre 37,5 et 42,5 jours, soit un montant d'honoraires hors taxes et débours compris entre 75.000€ et 85.000€, compte tenu d'un taux de vacation journalière moyen global des différents intervenants d'environ 2.000€. En cas d'acceptation de votre part de notre lettre de mission et au démarrage de nos travaux, un acompte de 26.000€ vous sera demandé.

La répartition de ce budget est indiquée en Annexe 1 « Estimation du budget ». Le règlement de ces honoraires sera effectué à la remise de notre rapport.

En cas d'interruption de la mission, à votre demande, pour quelque motif que ce soit, les honoraires resteront dus à concurrence de la somme obtenue sur la base du décompte des temps passés depuis le début de nos travaux jusqu'à l'avis d'interruption de la mission.

4. Conditions particulières

4.1. Limitation de responsabilité

Crowe HAF s'engage à mettre en œuvre les moyens et compétences nécessaires à la bonne réalisation de la mission telle que définie ci-avant.

En cas de dommages qui résulteraient directement d'un manquement à l'une de nos obligations ou de négligences dans la réalisation des diligences convenues, le montant total des dommages qui pourrait nous être réclamé, ne saurait excéder, toutes causes de préjudice confondues, une somme correspondant au montant des honoraires encaissés par Crowe HAF au titre des travaux résultant de la présente lettre de mission.

Ces conditions de responsabilité constituent le plafond des obligations. Toute autre responsabilité est expressément exclue, notamment pour pertes de chance d'économies ou de bénéfices ou pour baisse des résultats. Toute action légale devrait être entreprise au plus tard un an à partir de la date de connaissance des faits et dans tous les cas au plus tard trois ans à compter de la date de notre rapport.

4.2. Secret professionnel

Les règles déontologiques de la profession et les procédures internes de Crowe HAF garantissent la stricte observation du secret professionnel.

5. Acceptation de la mission

Pour Crowe HAF



Olivier Grivillers
Associé

La signature ci-dessous, précédée de « Bon pour accord », vaut pour acceptation de la lettre de mission :

Accord au nom de la société Voyageurs du Monde SA

DocuSigned by:
Alain CAPESTAN
Signature
0881377DAE94A2...

Nom **Alain CAPESTAN**

Fonction **DGD**

Date **08/04/2024**

Annexe : Estimation du budget

Budget de l'expert indépendant :

OPRA visant les titres de la société Voyageurs du Monde SA

Nature des travaux	Nombre de jours	
	Fourchette basse	Fourchette haute
1. Prise de connaissance et analyse du contexte de l'opération <ul style="list-style-type: none"> - Réunions préparatoires - Prise de connaissance générale de la société et du contexte de l'opération - Entretiens avec les dirigeants du Groupe et leurs conseils - Analyse et compréhension du projet d'offre publique 	2	3
2. Préparation de l'évaluation <ul style="list-style-type: none"> - Analyse du contexte juridique, fiscal et social - Analyse des engagements d'apport à l'offre - Analyse des états financiers historiques (bilan et compte de résultat) - Analyse du budget 2024 et des éléments prévisionnels (business plan) - Revue des projections d'activité et de rentabilité 	7,5	8,5
3. Evaluation multicritère de la société <ul style="list-style-type: none"> - Méthode des Discounted Cash Flows <ul style="list-style-type: none"> Mise en œuvre de la méthode au regard du business plan Analyse de la sensibilité de la méthode en fonction de la variation des principaux paramètres (taux d'actualisation, rentabilité...) - Méthode des comparables boursiers <ul style="list-style-type: none"> Recherche de comparables boursiers Valorisation des comparables en termes de multiples Evaluation de la société par analogie en fonction des multiples obtenus - Méthode des transactions comparables <ul style="list-style-type: none"> Recherche de transactions comparables Valorisation des transactions comparables en termes de multiples Evaluation de la société par analogie en fonction des multiples retenus - Méthode du cours de bourse <ul style="list-style-type: none"> Analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) Calcul des différentes moyennes du cours de bourse - Référence aux objectifs de cours des analystes (si applicable) - Référence aux transactions récentes sur le capital de la société - Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats - Détermination d'une fourchette de valeurs - Analyse des éléments d'appréciation du prix d'offre de l'établissement présentateur 	18	20
4. Rédaction du rapport et échanges avec l'AMF	10	11
Total Jours	37,5	42,5

5. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration de la Société se sont réunis le 6 juin 2024 sous la présidence de Monsieur Jean-François Rial, afin d'examiner le Projet d'Offre et de rendre un avis sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Ont participé à cette réunion et ont pris part au vote de l'avis motivé, les membres suivants du conseil d'administration : Monsieur Jean-François RIAL, Président Directeur Général, Monsieur Alain CAPESTAN, administrateur et Directeur Général Délégué, Monsieur Lionel HABASQUE, administrateur et Directeur Général Délégué, Monsieur Loïc MINVIELLE, administrateur et Directeur Général Délégué, Monsieur Frédéric MOULIN, administrateur et Directeur Général Délégué, AVANTAGE S.A., représentée par Madame Emeline BORDIER, administrateur, Madame Nathalie BELLOIR, administrateur, Monsieur Philippe CHEREQUE, administrateur, Madame Annie FERTON, administrateur, Monsieur Philippe GRANGEON, administrateur, le Crédit Mutuel Equity SCR (317 586 220 RCS Paris), représentée par Madame Caroline GIRAL-DEPPEN, administrateur.

Etaient absente et excusée Madame Constance BENQUE, administrateur,

Etaient également présents : le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Oliver Grivillers,

Un extrait des délibérations du conseil d'administration est reproduit ci-dessous :

Le Président rappelle que :

- *La Société envisage de mettre en œuvre une offre publique de rachat d'actions (l'« Offre » ou l'« OPRA ») visant un nombre maximum de 866 666 actions de la Société (soit 20,06% du capital social), au prix de 150 euros par action sous réserve de la décision de conformité de l'AMF.*
- *Dans sa réunion du 8 avril 2024 le conseil d'administration a validé le projet d'OPRA et constitué un comité d'offre composé de Madame Marie-Emeline Bordier, Madame Caroline Giral-Deppen et Monsieur Alain Capestan, chargé du suivi des travaux de l'expert indépendant et de préparer l'avis motivé du conseil.*
- *A l'occasion de la même réunion, le Conseil a procédé à la nomination conditionnelle de l'expert indépendant, le cabinet Crowe HAF (représenté par Monsieur Olivier Grivillers), sur le fondement de l'article 261-1 I 3° du règlement général de l'AMF. L'AMF a déclaré de 12 avril 2024 ne pas s'opposer à cette nomination qui est ainsi devenue définitive.*
- *Portzamparc, établissement présentateur et garant a présenté aux membres du comité d'offre ses travaux d'évaluation.*
- *Le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, a échangé avec les membres du comité d'offre et remis à la société son rapport concluant au caractère équitable, d'un point de vue financier, de l'Offre.*
- *Les membres du Comité d'offre se sont assurés que l'Expert Indépendant avait eu en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il avait été à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes. En particulier, ils se sont assurés de la qualité et de la pertinence du plan d'affaires de la Société arrêté par le Conseil. Les membres du Comité d'offre ont fait le constat de l'absence de réception de questions ou de réflexions d'actionnaires qui lui auraient été adressées ou qui auraient été adressées à l'Expert Indépendant. Les membres du Comité d'offre n'ont pas été informés et n'ont pas relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.*
- *L'assemblée générale du 3 juin 2024 a adopté une résolution autorisant le Conseil d'administration à procéder à une réduction de capital de la Société non motivée par des pertes, d'un montant nominal maximum de 866.666 euros par voie de rachat, par la Société*

auprès de ses actionnaires, d'un nombre maximum de 866.666 actions de la Société au prix de 150 euros par action dans le cadre d'une OPRA, en application des articles L. 225-204 et L. 225-207 du Code de commerce, en vue de leur annulation. (Résolution n° 15).

- La même assemblée générale a autorisé le conseil d'administration à annuler les actions détenues dans le cadre de son programme de rachat d'actions dans la limite de 10% du capital (Résolution n° 16)
- Le 5 juin 2024, l'expert indépendant a remis son rapport à la société,
- Le 5 juin 2024, les membres du Comité d'offre se sont réunis et ont préparé un projet d'avis motivé du conseil,

1. Présentation des travaux de l'expert indépendant

Ceci exposé M. Olivier Grivillers, représentant le cabinet Crowe HAF, expert indépendant, présente au conseil ses conclusions :

« Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes (+) ou décotes (-) suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes offertes par le prix de l'Offre de 150€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthodes principales :					
Méthode des flux de trésorerie actualisés	119,9 €	124,2 €	129,1 €	130,4 €	15,1%
Référence au cours de bourse					
Cours spot (au 22 avril 2024)		129,0 €		129,0 €	16,3%
Cours moyen pondéré 20 jours*		132,3 €		132,3 €	13,4%
Cours moyen pondéré 60 jours*		130,7 €		130,7 €	14,7%
<i>Cours moyen pondéré 120 jours*</i>		125,6 €		125,6 €	19,4%
<i>Cours moyen pondéré 180 jours*</i>		n.a		122,1 €	22,8%
<i>Cours moyen pondéré 240 jours*</i>		122,2 €		n.a	n.a
<i>Cours moyen pondéré 250 jours*</i>		n.a.		122,5 €	22,4%
<i>Plus haut en clôture 1 an</i>		138,2 €		n.a.	n.a
<i>Plus bas en clôture 1 an</i>		97,4 €		n.a.	n.a
Méthodes retenues à titre secondaire :					
Méthode des comparables boursiers	103,5 €		115,2 €	130,8 €	14,7%
Méthodes retenues à titre indicatif :					
Référence aux objectifs de cours des analystes (médiane)		150,5 €		150,5 €	-0,3%
Méthodes exclues :					
Référence à l'actif net comptable		48,3 €		n.a.	n.a
Méthode des flux de dividendes actualisés		45,1 €		n.a.	n.a

n.a. : non applicable

*calcul des cours moyen pondérés au 22/04/2024

Il est rappelé que Voyageurs du Monde, dans le cadre de l'assemblée générale annuelle des actionnaires qui a été convoquée pour le 3 juin 2024, a soumis une résolution relative à une réduction de capital du Groupe non motivée par des pertes, d'un montant nominal maximum de 866.666 euros par voie d'OPRA, en vue de leur annulation, portant sur un nombre maximum de 866.666 actions du Groupe au prix de 150,00 euros par action.

L'OPRA envisagée a pour finalité de réduire la trésorerie excédentaire du Groupe, de redistribuer une partie de la valeur créée au cours des deux dernières années aux actionnaires qui le souhaitent et d'offrir une fenêtre de liquidité importante pour des actionnaires qui souhaitent monétiser tout ou partie de leur participation au capital du Groupe dans un contexte de faible liquidité du titre. L'OPRA, qui porte sur un montant de 130 millions, sera financée intégralement par la trésorerie disponible du Groupe.

AVANTAGE SA, qui détient 69% du capital social et 79% des droits de vote du Groupe, a fait part au Groupe de son intention d'apporter une partie de ses titres à l'OPRA pour un montant de 27,8m€, soit 185.333 actions.

Jean-François Rial, Président Directeur Général, Alain Capestan et Lionel Habasque, Directeurs Généraux Délégués, ont fait part au Groupe de leur intention d'apporter la totalité de leurs titres détenus personnellement à l'OPRA, soit 15.511 actions

L'analyse des opérations liées à l'Offre ne fait pas apparaître d'élément susceptible de remettre en cause le prix d'Offre offert aux actionnaires minoritaires.

Le Groupe n'a pas l'intention de demander la radiation de la cotation des actions Voyageurs du Monde d'Euronext Growth. L'Offre n'aura pas pour conséquence un retrait ou une radiation de la cote.

Ainsi, l'Offre est facultative pour les actionnaires de Voyageurs du Monde et permet aux actionnaires de Voyageurs du Monde qui le souhaitent d'apporter tout ou partie de leurs actions à l'Offre, tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital. En outre, l'Offre constitue une opportunité pour les actionnaires qui le souhaitent de trouver une fenêtre de liquidité.

Les actionnaires qui ne céderaient pas leurs titres ne seraient pas pour autant pénalisés par cette opération puisqu'ils bénéficieraient notamment d'un effet de relution (le résultat net par action au 31/12/2023 recalculé après incidence de l'opération augmenterait d'environ 25% par rapport aux données à la date de dépôt de l'Offre telles que présentées dans la note d'opération).

Notre analyse de la valeur de l'action Voyageurs du Monde fait ressortir des valeurs :

- de 130,4€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal) ;
- de 130,7€ (cours moyen 60 jours) à 132,3€ (cours moyen 20 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse et de 129,0€ pour le cours spot au 22 avril 2024, dernière date d'échanges sur le titre précédant la suspension du cours et l'annonce de l'opération (méthode retenue à titre principal) ;
- de 130,8€ pour la méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre secondaire).

Le prix offert de 150€ par action dans le cadre de la présente Offre :

- présente une prime de 15,1% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente des primes de 13,4% (cours moyen 20 jours) à 16,3% (cours de clôture au 22 avril 2024) sur la référence au cours de bourse ;
- présente une prime de 14,7% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers.

En synthèse, l'Offre constitue pour les actionnaires du Groupe une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix présentant une prime d'au moins 13% sur les différentes moyennes de cours de bourse calculées ainsi que le dernier cours avant l'annonce de l'opération. Le prix offert présente par ailleurs des primes d'environ 15% sur les valeurs extériorisées par la méthode d'évaluation intrinsèque (méthode des flux de trésorerie actualisés) et des comparables boursiers.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 150€ par action proposé par Voyageurs du Monde dans le cadre de l'Offre Publique de Rachat d'Actions, est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Voyageurs du Monde. »

2. Prise d'acte des intentions des mandataires sociaux d'apporter à l'offre

Dument informé, le Conseil prend acte des intentions suivantes :

- *AVANTAGE SA, administrateur et actionnaire de référence détenant 69% du capital social et 79% des droits de vote de la Société, a fait part, à la Société, de son intention d'apporter une partie de ses titres à l'OPRA pour un montant de 27,8 millions d'euros, soit 185.333 actions.*
- *Jean-François Rial, Président Directeur Général, Alain Capestan et Lionel Habasque, Directeurs Généraux Délégués, ont fait part à la Société de leur intention d'apporter la totalité de leurs titres détenus personnellement à l'Offre, soit 15.511 actions.*

3. Avis du conseil d'administration

a. Préparation de l'avis motivé par le comité d'offre

Le Président rappelle que le comité d'offre s'est réuni pour la dernière fois le 5 juin 2024 pour

finaliser ses conclusions et recommandations sur l'Offre ainsi que les termes de son projet d'avis motivé devant être soumis au conseil d'administration de la Société au regard du rapport définitif de l'Expert Indépendant et du projet de note d'information préparé par la Société.

Il est également rappelé que l'expert indépendant a pu échanger avec les membres du comité d'offre et obtenir de ces derniers toutes les informations qu'il a jugé nécessaires à l'accomplissement de sa mission. Une réunion de synthèse en présence de tous les membres du comité d'offre a eu lieu le 30 mai 2024.

A l'unanimité de ses membres, le comité d'offre a pris acte des éléments suivants :

- *Les principales caractéristiques du projet d'Offre ont été annoncées au marché le 23 avril 2024, ouvrant ainsi une période de pré-offre ;*
- *L'assemblée générale extraordinaire a adopté la résolution permettant de mettre en œuvre l'Offre le 3 juin 2024 ;*
- *AVANTAGE SA, administrateur et actionnaire de référence détenant 69% du capital social et 79% des droits de vote de la Société, a fait part, à la Société, de son intention d'apporter une partie de ses titres à l'OPRA pour un montant de 27,8 millions d'euros, soit 185.333 actions.*
- *Jean-François Rial, Président Directeur Général, Alain Capestan et Lionel Habasque, Directeurs Généraux Délégués, ont fait part à la Société de leur intention d'apporter la totalité de leurs titres détenus personnellement à l'Offre, soit 15.511 actions.*
- *Avantage SA continuera de détenir à elle seule plus de la moitié des droits de vote de la Société à l'issue de la réduction de capital résultant de l'Offre ;*
- *La réalisation de l'Offre est sous condition suspensive de la déclaration par l'AMF de la conformité de l'Offre.*

Sur l'intérêt de l'Offre pour la Société et ses actionnaires, le comité d'offre a relevé que :

- *L'Offre permettrait aux actionnaires qui le souhaitent de trouver une liquidité immédiate, que le marché ne leur offre pas aujourd'hui ;*
- *Le prix extériorise une prime significative (16.3% par rapport au cours de clôture au 22 avril 2024 (dernier jour de cotation avant l'annonce des caractéristiques du projet d'Offre) ;*
- *L'Offre ferait bénéficier aux actionnaires qui ne souhaiteraient pas y participer, ou dont les ordres d'apport seraient réduits dans le cadre de la centralisation, d'un impact relatif ;*
- *L'Expert Indépendant a conclu au caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires de la Société ;*
- *L'Offre n'affecterait pas la politique commerciale et financière de la Société, en particulier :*
 - *Elle n'affecterait pas la politique de distribution de dividendes de la Société qui restera déterminée en fonction des capacités distributives, de la situation financière et des besoins financiers de la Société et de ses filiales ;*
 - *Voyageurs Du Monde disposerait toujours des ressources nécessaires pour financer son activité et son développement, et ses capitaux propres resteront positifs.*

Sur l'intérêt de l'Offre pour les salariés, le Comité d'offre a relevé que l'Offre sera sans incidence sur la situation des salariés de la Société et de ses filiales.

Ainsi, le Comité d'offre, à l'unanimité de ses membres :

- *A recommandé au conseil d'administration de la Société :*
 - *De conclure que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, ses actionnaires et ses salariés,*

- *D'émettre un avis favorable à l'Offre,*
- *Et de recommander aux actionnaires désireux de profiter de l'opportunité de liquidité partielle permise par le projet d'Offre, d'apporter leurs actions à l'Offre ;*
- *A préparé un projet d'avis motivé du conseil d'administration.*

b. Avis motivé du Conseil

Connaissance prise :

- *Des termes et conditions du projet d'Offre,*
- *Des éléments de valorisation préparés par Portzamparc, tels que figurant dans le projet de note d'information,*
- *Des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant,*
- *Des conclusions et du projet d'avis motivé du comité d'offre établi lors de sa réunion du 5 juin 2024,*

Le conseil d'administration de la Société, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, sur recommandation du comité d'offre :

- *Prend acte des conclusions de l'Expert Indépendant considérant, au terme d'une analyse multicritères en vue de l'évaluation de la Société, que le prix d'Offre de 150 € par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Voyageurs du Monde ;*
- *Décide de reprendre à son compte les conclusions du comité d'offre en date du 5 juin 2024 et notamment le fait que l'offre est dans l'intérêt des actionnaires, sans conséquence pour les salariés de la société et de ses filiales et n'affecte en rien les capacités de financement de la société.*

Ainsi Le conseil d'administration de la Société, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, est d'avis que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, et en conséquence :

- *Approuve les termes et conditions du projet d'Offre tels que détaillés dans le projet de note d'information,*
- *Émet un avis favorable sur le projet d'Offre ;*
- *Recommande aux actionnaires désireux de profiter de l'opportunité de liquidité permise par le projet d'Offre, d'apporter leurs actions à l'Offre.*

Il est précisé qu'aucun membre n'a demandé qu'il soit fait état d'une position particulière.

6. INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Ces informations qui feront l'objet d'un document d'information spécifique établi par la Société, sera disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de VOYAGEURS DU MONDE (www.voyageursdumonde.fr) et peut être obtenu sans frais auprès de VOYAGEURS DU MONDE (55 rue Saint Anne, 75002 Paris), et de Portzamparc (1, boulevard Haussmann, 75009 Paris).

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

Pour la Société

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

Monsieur Alain Capestan
Directeur Général Délégué

Pour la présentation de l'Offre

« Conformément à l'article 231-18 du Règlement général de l'AMF, Portzamparc, Etablissement Présentateur et Garant de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'elle a examinée sur la base des informations communiquées par Voyageurs du Monde, et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Portzamparc