

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR LA SOCIETE

Groupe
IDSUD

en réponse au projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions IDSUD
initée par la société Manandier



Le présent projet de note en réponse a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 19 mars 2025, conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

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

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 I, 1°, 2° et 4° et 261-1, II du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet BM&A, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note d'information en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la société IDSUD (www.opas-idsud.com) et peut être obtenu sans frais auprès au siège social de la société IDSUD (3, place Général de Gaulle, 13001 Marseille).

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 IDSUD seront mises à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, selon les mêmes modalités.

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

SOMMAIRE

1. PRESENTATION ET CONTEXTE DE L'OFFRE	4
1.1 Présentation de l'Offre	4
1.2 Contexte et motifs de l'Offre	4
1.3 Rappel des principaux termes de l'Offre	5
1.4 Nombre et nature des titres visés par l'Offre	5
1.5 Intentions de l'Initiateur relative à la mise en œuvre du Retrait Obligatoire et la radiation de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre	5
1.6 Modalités de l'Offre	6
1.7 Publication des résultats de l'Offre	6
1.8 Calendrier indicatif de l'Offre	6
2. CONCLUSION DE L'EXPERT INDEPENDANT	8
3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE	8
4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE VIS-A-VIS DE L'OFFRE	11
5. INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LA PRESENTATION A L'OFFRE DES ACTIONS AUTO-DETENUES	11
6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DU PROJET D'OFFRE OU DE SON ISSUE	11
7. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	12
7.1 Capital social d'IDSUD	12
7.2 Structure et répartition du capital de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse	12
7.3 Déclarations de franchissement de seuils	12
7.4 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions	13
7.5 Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres	13
7.6 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	13
7.7 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	13
7.8 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote	13
7.9 Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application des dispositions de l'article L. 233-11 du Code de commerce	13
7.10 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil de surveillance ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	13
7.11 Nomination et remplacement des membres du conseil de surveillance	14
7.12 Modification des statuts de la Société	14
7.13 Pouvoirs du conseil de surveillance, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'Actions	14
7.14 Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle	14

7.15	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil de surveillance, les dirigeants ou les principaux salariés de la Société en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	15
8.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	15
9.	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE.....	15
	Annexe - Rapport BM&A et Addendum	16

1. PRESENTATION ET CONTEXTE DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

Conformément au titre III du livre II et en particulier en application des dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Manandier, société par actions simplifiée au capital de 357 049 euros, dont le siège social est situé 3, place Général de Gaulle, 13001 Marseille, immatriculée au registre du commerce et des sociétés (« **RCS** ») de Marseille sous le numéro 931 384 176 (« **Manandier** » ou l'« **Initiateur** ») s'est irrévocablement engagée à offrir aux actionnaires de la société IDSUD, société anonyme de droit français, au capital social de 4 114 915 euros, dont le siège social est situé 3, place Général de Gaulle, 13001 Marseille, immatriculée au RCS de Marseille sous le numéro 057 804 783 (« **IDSUD** » ou la « **Société** ») d'acquérir la totalité des actions IDSUD non détenues par Manandier et les personnes agissant de concert avec elle au sens de l'article L. 233-10, I du Code de commerce¹, c'est-à-dire environ 3,66% du capital et 3,71% des droits de vote de la Société² au prix relevé de 192,55 euros à 220,00 euros par action IDSUD payable exclusivement en numéraire (le « **Prix d'Offre Relevé** »).

Les actions de la Société sont inscrites aux négociations sur le système multilatéral de négociation organisé Euronext Growth à Paris (« **Euronext Growth** ») sous le code ISIN FR0000062184 (mnémorique ALIDS, groupe de cotation E2).

Il est rappelé que l'Initiateur détient 356 049 actions IDSUD représentant autant de droits de vote, soit 96,34% du capital et 96,29% des droits de vote³ à la date du présent Projet de Note d'Information. A la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote d'IDSUD.

L'Offre sera réalisée pendant une période de dix jours de négociation au moins, selon la procédure simplifiée prévue aux articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Le calendrier indicatif est présenté à la section 1.8 du présent Projet de Note en Réponse.

1.2 Contexte et motifs de l'Offre

L'OPAS, initiée par Manandier, société constituée par la famille Luciani qui contrôle IDSUD, constitue le prolongement de l'offre publique de rachat réalisée par IDSUD (l'« **OPRA** ») et s'inscrit dans le cadre de l'intention du concert familial Luciani contrôlant directement Manandier et indirectement la Société au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, d'obtenir, à l'issue de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, la radiation des actions IDSUD d'Euronext Growth.

Le projet d'Offre a été déposé par Banque Hottinguer auprès de l'AMF, le 12 septembre 2024. Le 18 mars 2025, l'Initiateur a annoncé le relèvement du prix de l'Offre, le portant à 220,00 euros par Action. Le projet de note d'Information de l'Initiateur (le « **Projet de Note d'Information** ») a été modifié le 18 mars 2025 pour tenir compte du Prix d'Offre Relevé. L'AMF a publié un avis le 18 mars 2025 relatif au dépôt de ce projet d'Offre améliorée⁴, complétant son avis de dépôt du 12 septembre 2024⁵.

Le Prix d'Offre Relevé représente une prime de +144,4% par rapport au cours de clôture de l'actions IDSUD, de 90,00 euros au 24 janvier 2024 (dernier cours de clôture veille de la suspension de cours précédant l'annonce de l'OPRA) et une prime de +13,2% par rapport au cours de clôture de l'actions IDSUD, de 194,40 euros au 14 mars 2025.

L'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai maximal de trois mois à l'issue de la clôture de l'OPAS, une procédure de Retrait Obligatoire afin de se voir transférer les actions IDSUD non apportées à l'Offre, en contrepartie d'une indemnité égale au Prix d'Offre Relevé, dans le

¹ À savoir M^{me} Marie-Thérèse Luciani et M. Jérémie Luciani.

² Sur la base d'un capital composé de 369 572 actions représentant 369 779 droits de vote, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

³ Sur la base d'un capital composé de 369 572 actions représentant 369 779 droits de vote, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

⁴ D&I 225C0515 du 18 mars 2025.

⁵ D&I 224C1605 du 12 septembre 2024.

cadre des dispositions de l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF dans le cas où, à l'issue de l'OPAS, le nombre d'actions IDSUD non présentées par les actionnaires minoritaires ne représenteraient pas plus de plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société (cette condition étant satisfaite à la date du dépôt du Projet de Note d'Information au regard de la détention de l'Initiateur, de 96,34% du capital et 96,29% des droits de vote de la Société⁶).

1.3 Rappel des principaux termes de l'Offre

Banque Hottinguer, en sa qualité d'établissement présentateur de l'OPAS garanti, conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par Manandier dans le cadre de l'Offre.

En conséquence, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de IDSUD à acquérir toutes les actions de la Société qui lui seront présentées dans le cadre de l'OPAS pendant une période de 10 jours de négociation, au Prix d'Offre Relevé, fixé à 220,00 euros par action, payable exclusivement en numéraire.

L'OPAS est soumise au droit français.

1.4 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

A la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital de la Société est divisé en 369 572 actions représentant 369 779 droits de vote théoriques, Manandier détenant 356 049 actions IDSUD représentant autant de droits de vote, soit 96,34% du capital et 96,29% des droits de vote théoriques de la Société.

En application des dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte par conséquent sur la totalité des actions IDSUD émises par la Société et non détenues par l'Initiateur ainsi que par les personnes agissant de concert avec lui, soit, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre total maximum de 13 523 actions IDSUD représentant 13 730 droits de vote, c'est-à-dire 3,66% du capital et 3,71% des droits de vote de la Société⁷.

A la connaissance de la Société, à l'exception de l'apport, le 11 septembre 2024, par la famille Luciani de ses 356 049 actions IDSUD à l'Initiateur (l'« **Apport** »), réalisé à la valeur de 165,15 euros par action IDSUD⁸, l'Initiateur et les personnes agissant de concert avec lui n'ont acquis ou vendu aucune action de la Société cours des 12 derniers mois précédant la date du dépôt du projet d'Offre.

1.5 Intentions de l'Initiateur relative à la mise en œuvre du Retrait Obligatoire et la radiation de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre

L'Initiateur envisage de mettre en œuvre une procédure de Retrait Obligatoire à l'issue de la présente Offre dans les conditions prévues aux articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur informera le public du Retrait Obligatoire par la publication d'un communiqué en application de l'article 237-3 III du règlement général de l'AMF et d'un avis dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société conformément à l'article 237-5 du règlement général de l'AMF.

En cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, Euronext Paris procédera, à l'issue de la procédure de Retrait Obligatoire, à la radiation des actions IDSUD du système de négociation organisé Euronext Growth.

⁶ Sur la base d'un capital composé de 369 572 actions représentant 369 779 droits de vote, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

⁷ Sur la base d'un capital composé de 369 572 actions représentant 369 779 droits de vote, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

⁸ La valeur de l'Apport a été fixée, pour chaque action IDSUD apportée à Manandier, à la valeur de 5 actions FDJ et 1,75 euro, étant précisé que s'agissant de la valeur des actions FDJ, les apporteurs et Manandier ont retenu le cours de clôture de l'action FDJ à la séance du 25 juillet 2024 (à savoir 32,68 euros). Ce cours de clôture correspond à celui de la veille de la date du règlement-livraison de l'OPRA, l'Apport s'inscrivant dans le prolongement de l'OPRA.

Le rapport de l'Expert Indépendant (tel que défini à la section 2 ci-dessous) a été remis le 29 octobre 2024. Il est intégralement reproduit en Annexe du présent Projet de Note en Réponse.

1.6 Modalités de l'Offre

Le Projet de Note d'Information a été déposé auprès de l'AMF le 12 septembre 2024 par Banque Hottinguer, en qualité d'établissement présentateur. Il a été mis en ligne sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'IDSUD (www.opas-idsud.com) et peut être obtenu sans frais auprès de Banque Hottinguer et de la société IDSUD en application de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF. Un communiqué relatif aux termes du projet d'OPAS a été diffusé par l'Initiateur, le 12 septembre 2024. Le dépôt de l'OPAS fait l'objet d'un avis de dépôt relatif au Projet de Note d'Information publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

Le projet d'OPAS et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF déclarera l'Offre conforme après s'être assurée de sa conformité aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables et publiera la déclaration de conformité sur son site Internet (www.amf-france.org). Cette déclaration de conformité emportera visa par l'AMF de la note en réponse. La note en réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF ainsi que le document contenant les « Autres Informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenus gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, au siège. Ce document sera également accessible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et le site dédié à l'Offre mis en place par la Société (www.opas-idsud.com).

Conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, des communiqués de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents par l'Initiateur seront publiés au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre et seront mis en ligne sur le site dédié à l'Offre mis en place par la Société (www.opas-idsud.com).

Préalablement à l'ouverture de l'OPAS, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier ainsi qu'un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

Il est prévu que l'Offre reste ouverte pendant une période minimale de 10 jours de négociation.

1.7 Publication des résultats de l'Offre

L'AMF fera connaître le résultat définitif de l'Offre au plus tard 9 jours de bourse après la clôture de l'Offre.

1.8 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et Euronext publiera un avis annonçant les modalités et l'ouverture de l'Offre. Un calendrier indicatif de l'Offre figure ci-dessous :

12 septembre 2024	<p>Concernant l'Initiateur :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dépôt auprès de l'AMF du Projet de Note d'Information - Mise à disposition du public et mise en ligne du Projet de Note d'Information sur les sites Internet de IDSUD et de l'AMF - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note d'Information
30 octobre 2024	<p>Concernant IDSUD :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dépôt auprès de l'AMF du projet de note en réponse de la Société comprenant notamment l'avis motivé de son conseil de surveillance et le rapport de l'expert indépendant - Mise à disposition du public et mise en ligne du projet de note en réponse de la Société et de l'AMF - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note en réponse d'IDSUD
18 mars 2025	<ul style="list-style-type: none"> - Dépôt auprès de l'AMF du Projet de Note d'Information au Prix d'Offre Relevé de 220,00 euros
19 mars 2025	<ul style="list-style-type: none"> - Dépôt auprès de l'AMF du Projet de Note en Réponse de la Société comprenant notamment l'avis motivé de son conseil de surveillance et l'Addendum au rapport de l'Expert Indépendant
25 mars 2025	<ul style="list-style-type: none"> - Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la Note d'Information et de la note en réponse d'IDSUD
26 mars 2025	<p>Concernant l'Initiateur :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de la société IDSUD et de l'AMF de la Note d'Information visée par l'AMF et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur - Diffusion du communiqué informant de la mise à disposition de la Note d'Information visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur <p>Concernant IDSUD :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de la société IDSUD et de l'AMF de la note en réponse d'IDSUD visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables relatives à IDSUD sur le site Internet de la Société - Diffusion du communiqué informant de la mise à disposition de la note en réponse d'IDSUD visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de IDSUD
26 mars 2025	<ul style="list-style-type: none"> - Publication par l'AMF et Euronext de l'avis d'ouverture de l'Offre
27 mars 2025	<ul style="list-style-type: none"> - Ouverture de l'OPAS
9 avril 2025	<ul style="list-style-type: none"> - Clôture de l'OPAS
10 avril 2025	<ul style="list-style-type: none"> - Publication de l'avis de résultat de l'OPAS par l'AMF
25 avril 2025	<ul style="list-style-type: none"> - Mise en œuvre du Retrait Obligatoire (<i>record date</i>)

2. CONCLUSION DE L'EXPERT INDEPENDANT

Dans le cadre des dispositions de l'article 261-1 I 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF et, dans la mesure où l'OPAS serait effectivement suivie d'un Retrait Obligatoire, de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF⁹, le conseil de surveillance de la Société a désigné le cabinet BM&A, représenté par Monsieur Pierre Béal, en qualité d'expert indépendant dans le cadre du projet d'OPRA étant précisé que sa mission s'est étendue à l'OPAS et au Retrait Obligatoire (l'« **Expert Indépendant** »). Cette désignation a été décidée dès le 8 février 2024 par le conseil de surveillance, à l'unanimité de ses membres (la Présidente du conseil de surveillance, M^{me} Marie-Thérèse Luciani, ne prenant pas part au vote).

Il est précisé qu'au regard de la taille actuelle du conseil de surveillance, actuellement composé de trois membres, il a été décidé de ne pas constituer un comité ad hoc.

Le rapport de BM&A (le « **Rapport BM&A** ») a été remis le 29 octobre 2024. Il est intégralement reproduit en Annexe du présent Projet de Note en Réponse.

L'Expert Indépendant a établi un addendum à son rapport en date du 19 mars 2025 pour tenir compte du Prix d'Offre Relevé. L'Addendum figure en Annexe du présent Projet de Note en Réponse (l'« **Addendum** »)

Dans sa conclusion, l'Expert Indépendant considère que le Prix d'Offre Relevé de 220,00 euros par action IDSUD proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée et dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE

Le conseil de surveillance de la Société, composé de l'ensemble de ses trois membres, présents ou participant par des moyens de télécommunications, s'est d'abord réuni le 29 octobre 2024, en vue d'adopter un avis motivé sur le prix d'Offre initial de 192,55 euros conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du règlement général de l'AMF. Il s'est réuni ensuite le 19 mars 2025 en vue de statuer et de remettre un nouvel avis motivé sur le projet d'Offre et le Prix d'Offre Relevé désormais fixé à 220,00 euros par action IDSUD et reproduit ci-dessous.

Les termes non définis dans cet avis ont le sens qui leur est donné par le Projet de Note d'Information soumis au conseil de surveillance et annexé au procès-verbal de la séance l'ayant adopté.

Il est rappelé que lors de la séance du 29 octobre 2024, les membres du conseil de surveillance ont préalablement pu prendre connaissance des différents documents qui leur ont été remis ou présentés oralement, dont notamment :

- le projet de note d'information incluant les motifs et le contexte de l'OPAS ;
- le Rapport BM&A ; et
- les réponses du cabinet BM&A aux critiques formulées à l'encontre du prix initial de l'Offre de 192,55 euros.

Lors de la séance du 19 mars 2025, ils ont pu en outre consulter :

- le Projet de Note d'Information de l'Initiateur mis à jour qui inclut les éléments du Prix d'Offre Relevé fixé par l'Etablissement Présentateur du projet d'OPAS ainsi que le rapport de l'Expert Indépendant susmentionné ;
- l'Addendum au rapport de l'Expert Indépendant visant à tenir compte du Prix d'Offre Relevé.

⁹ Avis de l'AMF 224C0218 du 8 février 2024.

Au cours de cette séance du 19 mars 2025, le conseil de surveillance a rappelé que :

- l'OPAS, y compris au Prix d'Offre Relevé, ne remet pas en cause la capacité de la Société à financer sa croissance organique et elle ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique de la Société en matière d'emploi ;
- comme déjà évoqué lors de la séance du conseil de surveillance du 29 octobre 2024, l'Expert Indépendant a répondu aux critiques formulées à l'encontre du prix initial de l'Offre, fixé le 12 septembre 2024 à 192,55 euros, qui ont été transmises à BM&A, le 9 octobre 2024. En synthèse, un actionnaire minoritaire estimait qu'en raison de l'expropriation résultant du retrait obligatoire, l'appréciation de l'équité du prix de l'Offre doit retenir un mode de calcul le plus favorable. Ce calcul conduisait cet actionnaire minoritaire à une fourchette de valeur comprise entre 240 euros et 276 euros. Il est ainsi rappelé qu'après analyse des arguments présentés par cet actionnaire minoritaire, le Rapport BM&A a conclu que :

« Malgré le succès de l'OPRA de juin 2024, l'actionnaire minoritaire remet en cause l'équité du prix proposé en mettant en avant, à raison, l'expropriation qu'il subira si l'OPAS obtient l'agrément du collège de l'AMF. Dans ce contexte, il propose plusieurs approches d'évaluation plus favorables. Nous confirmons le caractère extrêmement favorable des méthodes qu'il met en œuvre, mais considérons qu'elles ne sont pas pertinentes au cas d'espèce :

- *l'équité d'une Offre ne s'appréciant pas en retenant la méthode la plus favorable à l'actionnaire minoritaire mais en retenant une approche objective de la valeur, garante d'une égalité de traitement entre les actionnaires de la société ;*
- *bien que ces scénarios soient mutuellement exclusifs, les approches proposées par l'actionnaire minoritaire mêlent des évaluations en continuité d'exploitation et en valeur liquidative, pour ne retenir que le meilleur des deux mondes.*

Dans ce contexte nous nous sommes livrés, à titre indicatif uniquement compte tenu du caractère fictionnel de ce scénario, à une estimation de la valeur liquidative d'IDSUD SA qui aboutit à des valeurs inférieures au prix d'Offre. Dans ce contexte, nous considérons que les observations de l'actionnaire minoritaire ne remettent pas en cause l'équité, d'un point de vue financier, du prix proposé dans le cadre de l'OPAS. »

- le Rapport BM&A, en date du 29 octobre 2024, élaboré sur la base du prix d'Offre initial de 192,55 euros, a résumé ainsi ses travaux :

« A titre liminaire, il convient de rappeler que l'OPAS éventuellement suivie d'un retrait obligatoire, objet de la présente étude constitue le prolongement logique et annoncé de l'OPRA réalisée au mois de juin dernier, et que le Prix d'Offre de cette OPAS, payé en numéraire, est calculé sur les mêmes bases que la parité offerte dans le cadre de l'OPRA.

En effet, la note d'information de l'OPRA précisait que, sous réserve de la réalisation de l'OPRA, "l'Indivision Luciani envisage d'initier (...) un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant le solde des Actions de la Société qu'elle ne détiendrait pas après la Réduction de Capital. L'OPAS serait payée exclusivement en numéraire et son prix unitaire (dividende attaché), qui serait fixé au plus tard à la date de son dépôt auprès de l'AMF, serait égal à la somme de cinq (5) fois le cours de l'action FDJ à la clôture de la séance la veille du dépôt du projet d'OPAS et 1,75 euro(...). L'Indivision Luciani a l'intention de demander à l'AMF, la mise en œuvre, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'OPAS, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les Actions IDSUD non apportées à l'OPAS".

Il faut ensuite souligner que la grande majorité des actionnaires minoritaires d'IDSUD ont apporté leurs titres lors de la première opération de sorte que l'Indivision Luciani détient à présent plus de 95 % du capital et des droits de vote de la Société via la société Manandier, Initiateur de l'Offre. Par conséquent, nous avons retenu le prix extériorisé par la parité d'échange de l'OPRA, soit 178,5 € en tant que référence de valeur, sur lequel le Prix d'Offre présente une prime de 7,9 %.

Les autres méthodes et références mises en œuvre sont logiquement identiques à celles utilisées quelques mois plus tôt. Ainsi, nous présentons le critère du cours de bourse à titre secondaire, non seulement en raison de la faiblesse du flottant et des volumes traités, mais également parce que le cours de bourse intégrait une OPAS annoncée dans la documentation de l'OPRA. Sur la base de ce critère, la rémunération proposée par l'Offre extériorise une prime comprise entre 7,6 % et 18,7 % (cours de bourse au 11 septembre 2024, en retenant le cours spot, et les moyennes pondérées à 20 jours et trois mois).

Dans la mesure où IDSUD est une société holding, nous avons finalement mis en œuvre la méthode l'actif net réévalué (ou ANR) en actualisant nos travaux menés à l'occasion de l'OPRA, en retenant :

- une valeur de la participation de IDSUD dans FDJ, appréciée sur la base du cours de bourse de FDJ considéré représentatif de la valeur de marché de la participation compte tenu de sa liquidité satisfaisante, en maintenant le lissage sur 20 jours déjà appliqué dans la cadre de l'OPRA, compte tenu des annonces gouvernementales du 3 octobre 2024 relatives à la possibilité d'une taxation accrue des jeux d'argent ;
- une valeur des participations IDSUD Energies, IDSUD Voyages et de l'activité Changes touristique / Métaux précieux approchée, à titre principal, par la méthode DCF, sur la base des plans d'affaires communiqués par le management lors de l'OPRA et, à titre de recoupement, par la méthode des comparables boursiers à partir d'échantillons spécifiques à chaque activité ;
- la valeur des autres participations, correspondant à la quote-part de leurs capitaux propres comptables lorsque celle-ci était supérieure à leur valeur nette comptabilisée dans les comptes d'IDSUD SA.

Sur la base de l'ANR brut obtenu, nous avons déduit la fiscalité latente sur les plus-values et la capitalisation des coûts de fonctionnement de la holding.

Il résulte de cette approche une valeur de 183,3 €, sur laquelle le prix d'Offre extériorise une prime de 5%.

Afin de faciliter le rapprochement avec nos travaux réalisés dans le cadre de l'OPRA, nous présentons à titre de recoupement le calcul de l'ANR retenant une décote forfaitaire comprise entre 25% et 35% (30% en valeur centrale, qui reflète les risques et les contraintes induits par la détention d'actifs à travers une société holding). Cette approche conduit à des valeurs inférieures à celles obtenues par la méthode précédente.

Pour répondre aux interrogations d'un actionnaire minoritaire, nous avons simulé un scénario de liquidation du groupe IDSUD, hypothèse qui constituerait l'extrême opposé des intentions du management. Dans ce cadre, notre simulation aboutit à une valeur légèrement inférieure au prix d'Offre.

Enfin, il faut souligner que l'approche par l'ANR présente une valeur proche du Prix d'Offre, et donc un niveau de prime faible qu'il convient de relativiser l'ANR ne tenant pas compte d'un élément particulièrement favorable à l'actionnaire minoritaire. En effet, nos calculs retiennent une fiscalité réduite à la quote-part de frais et charges, soit 3,1% de la plus-value en cas de cession des titres FDJ. Or, les dividendes versés par FDJ, qui justifient la valeur des actions détenues et assurent la couverture des charges d'IDSUD, sont en réalité taxés au taux de droit commun, soit 25 %. La prise en compte de ce taux d'imposition dans l'ANR d'IDSUD réduirait la valeur de l'action à 137,0 €, montant sur lequel le prix proposé offre une prime de 40,6%. »

- la conclusion du Rapport BM&A du 29 octobre 2024, visant le prix d'Offre de 192,55 euros, considérait que ce prix était équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire. Elle était ainsi rédigée : « compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 192,55 € par action IDSUD proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée et dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société. »

S'agissant du Prix d'Offre Relevé, le conseil de surveillance a constaté qu'il représente désormais une prime de +144,4% par rapport au cours de clôture de l'actions IDSUD, de 90,00 euros au 24 janvier 2024 (dernier cours de clôture veille de la suspension de cours précédant l'annonce de l'OPRA) et une prime de +13,2% par rapport au cours de clôture de l'actions IDSUD, de 194,40 euros au 14 mars 2025. En outre, le conseil de surveillance a pris acte que l'Addendum remis par l'Expert Indépendant le 19 mars 2025, confirme sa conclusion antérieure et notamment son « *opinion relative quant au caractère équitable du prix d'Offre, réhaussé de 192,55 € à 220 €, par action IDSUD dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire* ».

Par conséquent, à la lumière des éléments qui précèdent, le conseil de surveillance, après en avoir délibéré et sans qu'aucune opinion divergente n'ait été exprimée, a décidé à l'unanimité :

- d'approuver les termes et conditions du projet d'OPAS libellé au Prix d'Offre Relevé de 220 euros par action IDSUD et tels que détaillés dans le Projet de Note d'Information ;
- de confirmer son avis rendu le 29 octobre 2024 en considérant, à plus forte raison, que l'Offre désormais libellée au Prix d'Offre Relevé de 220 euros par action IDSUD, est conforme sans restriction, ni réserve, aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;
- en conséquence, d'émettre à nouveau un avis favorable sur l'OPAS au Prix d'Offre Relevé de 220 euros par action IDSUD dans la mesure où celle-ci est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ; et
- de recommander aux actionnaires d'apporter leurs actions IDSUD à celle-ci.

4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE VIS-A-VIS DE L'OFFRE

Les membres du conseil de surveillance de la Société ne détiennent, en dehors des 356 049 actions IDSUD détenues par Manandier, aucune action IDSUD.

5. INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LA PRESENTATION A L'OFFRE DES ACTIONS AUTO-DETENUES

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

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DU PROJET D'OFFRE OU DE SON ISSUE

Il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

7. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, la présente Section contient les éléments, dont la Société a connaissance, lorsque ceux-ci sont susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique, actualisés à la date du présent Projet de Note en Réponse.

7.1 Capital social d'IDSUD

Depuis la réduction de capital non motivée par des pertes, conformément à l'article L. 225-207 du Code de commerce, d'un montant nominal maximum de 1 544 513 euros, sous la forme d'une OPRA portant sur un nombre maximum de 138 717 actions IDSUD (la « **Réduction du Capital** ») et à la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital de la Société est composé de 369 572 actions représentant au total **369 779** droits¹⁰.

7.2 Structure et répartition du capital de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse

	Nombre d'actions	% capital	Nombre de droits de vote théoriques	% droits de vote théoriques
Manandier	356 049	96,34%	356 049	96,29%
Autres actionnaires	13 523	3,66%	13 730	3,71%
Total	369 572	100,00%	369 779	100,00%

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

A la date du présent Projet de Note en Réponse et sur la base des déclarations de franchissements de seuils statutaires reçues des actionnaires et à la connaissance de la Société, aucun autre actionnaire ne détient plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société.

7.3 Déclarations de franchissement de seuils

Le 2 août 2024, l'AMF a publié la déclaration effectuée par la famille Luciani de son franchissement du seuil de 90% du capital et des droits de vote de la Société consécutive à la Réduction de Capital. La famille Luciani détenait alors directement 356 049 actions IDSUD représentant 712 097 droits de vote, soit 96,34% du capital et 98,11% des droits de vote de la Société.

Consécutivement à l'Apport, Manandier détient, à la date du présent Projet de Note en Réponse, directement 356 049 actions IDSUD représentant autant de droits de vote, soit 96,34% du capital et 96,29% des droits de vote de la Société. Le franchissement, consécutif à l'Apport, des seuils de 50% et 90% du capital et des droits de vote d'IDSUD par l'Initiateur, a fait l'objet d'une déclaration le 11 septembre 2024 auprès de l'AMF¹¹, ainsi que d'une déclaration effectuée au titre de l'article 19.11 du règlement européen n°2014/596 relatif aux abus de marché en tant que personne étroitement liée à des dirigeants de la Société¹².

¹⁰ Le nombre total de droits de vote théoriques est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote conformément à l'article 223-11 I alinéa 2 du règlement général de l'AMF.

¹¹ D&I 224C1614 du 13 septembre 2024.

¹² Avis AMF 2024DD996594 du 23 septembre 2024.

7.4 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

7.4.1 Transferts d'actions

Aucune restriction statutaire n'est applicable aux transferts d'actions, celles-ci étant librement négociables, sous réserve des dispositions législatives ou réglementaires en vigueur.

7.4.2 Droits de vote double

Un droit de vote double est attribué :

- a) à toutes actions entièrement libérées, pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis cinq ans au moins au nom du même actionnaire ; et
- b) aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire, en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

7.5 Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres

A l'exception des déclarations mentionnées dans la Section 7.3 du Projet de Note en Réponse, la Société n'a eu connaissance d'aucune déclaration de franchissement de seuils ou d'opérations sur titres.

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

Il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux autres que le droit de vote double décrit au paragraphe 7.4.2 ci-dessus.

7.7 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

7.8 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote

A la date du présent Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote.

7.9 Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application des dispositions de l'article L. 233-11 du Code de commerce

Inapplicable, les actions de la Société étant inscrites sur Euronext Growth.

7.10 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil de surveillance ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

En vertu de l'article 11 des statuts, la Société est dirigée par un directoire qui exerce ses fonctions sous le contrôle d'un conseil de Surveillance.

Les statuts ne prévoient pas de dispositions différentes de celles prévues par la loi et les règlements concernant la nomination et le remplacement des membres du conseil de surveillance ou la modification des statuts.

7.11 Nomination et remplacement des membres du conseil de surveillance

Le nombre des membres du conseil de surveillance fixé par l'article 16 des statuts doit être de trois au moins et de dix-huit personnes au plus. Les membres du conseil de surveillance ne sont pas tenus d'être actionnaire de la Société. Ils peuvent être personne physique ou morale, alors représentée par un représentant permanent. Ils sont nommés par l'assemblée générale ordinaire pour une durée maximale de six années.

Le nombre de membres du conseil de surveillance ayant dépassé l'âge de 80 ans ne peut pas être supérieur au tiers des membres en fonctions, à peine de nullité de la nomination.

Le mandat des membres du conseil de surveillance est renouvelable.

Les membres du conseil de surveillance peuvent être révoqués par l'assemblée générale.

Conformément à l'article 15 des statuts, le directoire est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la Société, dans la limite de l'objet social et sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi aux assemblées générales et au conseil de surveillance.

7.12 Modification des statuts de la Société

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions.

Elle statue à la majorité des deux-tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés, y compris les actionnaires ayant voté par correspondance.

7.13 Pouvoirs du conseil de surveillance, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'Actions

7.13.1 Pouvoirs du conseil de surveillance :

Le conseil de surveillance exerce le contrôle permanent de la gestion de la Société par le directoire.

A toute époque de l'année, il opère les vérifications et contrôles qu'il juge opportuns et se fait communiquer les documents qu'il estime utiles pour l'accomplissement de sa mission.

7.13.2 Délégations et autorisations conférées au directoire d'IDSUD par l'assemblée générale :

A la date du Projet de Note en Réponse, l'assemblée générale des actionnaires de la Société a accordé au directoire de la Société les délégations et les autorisations suivantes en matière de rachat ou d'émission d'actions et/ou de titres de créance :

Objet de la délégation ou de l'autorisation	Montant nominal maximal autorisé	Durée de la délégation ou de l'autorisation	Date de la résolution
Autorisation à donner au directoire à l'effet d'opérer sur les actions de la Société (rachat d'actions)	10% du capital (190 euros maximum par action)	Valable jusqu'à l'assemblée générale appelée à statuer sur les comptes de l'exercice 2024	25 juin 2024 4 ^{ème} résolution

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

Néant.

7.15 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil de surveillance, les dirigeants ou les principaux salariés de la Société en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Néant.

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

Les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société requises en application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Elles seront disponibles sur le site internet dédié à l'Offre de la Société (www.opas-idsud.com) et sur celui de l'AMF (www.amf-france.org) au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès de la Société.

9. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

« A ma connaissance, les données du présent Projet de Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Monsieur Jérémie Luciani
Président du directoire

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

Annexe - Rapport BM&A et Addendum



AUDIT
CONSEIL FINANCIER
CONSEIL ET SUPPORT OPERATIONNELS
MAÎTRISE DES RISQUES & COMPLIANCE

Groupe
IDSUD

| IDSUD

Expertise indépendante

Projet d'offre publique d'achat simplifiée

Octobre 2024

SOMMAIRE

1 	CONTEXTE DE L'OPERATION.....	5
2 	PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	7
2.1	Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois.....	7
2.2	Déclaration d'indépendance	7
2.3	Rémunération de l'expert	7
2.4	Diligences effectuées par l'expert	7
3 	PRESENTATION DE LA SOCIETE.....	11
3.1	Activité et historique	11
3.1.1	Présentation générale de la société	11
3.1.2	Historique de la Société.....	11
3.1.3	Présentation générale des activités	12
3.1.4	Focus sur IDSUD Energies	13
3.1.4.1	Historique de l'activité.....	13
3.1.4.2	Activité « EPC »	13
3.1.4.3	Activité de distribution d'UPS	14
3.1.5	Focus sur IDSUD Voyages	14
3.1.5.1	Activité et modèle économique.....	14
3.1.5.2	Perspectives	15
3.1.6	Focus sur l'activité Change de devises / métaux précieux	15
3.1.6.1	Activité Change de devises	15
3.1.6.2	Activité négoce de métaux précieux.....	16
3.2	Analyse historique des comptes publiés	16
3.2.1	Comptes sociaux IDSUD S.A.....	16
3.2.1.1	Evolution des résultats de la société.....	16
3.2.1.2	Evolution de la situation bilancielle	18
3.2.2	Comptes sociaux IDSUD Energies	19
3.2.2.1	Evolution de la situation bilancielle	20
3.2.3	Présentation des comptes sociaux d'IDSUD Voyages	21
3.2.3.1	Evolution des résultats de la société.....	21
3.2.3.2	Evolution de la situation bilancielle	21
3.3	Présentation des plans d'affaires	22
3.3.1	Plan d'affaires IDSUD Energies	22
3.3.1.1	Chiffre d'affaires	23
3.3.1.2	Ebit	23
3.3.1.3	Autres éléments des flux de trésorerie.....	23
3.3.1.4	Prolongement du plan	23
3.3.2	Plan d'affaires DRS Energie.....	23
3.3.2.1	Chiffre d'affaires	23
3.3.2.2	Ebit	24
3.3.2.3	Autres éléments des flux de trésorerie.....	24
3.3.2.4	Prolongement du plan	24
3.3.3	Plan d'affaires IDSUD Voyages	24
3.3.3.1	Chiffre d'affaires	24
3.3.3.2	Ebit	24
3.3.3.3	Autres éléments des flux de trésorerie.....	25

3.3.3.4	Prolongement du plan	25
3.3.4	Plan d'affaires de l'activité Change / Métaux précieux	25
3.3.4.1	Chiffre d'affaires	25
3.3.4.2	Ebit	25
3.3.4.3	Autres éléments des flux de trésorerie.....	25
3.3.4.4	Prolongement du plan	25
4 	TRAVAUX D'ÉVALUATION	26
4.1	Analyse des opérations connexes.....	26
4.2	Méthodes ou références non retenues.....	26
4.2.1	Actif net comptable corrigé.....	26
4.2.2	Méthodes basées sur le dividende.....	26
4.2.3	Approche par référence aux objectifs de cours des analystes financiers	27
4.2.4	Approches analogiques	27
4.2.5	Evaluation par la méthode de l'actualisation de flux de trésorerie	27
4.3	Critères et méthodes retenus.....	27
4.3.1	Approche par référence au cours de bourse.....	27
4.3.1.1	Revue de l'évolution historique du cours de bourse IDSUD	28
4.3.2	Approche par référence à des transactions intervenues sur le capital de la Société.....	30
4.3.3	Méthode de l'actif net réévalué	31
4.3.3.1	Réévaluation de la participation dans la Française des jeux	31
4.3.3.2	Réévaluation d'IDSUD Energies	35
4.3.3.3	Réévaluation d'IDSUD Voyages.....	38
4.3.3.4	Réévaluation de l'activité Change / Métaux précieux	40
4.3.3.5	Autres composantes de l'ANR IDSUD	41
4.3.3.6	Ajustement de l'ANR brut.....	42
4.3.3.7	Actif net réévalué IDSUD : synthèse des résultats.....	44
5 	ANALYSE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR	46
5.1	Comparaison des méthodes et des références d'évaluation écartées	46
5.1.1	Actif net comptable	46
5.1.2	Actualisation de dividendes.....	46
5.1.3	Actualisation de flux de trésorerie (pour évaluer IDSUD dans sa globalité).....	46
5.1.4	Approches analogiques (pour évaluer IDSUD dans sa globalité).....	46
5.1.5	Objectifs de cours des analystes	47
5.2	Comparaison des méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif	47
5.2.1	Référence au cours de bourse.....	47
5.3	Comparaison des méthodes d'évaluation retenues à titre principal	47
5.3.1	Référence à une opération significative sur le capital de la Société	47
5.3.2	Actif net réévalué IDSUD	47
5.3.2.1	Construction de l'ANR.....	47
5.3.2.2	Réévaluation de la participation FDJ.....	48
5.3.2.3	Réévaluation de la participation IDSUD Energies	48
5.3.2.4	Réévaluation de la participation IDSUD Voyages	49
5.3.2.5	Réévaluation de l'activité Change touristique et Métaux précieux.....	51
5.3.2.6	Réévaluation des autres participations non cotées.....	52
5.3.2.7	Réévaluation de l'immeuble situé à Marseille.....	52
5.3.2.8	Prise en compte des frais d'exploitation	52
5.3.2.9	Endettement financier net.....	53
5.3.2.10	Synthèse des résultats	54
6 	REPONSE AUX OBSERVATIONS DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES	55

6.1	Description de l'approche proposée par l'actionnaire minoritaire	55
6.2	Réponse aux observations de l'actionnaire minoritaire.....	56
6.2.1	Sur l'appréciation de l'équité dans le cadre d'un retrait obligatoire	56
6.2.2	Sur l'approche mise en œuvre par l'actionnaire minoritaire	57
6.2.2.1	Etape 1 : cession des titres FDJ	57
6.2.2.2	Etape 2 : fermeture des filiales du Groupe	58
6.2.2.3	Etape 3 : liquidation d'IDSUD SA.....	59
6.2.2.4	Synthèse des résultats	60
6.2.3	Conclusion	60
7 	CONCLUSION	61
8 	ANNEXES	63
8.1	Lettre de mission	63
8.2	Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation	66
8.2.1	Nombre de titres	66
8.2.2	Passages de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	66
8.3	Bêtas moyens des échantillons de comparables boursiers	66
8.3.1	Bêta IDSUD Energies (EPC)	67
8.3.2	Bêta Kehua France	67
8.3.3	Bêta IDSUD Voyages	67
8.3.4	Bêta Change / Métaux précieux	68
8.4	Taux d'actualisation par activité.....	68
8.4.1	Taux d'actualisation IDSUD Energies (activité EPC)	68
8.4.2	Taux d'actualisation Kehua France	69
8.4.3	Taux d'actualisation IDSUD Voyages (France)	69
8.4.4	Taux d'actualisation Globid – T4EX (USA)	70
8.4.5	Taux d'actualisation Change / Métaux précieux	70
8.4.6	Description des concepts utilisés dans l'appréciation des fourchettes de taux d'actualisation .	71
8.5	Prévisions macroéconomiques.....	72
8.6	Décotes de holding	72
8.6.1	Echantillon de référence et données à date	72
8.6.2	Evolution historique de la décote moyenne.....	72
8.7	Frais d'exploitation non pris en charge par les filiales	73
8.7.1	Taux d'actualisation.....	73
8.7.2	Frais d'exploitation normatifs capitalisés	73
8.8	TRI implicite du dividende FDJ.....	74
8.9	Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers.....	75
8.9.1	IDSUD Energies	75
8.9.2	Kehua France	77
8.9.3	IDSUD Voyages	78
8.9.4	IDSUD Change / Métaux précieux	80

1 | CONTEXTE DE L'OPERATION

En juillet 2024, la société IDSUD (ci-après « **IDSUD** » ou la « **Société** »), société cotée sur le marché Euronext Growth d'Euronext Paris (ISIN : FR0000062184- ALIDS), a acquis 25,3 % de son capital¹ à l'issue d'une offre publique de rachat (ci-après l'« **OPRA** ») réalisée selon une parité de 5 actions La Française de Jeux (ci-après la « **FDJ** ») et 1,75 €, contre 1 action IDSUD. Cette opération s'inscrivait dans l'objectif du concert familial Luciani² (ci-après le « **Concert Familial Luciani** ») de mettre en œuvre la sortie de bourse d'IDSUD annoncée à l'occasion de l'OPRA.

Fin juillet 2024, IDSUD a procédé à une réduction de capital par annulation des 125 194 titres acquis lors de l'OPRA portant le capital d'IDSUD à 369 572 actions. Cette réduction de capital a eu pour conséquence le franchissement à la hausse du seuil de 90 % du capital et des droits de vote de la part du Concert Familial Luciani³. Ce dernier a ensuite apporté le 11 septembre 2024 la totalité de sa participation dans IDSUD à la société Manandier⁴ qu'il contrôlait préalablement.

A ce jour, l'actionnariat d'IDSUD se présente de la manière suivante :

IDSUD Actionnariat au 12 septembre 2024	Post OPRA		Réd. de cap.	Pré Offre	
	# actions	% actions	# actions	# actions	% actions
Manandier (Indivision Luciani)	356 049	72,0%		356 049	96,3%
IDSUD	125 194	25,3%	(125 194)	-	-
Public	13 523	2,7%		13 523	3,7%
Total	494 766	100,0%	(125 194)	369 572	100,0%

C'est dans ce contexte que la société Manandier (ci-après « **Manandier** » ou l'« **Initiateur** ») a déposé le 12 septembre 2024 un projet d'offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« **OPAS** » ou l'« **Offre** ») portant sur le solde des actions IDSUD qu'elle ne détient pas, soit 13 523 actions représentant 3,66 % du capital et 3,71 % des droits de vote, au prix de 192,55 € par action IDSUD payés exclusivement en numéraire (ci-après le « **Prix d'Offre** »).

Comme indiqué supra, le but de l'Offre est la mise en œuvre d'un retrait obligatoire et la radiation des actions IDSUD de la cote. Ainsi, dans l'hypothèse où les conditions seraient réunies⁵, l'Initiateur a l'intention de demander à l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« **AMF** ») la mise en œuvre, dans un délai maximal de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, une procédure de retrait obligatoire à un prix par action égal au Prix d'Offre. Compte tenu de la quote-part de capital détenue par Manandier, la procédure de retrait obligatoire serait automatiquement mise en œuvre sous réserve de la décision de conformité de l'AMF.

S'agissant des intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir outre la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, la Société entend poursuivre le redressement et développement d'IDSUD Energies, entamé avec l'acquisition d'une petite société d'installation de panneaux photovoltaïques. Elle entend également maintenir les activités de Voyage et de Change.

L'Offre n'aura pas d'incidence en matière d'emploi ou de gouvernance de la Société. Par ailleurs, l'Initiateur, qui rappelle que la Société n'a pas versé de dividende au cours des trois dernières années, indique qu'il prévoit de conserver la politique de distribution de dividendes de la Société conforme à celle pratiquée antérieurement tenant compte de la situation financière et des besoins de la Société et de ses filiales.

¹ Soit 125 194 actions IDSUD.

² Qui, avant OPRA, détenait 356 049 actions IDSUD, soit 72 % du capital.

³ A l'issue de l'OPRA, le Concert Familial Luciani détenait 96,34 du capital et 98,11 % de droits de vote d'IDSUD.

⁴ Société créée ad hoc par le Conseil Familial Luciani pour les besoins de l'Offre.

⁵ i.e. si à la clôture de l'Offre, l'Initiateur détient au moins 90 % du capital et des droits de vote en application de l'art. 237-1 du règlement général de l'AMF, le retrait obligatoire entraînant la radiation des actions IDSUD de la cote.

La Société n'envisage pas d'évolution de la structure du groupe ou de son statut juridique. Toutefois, en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire à l'issue de l'OPAS, la Société pourrait être transformée en société par actions simplifiée, entraînant une modification de sa gouvernance. Enfin, l'Offre n'entraînera pas la réalisation de synergie et aucune opération de fusion n'est envisagée.

Dans ce contexte, le cabinet BM&A Advisory & Support a été mandaté le 9 février 2024 par le Conseil de surveillance de la Société en qualité d'expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable de la rémunération proposée dans le cadre de l'OPRA et dans celui de la présente OPAS.

S'agissant de la seule opération d'OPAS, notre intervention est requise par les dispositions du règlement général de l'AMF figurant au Titre VI du Livre II, Chapitre 1^{er}, article 261-1, et en particulier :

- le paragraphe I, alinéa 1^o, dans la mesure où la société visée est déjà contrôlée avant le lancement de l'opération par l'initiateur de l'offre ;
- le paragraphe II, dans la mesure où un retrait obligatoire est envisagé dans le cadre de l'OPAS prévue à la suite de l'OPRA.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de participer ou non à l'Offre.

2 | PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois

Au cours des 36 derniers mois, le cabinet a produit les attestations d'équité et les rapports d'expertise indépendante suivants :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
août-21	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Iliad	Holdco II	BNP Paribas & CACIB & Société Générale
oct-21	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Ivalis	RGIS	Invest Securities
déc-21	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Visiodent	Groupe Visiodent & Hivista	Portzamparc
janv-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	SMTPC	Eiffage & Vinci Concessions	Portzamparc
mars-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Groupe Open	New Go	Oddo BHF
oct-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Groupe IRD	IRD et Associés	Degroof Petercam
nov-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Oncodesign	Cancer Buster Bidco	Société Générale
oct-23	Offre Publique d'Achat Simplifiée	PCAS	Seqens	Portzamparc
nov-23	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Boiron	Boiron Développement	Bryan Garnier, BNP Paribas & CM-CIC
mai-24	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	MND	L&M Infra	Gilbert Dupont
juin-24	Offre Publique de Rachat d'Actions	IDSUD	n/a	Banque Hottinguer

2.2 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet et le signataire du présent rapport ne se trouvent pas, vis-à-vis de la Société, de leurs conseils et de leurs actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts décrites dans l'instruction AMF n°2006-08 du 28 septembre 2006. En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation, hors travaux d'évaluation relatifs à l'OPRA de juillet 2024 ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;
- n'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois à l'exception de celles indiquées ci-dessous.

2.3 Rémunération de l'expert

La rémunération perçue par BM&A au titre de l'opération, prise dans son ensemble et incluant l'OPRA et l'OPAS, s'élève à un total de 133 000 hors taxes et débours (répartis en 88 k€ pour l'OPRA et 45 k€ pour l'OPAS).

2.4 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission a été réalisée par Pierre Béal, associé et Stéphane Marande, directeur exécutif, assistés de Bastien Casanovas manager, et de Jessica Zhang assistante.

La revue indépendante a été effectuée par Eric Blache, associé du cabinet, qui n'est pas directement intervenu dans les travaux menés par l'équipe susmentionnée.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application AMF DOC-2006-08 du 28 septembre 2006 et de la recommandation AMF DOC-2006-15 du 28 septembre 2006, toutes deux modifiées le 10 février 2020.

Nous avons été informés des Offres envisagées le 25 janvier 2024. À la suite de notre nomination en qualité d'expert indépendant⁶, intervenue le 9 février 2024, nous avons commencé nos travaux relatifs à l'Offre publique d'achat simplifiée le 12 septembre 2024 et les avons achevés le 28 octobre 2024, date à laquelle nous avons remis la version définitive de notre rapport.

Au cours de nos travaux sur l'Offre publique de rachat et l'Offre publique d'achat simplifiée, nous nous sommes principalement entretenus avec les personnes suivantes :

- IDSUD SA – Management :
 - Jérémie Luciani, président du Directoire et directeur administratif et financier (également président d'IDSUD Voyages et d'IDSUD Energies) ;
 - Marie-Thérèse Luciani, présidente du Conseil de Surveillance ;
 - Philippe Klein, membre du Conseil de Surveillance ;
 - Laurent Dupuch, membre du Conseil de Surveillance ;
 - Alban Raïs, membre du Directoire et directeur juridique ;
 - Sophie Mas, secrétaire Générale ;
 - Lionel Steinitz, directeur général d'IDSUD Energies.

- Hottinguer – Banquier évaluateur, conseil de l'Initiateur :
 - Bernard Le Gendre, associé ;
 - Arthur Gautier, M&A Director ;
 - Guillaume Lostie de Kerhor, Associate.

- Change – Conseil de l'Initiateur
 - Nicolas Cuntz, avocat ;
 - Géraud Riom, avocat.

- Actionnaires minoritaires :
 - A la suite de l'annonce de l'OPRA, nous avons été contactés par 3 actionnaires minoritaires du groupe IDSUD, avec lesquels nous avons échangé sur les conditions de l'Offre et auxquels nous avons répondu dans notre rapport d'expertise indépendante du 4 juin 2024.
 - Dans le cadre de l'OPAS, l'AMF nous a communiqué le 9 octobre 2024 le courrier d'un actionnaire minoritaire auquel nous répondons dans la partie 6| du présent rapport.

Nos travaux ont été réalisés sur la base des documents communiqués par la Société et ses conseils, et sur les informations communiquées lors d'entretiens portant notamment sur les points suivants :

- i) la présentation de l'opération envisagée et son contexte ;
- ii) la description des différentes activités de la Société et de leurs marchés,

⁶ Dans le cadre de l'OPRA et de l'OPAS.

- iii) le potentiel de développement et les hypothèses structurantes sur lesquelles s'appuient les plans d'affaires produits par le management et revus par le Conseil de surveillance, et notamment les déterminants de la croissance et la dynamique commerciale.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité et de l'historique de la Société ;
- ii) étudier le contexte général de l'Offre ;
- iii) étudier les accords conclus avant et dans le cadre de l'Offre et analyser les conditions des opérations réalisées dans l'environnement immédiat de la Société ;
- iv) analyser les comptes sociaux historiques de la Société et de ses filiales pour étudier l'évolution de sa situation financière ;
- v) analyser les données financières prévisionnelles concernant les différentes activités de la Société produites par son management ;
- vi) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société et de ses filiales, jugées pertinentes au cas d'espèce et analyser la sensibilité des valeurs aux variations des hypothèses structurantes des plans d'affaires ;
- vii) étudier les travaux d'évaluation mis en œuvre par la banque présentatrice afin de réaliser leur analyse ;
- viii) rédiger notre projet de rapport.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la Société et par ses conseils. En plus des documents présentés dans notre rapport du 4 juin 2024, nos travaux se sont appuyés sur les documents suivants :

- projet de note d'information relative à l'Offre ;
- statuts d'IDSUD SA ;
- comptes sociaux semestriels de la Société au 30 juin 2024 ;
- actes juridiques entourant l'acquisition de DRS Energie le 11 juin 2024 ;
- comptes sociaux à fin décembre 2023 et au 30 juin 2024 de DRS Energie ;
- plan d'affaires 2024 – 2027 DRS Energie produit par le management ;
- reporting commercial d'IDSUD Energies ;
- tableaux de bords de suivi mensuels de l'activité d'IDSUD holding ainsi que d'IDSUD Voyages ;
- traité d'apport et du rapport du Commissaire aux apports décrivant l'apport de 356 049 actions IDSUD à la SAS Manandier ;
- documentation juridique relative à la réduction du capital de IDSUD SA par annulation des 125 194 actions apportées à l'OPRA ;
- synthèse des travaux d'évaluation réalisés en septembre 2024 par la Banque Hottinguer.

Nous avons principalement utilisé la base de données financières Refinitiv Workspace⁷ de LSEG et les outils développés par le cabinet sous la marque Fairness Finance. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente. Enfin, nous avons

⁷ Ex Thomson-Reuters.

examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC.

S'agissant des prévisions financières sur lesquelles nous nous sommes basés, la direction du groupe IDSUD nous a affirmé qu'elles correspondaient à sa vision du développement de la Société et, qu'à la date d'émission de notre rapport, elle n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

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. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, ainsi que sur les informations mises à notre disposition.

3 | PRESENTATION DE LA SOCIETE

3.1 Activité et historique

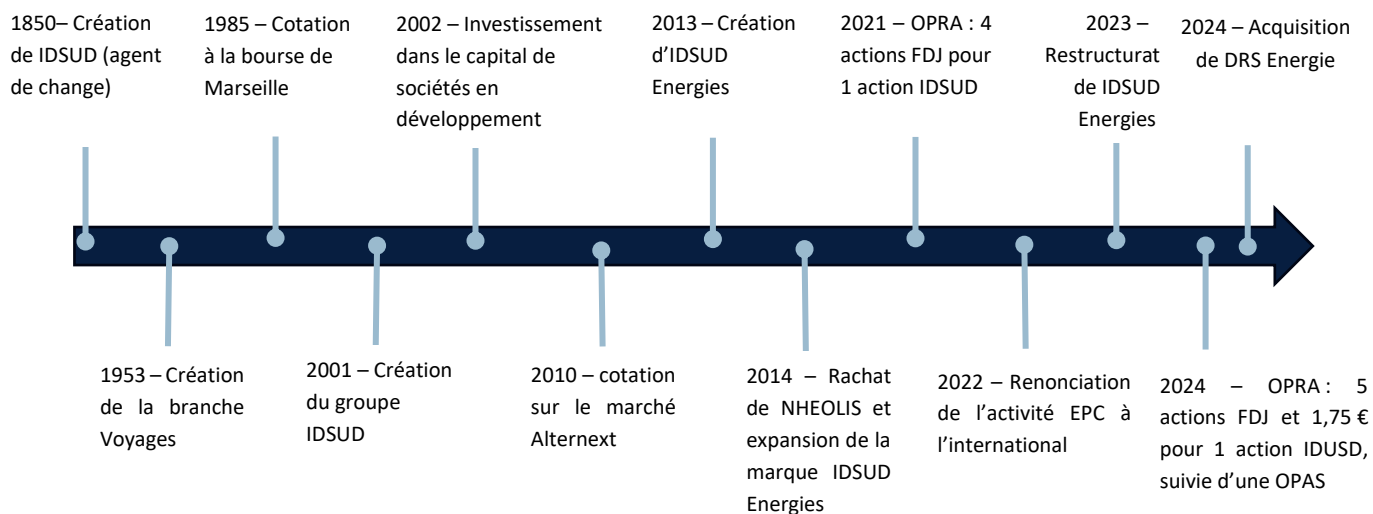
3.1.1 Présentation générale de la société

Agent de change à sa création au milieu du 19^{ème} siècle, IDSUD est aujourd'hui une société holding détenant une participation représentant 1,2 % du capital de la Française des jeux (société cotée sur le compartiment A d'Euronext Paris dont la capitalisation boursière s'élevait à 6,8 mds€ au 11 octobre 2024) et qui développe des activités diversifiées dans le change de devises, la négociation de métaux précieux, les voyages d'affaires et l'énergie renouvelable.

Créée en 1850, la Société est cotée en bourse depuis 1985 ; son capital est réparti depuis l'Offre publique de rachat de juin 2024 entre la Famille Luciani regroupée au sein de la société Manandier (qui en détient 96 %) et un flottant résiduel (qui en représente moins de 4 %).

Fin juin 2024, IDSUD SA a réalisé un chiffre d'affaires semestriel de 399 k€ (contre 916 k€ sur les douze mois de 2023) pour une perte opérationnelle semestrielle de 1,1 m€ (contre une perte de 2,3 m€ sur les douze mois de l'exercice 2023) et un résultat net (part du groupe) de 1,2 m€ (contre 18,7 m€ en 2023 à la suite de la cession d'une partie de la participation détenue dans la FDJ).

3.1.2 Historique de la Société



IDSUD est créée en **1850**. L'entreprise alors appelée le "Change de la Bourse », développe une activité d'agent de change à Marseille.

En **1950**, la Société est reprise par la famille LUCIANI.

En **1953**, la Société se diversifie et crée une filiale dédiée au secteur d'activité du voyage.

En **1976**, la Société signe un partenariat avec la Loterie Nationale pour distribuer les tickets de loterie dans les Bouches-du-Rhône et acquiert dans ce cadre une participation dans la société qui deviendra la Française des jeux.

En **1985**, la Société entre à la Bourse de Marseille.

En **1993**, la Française des jeux prend une participation de 14 % dans le capital de Change de la Bourse, qui assure la promotion commerciale et la gestion du Loto National pour le sud-est de la France.

En **2000**, la Société cède son activité de gestion pour compte de tiers à Portzamparc.

En **2001**, l'entreprise quitte le statut des établissements financiers et devient le Groupe IDSUD qui poursuit ses activités de bureau de change et d'agence de voyage.

En **2002**, IDSUD se développe et commence à investir dans le capital de sociétés en développement.

En **2010**, le Groupe IDSUD rejoint le marché Alternext (aujourd'hui Euronext Growth).

En **2013**, le Groupe IDSUD crée sa filiale IDSUD Energies, œuvrant pour la transition énergétique. Elle est spécialisée dans le développement de solutions de production, de stockage et de distribution d'énergies renouvelables.

En **2014**, IDSUD Energies fait l'acquisition de la marque Nheolis et de ses 3 brevets internationaux portant sur une gamme d'éoliennes de proximité : la Nheowind.

En **2016**, la filiale IDSUD Energies se développe à l'international en créant des filiales en Afrique, Asie-Pacifique et à Singapour. Elle développe également une centrale solaire autonome et mobile, capable de produire, stocker et distribuer l'énergie : la Nheobox afin de répondre aux besoins grandissants des *micro-grids*.

En **2020**, les activités du Groupe et notamment celles d'IDSUD Energies et IDSUD Voyages sont touchées par la crise sanitaire.

En **2021**, la société annonce une offre publique de rachat par voie d'échange (OPRA) contre des actions FDJ, selon une parité de 4 actions FDJ pour une action IDSUD.

En **2022** diverses investigations diligentées par le Conseil de surveillance et le Directoire d'IDSUD amènent la société à renoncer à l'activité d'EPC⁸ développée à l'international par IDSUD Energies, la considérant comme trop exposée en temps de crise.

En **2023**, IDSUD Energies poursuit et finalise un processus de restructuration profond visant à recentrer ses activités sur la fourniture et l'installation de centrales photovoltaïques sur le marché domestique français (contrat « Kourbe ») et sur l'ingénierie/assistance à la maîtrise d'œuvre sur des projets incluant des solutions énergétiques.

En **2024**, la société lance une nouvelle OPRA par voie d'échange contre des actions FDJ proposant une parité de 5 actions FDJ et 1,75 € pour une action IDSUD, complétée d'une offre publique d'achat simplifiée qui permettra à la Société de sortir de la bourse. Franklin Finance et deux autres actionnaires minoritaires qui, avec 18,4 % du capital, représentaient l'essentiel du flottant de la Société, signent un engagement irrévocable d'apport de la totalité de leurs participations respectives à l'OPRA.

En **juin 2024**, IDSUD Energies fait l'acquisition d'une participation majoritaire de 75 % dans le capital de la société DRS Energie SAS. Cette entreprise, spécialisée dans l'installation de systèmes et équipements autonomes pour la production d'énergie électrique, se concentre principalement sur la pose de panneaux photovoltaïques dans le secteur du bâtiment.

Le **17 juillet 2024** l'AMF annonce que, depuis l'ouverture de l'OPRA le 28 juin 2024, 125 194 actions IDSUD sur 138 717 visées ont été apportées à l'offre (soit un taux de succès de 90,3 %). Le règlement livraison des actions intervient en fin de mois et le Directoire de la Société procède à une réduction de capital par annulation des actions obtenues dans le cadre de l'OPRA. A la suite du succès de l'opération la société procède comme prévu au lancement d'une OPAS avec retrait obligatoire, offrant 192,55 €⁹ par action IDSUD.

3.1.3 Présentation générale des activités

IDSUD est un groupe familial français d'investissement qui gère une participation significative dans la Française des jeux et a diversifié son activité dans la technologie et l'innovation grâce à l'expertise et le savoir-faire de ses filiales. Aujourd'hui, il regroupe quatre pôles : le bureau de change, le négoce de métaux précieux, les voyages d'affaires et l'énergie renouvelable.

⁸ *Engineering, Procurement and Construction*

⁹ Prix d'Offre fixé par application de la parité et du complément prévus pour l'OPRA au cours de bourse moyen pondéré par les volumes FDJ du 11 septembre 2024.

Les activités dans l'énergie sont réalisées par six sous-filiales d'IDSUD Energies, elle-même filiale à 100 % d'IDSUD SA. Cet ensemble couvre deux sous-activités :

- Une activité d'EPC (*Engineering, Procurement and Construction*) à travers laquelle la société propose son expertise et ses solutions dans le domaine des projets photovoltaïques.
- Une activité de distribution pour le compte du groupe chinois Kehua, dont l'activité principale est la conception, la fabrication et la distribution de systèmes d'alimentation sans interruption (UPS, pour « *Uninterruptible Power Systems* ») comme les onduleurs.

L'activité d'agence de voyage est répartie sur deux filiales du groupe : IDSUD Voyages pour la partie française de l'activité, et sa filiale à 100 % GLOBID-T4EX pour le business réalisé aux Etats-Unis. Elle est spécialisée dans les services B2B avec une offre de voyages sur mesure.

L'activité du bureau de change / négoce de métaux précieux est réalisée au sein de la holding faitière du Groupe (IDSUD SA) dans ses locaux marseillais.

3.1.4 Focus sur IDSUD Energies

Avec plus de 7 m€ d'investissements en R&D et 19 personnes employées, IDSUD Energies, filiale à 100 % d'IDSUD SA, constitue le principal projet de diversification du Groupe. La société développe à la fois une activité de concepteur et de fabricant (EPC) et une activité de distribution à travers son partenariat avec la société chinoise Kehua Tech.

3.1.4.1 Historique de l'activité

Fondée en 2013 la société entame dès 2014 son développement avec l'acquisition du fonds de commerce de la startup aixoise Nheolis dépositaire de trois brevets internationaux dans le domaine des éoliennes innovantes.

En 2015, la société opère un premier changement de stratégie pour s'orienter vers les « *smart energies* » et lance en 2016 la première « Nheobox » visant à adresser le marché des *micro-grids*. Parallèlement, la société entame son développement à l'international avec la création de filiales en Afrique, Asie-Pacifique et Singapour.

En 2018, la société signe un accord lui permettant de distribuer les onduleurs et les UPS produits par la société chinoise Kehua Tech en France et au Maroc.

En 2020, la société doit faire face à la crise sanitaire, qui révèle la fragilité de son activité à l'international. A cette occasion, le Conseil de surveillance et le Directoire d'IDSUD mandatent plusieurs audits qui la conduisent à prendre la décision, en 2022, d'abandonner totalement le développement international de son activité EPC. S'ensuit une phase de restructuration profonde qui se poursuivra jusqu'en 2023 et aboutira au recentrage de l'activité sur le marché français avec un contrat unique : le contrat Kourbe (ex-Enerfi).

En 2024, la société fait l'acquisition de 75 % du capital de DRS Energie, société spécialisée dans l'installation et la pose de panneaux photovoltaïques, avec laquelle elle avait signé un partenariat de sous-traitance. Cette acquisition permet à IDSUD Energies d'internaliser ce savoir-faire dans le but d'améliorer la maîtrise de l'exécution des projets, de réduire les risques opérationnels liés à la dépendance à des tiers et d'accroître la capacité de réponse aux besoins croissants induits par le contrat Kourbe.

3.1.4.2 Activité « EPC »

L'activité EPC, pour « *Engineering, Procurement and Construction* » consiste à signer des contrats clé en main et établis sur mesure pour répondre aux besoins d'un client, au cas présent dans le domaine de la production d'énergies alternatives. Le prestataire EPC prend ainsi le contrôle de l'ensemble de la chaîne de valeur, ce qui signifie qu'il assume les risques opérationnels associés (notamment ceux liés à la gestion des sous-contractants) pour le compte de son client. Dans ce modèle, le client finance le projet et devient propriétaire du site après les travaux. Les revenus du prestataire EPC sont donc constitués de ses honoraires au moment l'installation du site, éventuellement complétés de prestations récurrentes de maintenance.

Forte de son pôle technique et de son bureau d'étude intégré, IDSUD Energies disposait d'une offre flexible couvrant la plupart des types d'installation photovoltaïques ainsi qu'un certain nombre de produits ciblés comme la *Nheobox* pour les *micro-grids*, l'éolienne *Nheowind*, la solution d'éclairage *Nheolight* et son offre *Datacenters*.

Malgré un début prometteur (un plus haut de 8,5 m€ de chiffre d'affaires ayant été atteint en 2020), la crise sanitaire et la période de paralysie du commerce international qui a suivi a révélé les faiblesses de la structure et un manque de connaissance des pratiques locales à l'international. Le management d'IDSUD SA, face à l'incapacité de la société IDSUD Energie à finaliser des contrats importants, entame une série d'audits qui l'ont conduit à recentrer intégralement l'activité sur le marché français.

S'en est suivie une période de restructuration qui a vu les revenus d'IDSUD Energies se réduire à un plus bas de 500 k€ et amené la société à constater une perte de près de 10 m€ en 2022. A l'issue des actions de restructuration, l'activité a repris son développement dans une nouvelle configuration et doit compléter son carnet de commandes afin de trouver des relais de croissance au contrat Kourbe, sur lequel repose l'intégralité des revenus EPC d'IDSUD Energies aujourd'hui.

Le management reste toutefois confiant dans sa capacité à développer l'activité dans un contexte favorable, porté par la flambée des prix de l'énergie et par l'assainissement de situation financière et managériale de la filiale. Dans ce contexte, il anticipe le retour à un niveau de chiffre d'affaires comparable à sa performance historique dès 2024 ainsi que l'atteinte du point mort en termes de résultat d'exploitation à un horizon 2026.

3.1.4.3 Activité de distribution d'UPS

L'activité de distribution d'onduleurs et de systèmes d'alimentation sans interruption (UPS), en France et au Maroc pour le compte de la société chinoise Kehua Tech est portée par l'entité Kehua France, filiale à 100% d'IDSUD Energies.

La stratégie de distribution de Kehua France consiste à se positionner comme un intermédiaire entre les fournisseurs, basés en Asie, et une clientèle d'intégrateurs spécialisés intervenant principalement en Afrique du Nord. Elle permet à ses clients de bénéficier de coûts d'achats réduits, d'un accès aux technologies développées par Kehua Tech, d'un déploiement rapide et d'une offre de produits modulables.

Compte tenu de la combinaison entre : (i) un positionnement de la société sur un marché en plein développement du fait du besoin croissant de supports de stockage pouvant gérer l'intermittence des sources d'énergies alternatives diffuses et, (ii) des synergies avec l'activité EPC développée parallèlement par IDSUD Energies, le management attend une croissance significative de cette activité à moyen terme qui, compte tenu d'une structure de charge plus légère, lui permettrait de dégager, à terme, un résultat d'exploitation du même ordre de grandeur que celui anticipé pour l'activité EPC.

3.1.5 Focus sur IDSUD Voyages

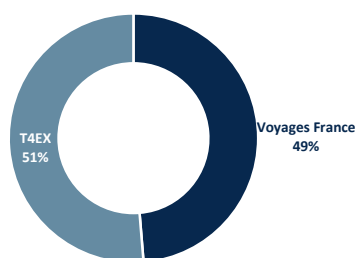
3.1.5.1 Activité et modèle économique

IDSUD Voyages propose des voyages sur mesure à destination d'une clientèle de professionnels (B2B). Présente en France et aux États-Unis, via sa filiale à 100 % T4EX, la société bénéficie d'accords exclusifs et permanents avec plus de 50 compagnies aériennes et 50 chaînes hôtelières, dans le monde entier.

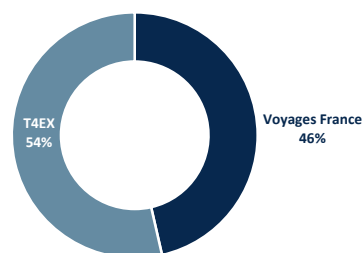
Après une période difficile pendant la crise sanitaire, l'activité s'est redressée progressivement, et ce malgré les défis posés par le contexte actuel de tensions climatiques, énergétiques et géopolitiques, qui pèsent lourdement sur le secteur. Dans ce contexte, en 2022, IDSUD Voyages a dû ajuster sa structure de coûts en plaçant notamment une partie de son personnel en activité partielle prolongée et en favorisant le télétravail pour ses collaborateurs, afin de dépasser son point mort.

En 2023, IDSUD Voyages et T4EX ont des contributions équivalentes au chiffre d'affaires et à l'Ebitda de la division (la profitabilité supérieure de T4EX n'est qu'apparente et s'explique par des charges d'animation supportées par l'entité française).

Contribution au chiffre d'affaires 2023



Contribution à l'Ebitda 2023



En septembre 2024, la division voyages comptait 6 employés à plein temps.

3.1.5.2 Perspectives

L'adoption croissante, au sein des entreprises clientes, de procédures et de règles administratives visant à encadrer les déplacements professionnels pousse vers l'utilisation de solutions telles que celles proposées par T4EX, celles-ci permettant de garantir le suivi et la mise en œuvre des politiques d'entreprise.

Par ailleurs, IDSUD Voyages développe une stratégie commerciale tournée vers l'acquisition de clients cibles opérant dans l'audiovisuel, la mode ou encore la finance, dont l'activité nécessite toujours un recours régulier aux déplacements professionnels, ce qui lui permet de limiter le risque de voir ses revenus s'éroder du fait des risques climatiques, des prix de l'énergie et de changements d'usage qui impactent de manière plus significative la part « touristique » du marché du voyage.

Néanmoins le management constate que l'usage de la visioconférence a définitivement remplacé un voyage professionnel sur cinq. De plus, le renforcement des préoccupations et des réglementations relatives à l'écologie constitue un frein croissant à l'essor du voyage professionnel, particulièrement en Europe.

Ces perspectives conduisent donc le management à établir des prévisions prudentes s'agissant de la croissance de cette l'activité.

3.1.6 Focus sur l'activité Change de devises / métaux précieux

Les activités de change de devises et de négoce de métaux précieux, développées conjointement au sein d'IDSUD SA dans les locaux de son immeuble marseillais situé à 200 mètres du Vieux Port, sont des activités historiques du Groupe. Cependant, celles-ci ne représentent aujourd'hui qu'une part mineure de ses revenus (chiffre d'affaires semestriel 2024 de 337 k€ qui se compare à un chiffre sur les douze mois de 2023 de 678 k€, 4 personnes employées).

3.1.6.1 Activité Change de devises

L'activité de change de devises développée par le groupe bénéficie d'un excellent emplacement mais doit faire face depuis quelques années à une volatilité de son activité, ponctuelle dans le cas de crise sanitaire de 2020-2021, mais aussi plus durable du fait des facteurs suivants :

- le secteur dans sa globalité doit faire face à un changement générationnel des usages et à une digitalisation croissante de l'activité ;
- IDSUD n'a pas la taille critique qui lui permettrait de profiter des économies d'échelles dont bénéficie les grands acteurs internationaux, ce qui limite sa marge (coût d'acquisition de la ressource) ;

A contrario, IDSUD bénéficie à plein de la forte reprise de l'activité maritime du port de Marseille, qui stimule le besoin en devises fiduciaires, marché de niche sur lequel opère la société.

3.1.6.2 Activité négoce de métaux précieux

Compte tenu des fortes synergies avec le change de devises décrit supra et de l'excellent emplacement dont elle jouit, l'activité de négoce de métaux précieux a longtemps été un vecteur important de volume d'affaires pour la Société.

L'activité a fait la preuve de sa résilience pendant la crise sanitaire, étant parvenue à maintenir un niveau d'activité dans la norme de ses performances passées, bénéficiant à cette occasion d'un flux contracyclique des investissements en métaux précieux là où, au même moment, ses deux concurrents immédiats ont dû fermer leurs boutiques.

Elle doit toutefois faire face, depuis quelques années, à une concurrence accrue d'autres bureaux de change dans le reste de la ville et dans la région.

3.2 Analyse historique des comptes publiés

NB : Le Groupe IDSUD n'établit pas de comptes consolidés, les comptes sociaux présentés ci-après sont établis selon normes françaises. Il est à noter que seule la société Holding IDSUD SA établit des comptes semestriels, les comptes des entités du groupe qui sont présentés infra sont donc arrêtés au 31 décembre 2023.

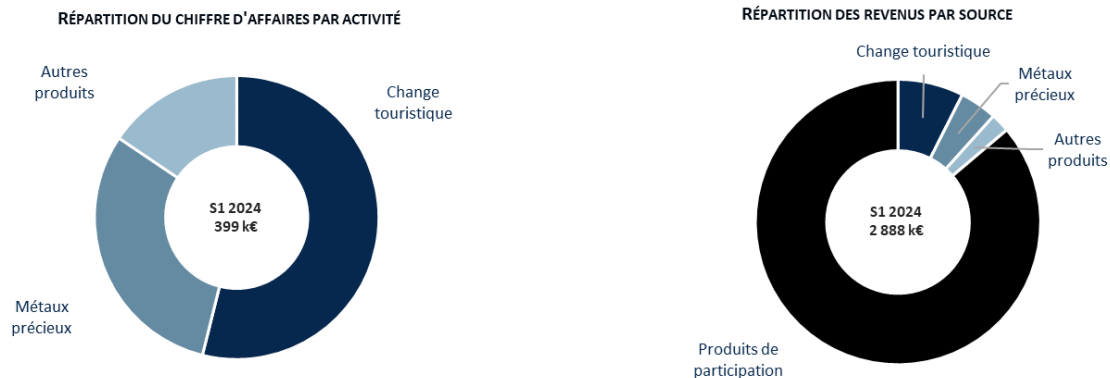
3.2.1 Comptes sociaux IDSUD S.A.

3.2.1.1 Evolution des résultats de la société

Le compte de résultat social simplifié des exercices fiscaux à compter de 2017 est présenté ci-après :

IDSUD S.A. Compte de résultat k€	31-déc.-17 12 m.	31-déc.-18 12 m.	31-déc.-19 12 m.	31-déc.-20 12 m.	31-déc.-21 12 m.	31-déc.-22 12 m.	S1 23 6 m.	31-déc.-23 12 m.	S1 24 6 m.	TCAM 2017-2023
Change touristique	581	597	605	162	148	423	199	491	215	(2,8%)
Métaux précieux	106	124	234	194	167	228	114	187	122	9,9%
Autres produits	229	260	327	324	346	294	62	238	62	0,6%
Chiffre d'affaires	916	981	1 166	680	661	945	375	916	399	(0,0%)
% croissance		7,1%	18,9%	(41,7%)	(2,8%)	43,0%	0,8%	(3,1%)	6,4%	
Autres achats et charges externes	(1 442)	(1 550)	(1 502)	(1 323)	(1 128)	(1 280)	(752)	(1 304)	(564)	(1,7%)
Impôts et taxes	(246)	(294)	(299)	(270)	(225)	(241)	(136)	(264)	(145)	1,2%
Salaires et charges	(1 280)	(1 490)	(1 367)	(1 070)	(1 455)	(1 433)	(634)	(1 422)	(674)	1,8%
Autres charges	(80)	(81)	(82)	(81)	(112)	(178)	(41)	(81)	(40)	0,2%
Autres produits	62	77	74	100	183	85	33	36	34	(8,6%)
Reprises de provisions d'exp. et transferts de charges	81	7	12	58	127	119	16	28	7	(16,4%)
Charges d'exploitation	(2 905)	(3 331)	(3 164)	(2 586)	(2 610)	(2 928)	(1 514)	(3 007)	(1 382)	0,6%
% croissance		14,7%	(5,0%)	(18,3%)	0,9%	12,2%	12,2%	2,7%	(8,7%)	
Ebitda	(1 989)	(2 350)	(1 998)	(1 906)	(1 949)	(1 983)	(1 139)	(2 091)	(983)	0,8%
Ebitda en % du CA	(217,1%)	(239,6%)	(171,4%)	(280,3%)	(294,9%)	(209,8%)	(303,7%)	(228,4%)	(246,4%)	
Dotations aux amortissements	(264)	(247)	(241)	(231)	(224)	(236)	(115)	(237)	(119)	(1,8%)
Dotation et reprises de provisions	(1)	(1)	-	(1)	(15)	(1)	-	(0)	(9)	(13,8%)
Résultat opérationnel	(2 254)	(2 598)	(2 239)	(2 138)	(2 188)	(2 220)	(1 254)	(2 328)	(1 111)	0,5%
Résultat financier	3 364	3 869	3 281	1 587	(1 441)	2 747	2 135	8 791	2 600	17,4%
Produits de l'activité de portefeuille et des particip.	3 261	3 418	3 208	2 261	4 518	4 151	2 288	4 576	2 489	
Intérêts sur portefeuille titres	93	61	78	79	67	57	1	8	174	
Reprises / (dotations) de provisions	(13)	147	27	(754)	(5 999)	(1 402)	(3)	4 355	(3)	
Intérêts et charges assimilées	(7)	(18)	(52)	(46)	(56)	(59)	(151)	(393)	(60)	
Produits nets des charges de cessions de titres	22	253	21	47	29	-	-	-	-	
Autres produits / (charges) financiers	8	8	(1)	-	-	-	-	245	-	
Résultat exceptionnel	2	(209)	(12)	(8)	66 771	(15 631)	(2 176)	13 344	-	
Impôts sur les sociétés	(388)	(335)	(328)	-	(2 650)	(390)	(191)	(1 070)	(298)	
Résultat net	724	727	702	(559)	60 492	(15 494)	(1 486)	18 738	1 191	72,0%
RN en % du CA	79,0%	74,1%	60,2%	(82,2%)	9 151,6%	(1 639,6%)	(396,3%)	2 046,7%	298,5%	

IDSUD SA développant à la fois des activités opérationnelles (Change et Métaux précieux) et la gestion de participation de sociétés cotées (FDJ) comme non cotées (IDSUD Energies et IDSUD Voyages), ses revenus se décomposent en trois catégories : des revenus d'activité opérationnelle, comptabilisés en chiffres d'affaires, des refacturations de charges à IDSUD Voyages, comptabilisées en autres produits, et des revenus financiers, comptabilisés en résultat financier.



La majorité du chiffre d'affaires d'IDSUD provient de l'activité « Change ». Les activités « Change » et « Métaux précieux » ont été fortement affectées par la crise du Covid-19 et n'ont pas encore retrouvé leur niveau d'avant crise au 30 juin 2024. Elles ressortent toutefois en croissance au premier semestre 2024, avec des hausses respectives de 8 % et 7 % par rapport au premier semestre 2023.

Les charges liées à la gestion du Groupe n'étant pas totalement refacturées aux filiales, l'EBITDA et l'EBIT sont négatifs. Les charges, notamment de personnel, affichent une croissance supérieure à celle du chiffre d'affaires. Il est toutefois à noter que l'EBITDA s'est légèrement amélioré au premier semestre 2024 par rapport à la même période en 2023, passant de -1,14 m€ à -0,98 m€, grâce à une politique de réduction des services extérieurs.

Le résultat financier comprend principalement les dividendes versés par FDJ, pour un montant de 4,6 m€ en 2023, contre 4,1 m€ en 2022 et 4,5 m€ en 2021. Au premier semestre 2024, la quote-part de dividendes versés par la FDJ atteint 2,5 millions d'euros (pour un dividende total de 4,6 m€ perçu en mai 2024, identique à celui perçu en 2023), contre 2,3 millions d'euros au premier semestre 2023. Il a également été impacté en 2023 par une reprise de partielle de la dépréciation des titres de la filiale IDSUD Energies à la suite de la restructuration et à la réorientation de la filiale menée en 2022 et 2023.

Le résultat exceptionnel s'établissait à 13,3 m€ en 2023 contre -15,6 m€ en 2022. Le résultat exceptionnel de 2022 était principalement constitué de dotations aux provisions pour restructuration pour 8,5 m€ et d'un abandon de créance envers IDSUD Energies pour 7,2 m€. En 2023, les produits exceptionnels sont constitués d'une reprise de provision pour restructuration de 3,6 m€ et de la cession de 543 300 actions FDJ pour un total de 18 m€ le 8 décembre 2023. Les charges exceptionnelles sont composées de 3,3 m€ de charges exceptionnelles liées à la restructuration d'IDSUD Energies et de 4,8 m€ de dépréciations des comptes courants avec des filiales. Aucun résultat exceptionnel n'a été enregistré au premier semestre 2024.

Le résultat net 2023, qui s'établit à 18,7 millions d'euros, vient contrebalancer la perte de 15,5 m€ comptabilisée en 2022. Comme évoqué plus haut, cette évolution provient essentiellement de la cession de 543 300 titres FDJ en décembre 2023, qui permet de recapitaliser IDSUD SA dont les capitaux propres étaient devenus négatifs à la suite des pertes accumulées du fait de la crise sanitaire et de la restructuration de sa filiale IDSUD Energies. L'absence de résultat exceptionnel au premier semestre 2024, combinée à la réduction des autres charges externes, permet à IDSUD de clôturer le semestre avec un résultat net positif de 1,2 million d'euros, contre une perte de 1,5 million d'euros au premier semestre 2023.

3.2.1.2 Evolution de la situation bilancielle

Le bilan d'IDSUD SA depuis l'exercice 2017 est présenté ci-après :

IDSUD S.A. Bilan-Actif k€	31-déc.-17 12 m.	31-déc.-18 12 m.	31-déc.-19 12 m.	31-déc.-20 12 m.	31-déc.-21 12 m.	31-déc.-22 12 m.	31-déc.-23 12 m.	S1 24 6 m.
Immobilisations incorporelles	189	188	186	185	185	185	186	186
Immobilisations corporelles	1 649	1 421	1 550	1 389	1 495	1 470	1 336	1 265
Titres de participation FDJ	1 003	1 003	1 003	1 003	668	668	559	435
IDSUD Energies	3 200	7 600	7 600	7 600	1 600	100	4 000	4 000
IDSUD Voyages	760	760	760	-	-	300	760	760
Autres titres de participations	3 960	8 360	8 360	7 600	1 600	400	4 760	4 760
Autres immobilisations financières	1 056	1 050	1 035	886	759	577	568	691
Actif immobilisé	7 857	12 022	12 134	11 063	4 707	3 300	7 410	7 337
Créances clients	337	293	258	330	757	1 054	485	486
Autres créances	6 316	5 030	6 557	6 196	241	390	100	4 325
dont créances IDSUD Energies	n.c.	4 912	6 479	6 060	166	232	-	n.c.
Charges constatées d'avance	21	28	60	22	26	19	106	391
Actif courant	6 674	5 351	6 875	6 548	1 024	1 463	691	5 202
Trésorerie et équivalents	2 548	1 084	994	2 368	4 698	563	9 617	6 155
dont VMP	960	148	196	1 641	720	-	0	-
Total actif	17 079	18 457	20 003	19 979	10 429	5 326	17 719	18 694

IDSUD S.A. Bilan-Passif k€	31-déc.-17 12 m.	31-déc.-18 12 m.	31-déc.-19 12 m.	31-déc.-20 12 m.	31-déc.-21 12 m.	31-déc.-22 12 m.	31-déc.-23 12 m.	S1 24 6 m.
Capital social	10 000	10 000	10 000	10 000	5 509	5 509	5 509	5 509
Primes démission	119	119	119	119	119	119	119	119
Réserves	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Report à nouveau	2 722	3 267	3 816	4 518	(63 053)	(2 562)	(18 056)	664
Provisions réglementées	109	109	109	109	109	109	109	109
Résultat de l'exercice	724	727	702	(559)	60 492	(15 494)	18 738	1 191
Capitaux propres	14 674	15 222	15 746	15 187	4 176	(11 319)	7 419	8 592
Provisions pour risques et charges	9	210	8	9	21	8 485	5 134	4 104
Emprunts bancaires	1 625	1 315	2 103	3 094	1 995	6 214	3 242	2 469
Autres dettes financières	16	702	1 059	873	810	712	468	215
Emprunts et dettes assimilées	1 641	2 017	3 162	3 967	2 805	6 926	3 710	2 684
Dettes fournisseurs	234	476	506	355	280	175	136	252
Dettes fiscales et sociales	315	421	474	345	3 021	348	1 116	374
Autres dettes	206	111	107	116	126	711	204	198
Produits constatés d'avance	-	-	-	-	-	-	-	2 490
Passif courant	755	1 008	1 087	816	3 427	1 234	1 456	3 314
Total passif	17 079	18 457	20 003	19 979	10 429	5 326	17 719	18 694

Les immobilisations financières sont essentiellement constituées par la participation dans IDSUD Energies à hauteur de 4 millions d'euros¹⁰ et de la participation dans IDSUD Voyages comptabilisée pour 0,8 m€. La participation détenue dans FDJ (2 797 064 titres FDJ) figure au bilan pour une valeur historique de 0,4 million d'euros. Les autres titres concernent diverses participations minoritaires détenues dans des secteurs variés.

Le BFR au 30 juin 2024 s'élève à 0,2 million d'euros et n'appelle pas de commentaires particuliers. Il se dégrade par rapport au 31 décembre 2023 en raison d'une réduction des dettes fiscales, qui étaient anormalement élevées à la fin de 2023, avec 0,7 million d'euros de dettes d'impôt sur les sociétés comptabilisées à cette date.

Au 30 juin 2024, les autres créances ont fortement augmenté en raison de la comptabilisation au premier semestre d'un nouveau compte courant de 4,2 millions d'euros destiné à financer les filiales du Groupe. La trésorerie, qui inclut la totalité du dividende FDJ perçu en mai 2024, est quant à elle en baisse à 6,2 millions d'euros au 30 juin contre 9,6 millions d'euros au 31 décembre 2023

Les provisions pour risques et charges s'élèvent à 4,1 millions d'euros à cette date et comprennent principalement des provisions pour le comblement de passifs des branches Énergies, notamment la dette bancaire d'IDSUD Energies. Les emprunts incluent deux prêts Atout¹¹ souscrits auprès de la BPI pour un montant total de 280 k€, et un emprunt

¹⁰ Depuis une reprise de provisions 3,9 m€ décidée par le Groupe consécutive à la restructuration des activités de sa filiale.

¹¹ Prêt Atout : financement de trésorerie à moyen terme, compris entre 50 k€ et 5 m€ octroyé par la BPI aux TPE, PME et ETI.

de 2 millions d'euros. Le produit constaté d'avance comptabilisé au 30 juin correspond à la moitié du dividende FDJ encaissé sur le premier semestre.

Les capitaux propres de la société atteignent 8,6 millions d'euros à fin juin 2024, en légère hausse par rapport à la fin 2023.

3.2.2 Comptes sociaux IDSUD Energies

Le compte de résultat de la société à compter de l'exercice 2019 se présente comme suit :

IDSUD Energies Compte de résultat k€	31-déc.-19 12 m.	31-déc.-20 12 m.	31-déc.-21 12 m.	31-déc.-22 12 m.	31-déc.-23 12 m.	TCAM 2019-2022
Chiffre d'affaires	3 694	8 541	5 205	498	844	(31%)
<i>% croissance</i>		<i>131%</i>	<i>(39%)</i>	<i>(90%)</i>	<i>69%</i>	
Achats de matières premières et autres approv.	(1 213)	(4 085)	(3 990)	(485)	(230)	(34,0%)
Autres achats et ch. ext.	(1 398)	(1 477)	(2 669)	(1 077)	(1 275)	(2,3%)
Impôts et taxes	(66)	(68)	(70)	(63)	(39)	(12,4%)
Salaires et charges	(2 168)	(2 217)	(2 295)	(1 748)	(1 489)	(9,0%)
Autres charges	(1)	(1)	(7)	(3)	(5)	60,0%
Autres produits	0	0	1	3	0	68,0%
Production stockée	980	(441)	832	-	-	(100,0%)
Subvention d'exploitation	3	7	13	1	3	(6,0%)
Rep. de prov. d'exp. et transferts de charges d'exp.	54	57	171	115	18	(23,6%)
Charges d'exploitation	(3 808)	(8 224)	(8 014)	(3 257)	(3 017)	(5,7%)
<i>% croissance</i>		<i>116%</i>	<i>(3%)</i>	<i>(59%)</i>	<i>(7%)</i>	
Ebitda	(114)	317	(2 809)	(2 759)	(2 173)	109%
<i>Ebitda en % du CA</i>	<i>(3%)</i>	<i>4%</i>	<i>(54%)</i>	<i>(554%)</i>	<i>(257%)</i>	
Dotation aux amort.	(48)	(52)	(73)	(437)	(82)	14,4%
Dot/Repr. de prov.	(15)	(19)	(19)	(6)	(1)	(1)
Résultat opérationnel	(177)	246	(2 901)	(3 202)	(2 256)	88,9%
Résultat financier	(102)	(213)	(1 358)	175	(635)	58,0%
Résultat exceptionnel	76	84	4 133	(6 931)	2 867	147,7%
Impôts sur les sociétés	301	134	130	65	76	
Résultat net	98	250	4	(9 893)	53	(14,4%)
<i>RN en % du CA</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	<i>0%</i>	<i>(1 987%)</i>	<i>6%</i>	

En 2022, après une année 2021 en repli et dans un contexte macroéconomique tendu et ce particulièrement pour les acteurs du domaine de l'énergie, la direction d'IDSUD SA décide de renoncer à l'activité d'EPC d'IDSUD Energies à l'international. Son chiffre d'affaires s'établit alors à 500 k€ contre 5,2 m€ l'année précédente. Fin 2023, la société renoue avec la croissance avec un chiffre d'affaires de 844 k€, essentiellement porté par un contrat unique (le contrat Kourbe, ex-Enerfi).

Les charges d'exploitation, bien qu'en repli depuis 2021, sont nettement supérieures aux revenus : l'Ebitda 2023 s'établit à - 2,2 m€ contre - 2,8 m€ en 2022 et en 2021. Cela tient au fait que (i) la société assume une partie des coûts de gestion de ses filiales étrangères et (ii) la société investit de manière conséquente dans la recherche et le développement sans pour autant activer ces coûts.

Ces déficits successifs ont conduit le groupe IDSUD, actionnaire unique d'IDSUD Energies, à réaliser des abandons de créances par deux fois, pour 6,0 m€ en 2021 et 3,8 m€ en 2023. Réciproquement, IDSUD Energies a elle-même consenti des abandons de créances conséquents envers ses filiales en 2022.

Le résultat net de la société est à l'équilibre sur la période présentée, hormis en 2022, année durant laquelle IDSUD Energies a abandonné des créances envers ses filiales et a dû déboucler ses opérations liées aux marchés internationaux.

La société n'a pas produit d'états financiers à une date postérieure à celle de la dernière clôture annuelle, le 31 décembre 2023. Un suivi d'activité à fin septembre 2024 nous a cependant été communiqué. Ce dernier fait état d'un certain retard par rapport au budget 2024 sur les projets existants ou en cours de livraison, potentiellement compensés par des contrats en cours de négociation.

3.2.2.1 Evolution de la situation bilancielle

Le bilan de la société à compter de l'exercice 2019 est présenté ci-après :

IDSUD Energies					
Bilan-Actif	31-déc.-19	31-déc.-20	31-déc.-21	31-déc.-22	31-déc.-23
k€	12 m.	12 m.	12 m.	12 m.	12 m.
Immobilisations incorporelles	71	99	151	104	60
Immobilisations corporelles	140	131	115	118	96
Titres de participations	1 066	1 066	301	741	494
Autres titres immobilisés	0	0	0	1	1
Autres immos financières	63	189	189	186	186
dont dépôt de garantie BPI					125
Immobilisations financières	1 129	1 255	490	928	681
Actif immobilisé	1 340	1 485	756	1 151	837
Stocks MP	814	632	734	796	1 292
Stocks en-cours de production de biens	1 001	560	1 392	-	-
Avances et acomptes versés sur commandes	154	165	172	51	153
Créances clients	8 922	13 728	9 985	660	921
Autres créances	4 339	5 410	7 556	1 311	2 561
Actif courant exploitation	15 230	20 496	19 839	2 817	4 926
Trésorerie et équivalents	215	1 034	228	30	22
Total actif	16 785	23 015	20 823	3 998	5 785

Bilan-Passif					
k€	31-déc.-19	31-déc.-20	31-déc.-21	31-déc.-22	31-déc.-23
	12 m.	12 m.	12 m.	12 m.	12 m.
Capital social	5 600	5 600	5 600	5 600	5 600
Réserves légales	-	-	18	18	18
Réserves	47	52	47	47	47
Report à nouveau	3	97	334	338	(9 555)
Avances conditionnées	118	130	312	312	312
Résultat de l'exercice	98	250	4	(9 893)	53
Capitaux propres	5 867	6 128	6 314	(3 578)	(3 525)
Provisions pour risques et charges	93	81	2 085	-	-
Provisions pour retraites	-	-	-	39	37
Emprunts bancaires	2 667	6 592	7 528	4 902	3 323
Autres dettes financières	5 357	5 394	83	17	4 015
dont dette IDSUD SA					4 003
Emprunts et dettes assimilées	8 024	11 986	7 611	4 919	7 338
Dettes fournisseurs	2 110	4 236	4 008	1 901	1 335
Avances et acomptes reçus sur commandes	4	-	1	-	-
Dettes fisc. & sociales	626	520	395	370	310
Dettes sur immos	-	-	3	3	4
Autres dettes	62	63	406	344	287
Passif courant d'exploitation	2 802	4 820	4 813	2 618	1 935
Total passif	16 785	23 015	20 823	3 998	5 785

L'actif immobilisé d'IDSUD Energies comprend essentiellement les titres de participation dans ses filiales : IDSUD Energy Afrique, KEHUA France ainsi que IDSUD Energie PV2 et PV5. Ils sont comptabilisés pour 494 k€ au 31 décembre 2023 contre 741 k€ à fin 2022 à la suite de la dépréciation complète des titres d'IDSUD Energy Singapore.

La société compte pour 1,2 m€ de stocks à fin décembre 2023 contre 0,8 m€ lors à la clôture précédente. Les autres créances comprennent principalement une créance de 2,2 m€ envers Kehua France. Les autres éléments du BFR n'appellent pas de commentaire additionnel.

Au 31 décembre 2023, les emprunts bancaires s'élèvent à 3,3 m€. Ils comprennent 2,7 m€ de prêts accordés par la BPI, 450 k€ de PGE et un emprunt de 200 k€ envers le Crédit Agricole. La dette financière de la structure est complétée d'un compte courant vis-à-vis de sa mère de 4 m€, intégralement déprécié chez IDSUD SA.

Compte tenu des pertes constatées lors de la restructuration totale des activités décidée en 2022, les capitaux propres de la filiale ressortent négatifs à -3,5 m€.

3.2.3 Présentation des comptes sociaux d'IDSUD Voyages

3.2.3.1 Evolution des résultats de la société

IDSUD Voyages Compte de résultat k€	31-déc.-19 12 m.	31-déc.-20 12 m.	31-déc.-21 12 m.	31-déc.-22 12 m.	31-déc.-23 12 m.	TCAM 2019-2022
Chiffre d'affaires	1 353	288	328	721	799	(12,3%)
<i>% croissance</i>	<i>n/a</i>	<i>(79%)</i>	<i>14%</i>	<i>120%</i>	<i>11%</i>	
Autres achats et ch. ext.	(875)	(278)	(236)	(264)	(224)	(28,9%)
Impôts et taxes	(12)	(6)	(4)	(5)	(5)	(17,5%)
Salaires et charges	(548)	(469)	(285)	(398)	(460)	(4,3%)
Autres charges	(6)	(37)	(13)	(5)	(5)	(4,2%)
Autres produits	6	2	11	12	6	2,0%
Subvention d'exploitation	-	43	192	-	-	
Reprises de provisions d'exploitations	101	105	21	12	27	
Charges d'exploitation	(1 334)	(641)	(315)	(649)	(661)	(16,1%)
<i>% croissance</i>	<i>n/a</i>	<i>(52%)</i>	<i>(51%)</i>	<i>106%</i>	<i>2%</i>	
Ebitda	19	(354)	13	72	138	63,7%
<i>Ebitda en % du CA</i>	<i>1%</i>	<i>(123%)</i>	<i>4%</i>	<i>10%</i>	<i>17%</i>	
Dotation aux amortissements	(38)	(26)	(9)	(13)	(28)	(7,5%)
Dotation et reprises de provisions	(1)	(0)	(17)	(5)	(0)	
Résultat opérationnel	(20)	(379)	(12)	54	110	
<i>RESOP en % du CA</i>	<i>(1%)</i>	<i>(132%)</i>	<i>(4%)</i>	<i>7%</i>	<i>14%</i>	
Résultat financier	9	8	0	3	36	43,0%
Résultat exceptionnel	36	(514)	(38)	76	108	32,0%
Impôts sur les sociétés	(7)	-	-	(29)	(60)	
Résultat net	18	(886)	(50)	104	194	43,0%
<i>RN en % du CA</i>	<i>1%</i>	<i>(308%)</i>	<i>(15%)</i>	<i>14%</i>	<i>24%</i>	

L'activité de IDSUD Voyages a été fortement impactée par la crise sanitaire en 2020 et 2021. Le chiffre d'affaires de la société enregistre toutefois une croissance de rattrapage de 120 % en 2022, suivie d'une hausse de 11 % en 2023, sans pour autant revenir à son niveau d'avant crise : en 2023 il s'établit à 0,8 m€ contre 1,4 m€ en 2019.

La baisse d'activité a été atténuée par une baisse des charges d'exploitation permettant à la société d'améliorer sa rentabilité : depuis 2021, la marge d'Ebitda est en augmentation constante, passant de 4 % à 10 % en 2022 et 17 % en 2023, pour un Ebitda de 138 k€, son niveau le plus élevé sur la période présentée.

Le résultat exceptionnel comptabilisé en 2023 correspond à une reprise de provision sur la créance (entièrement dépréciée) envers sa filiale Globid T4EX. Le résultat net s'établit donc en 2023 à 194 k€, en nette amélioration par rapport à l'historique.

Les autres postes du compte de résultat n'appellent pas de commentaire particulier.

Le suivi d'activité à fin juillet qui nous a été communiqué par le management de la société fait état de performances en ligne avec la première année du plan d'affaires présentée infra.

3.2.3.2 Evolution de la situation bilancielle

IDSUD Voyages Bilan-Actif k€	31-déc.-19 12 m.	31-déc.-20 12 m.	31-déc.-21 12 m.	31-déc.-22 12 m.	31-déc.-23 12 m.
Immobilisations incorporelles	521	5	0	-	-
Immobilisations corporelles	12	8	3	2	1
Immobilisations financières	1	72	38	60	35
Actif immobilisé	534	85	41	62	36
Créances clients	620	141	236	726	729
Autres créances	1 272	1 040	917	856	654
Charges constatées d'avance	15	1	4	4	3
Actif courant expl.	1 906	1 183	1 157	1 587	1 386
Trésorerie et équivalents	67	101	264	112	223
Total actif	2 507	1 369	1 462	1 761	1 646

IDSUD Voyages Bilan-Passif k€	31-déc.-19 12 m.	31-déc.-20 12 m.	31-déc.-21 12 m.	31-déc.-22 12 m.	31-déc.-23 12 m.
Capital social	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Réserves	100	100	100	100	100
Report à nouveau	25	42	(844)	(894)	(790)
Résultat de l'exercice	18	(886)	(50)	104	194
Capitaux propres (pdg)	1 143	257	206	310	504
Capitaux propres	1 143	257	206	310	504
Provisions pour risques et charges	64	60	77	33	25
Emprunts bancaires	325	672	641	555	365
Autres dettes financières	7	7	7	29	60
Emprunts et dettes assimilées	332	679	647	585	425
Dettes fournisseurs	657	139	374	549	470
Dettes fiscales et sociales	248	81	80	83	80
Autres dettes	63	154	79	202	133
Passif courant d'exploitation	968	373	532	834	682
Ecart de conversion passif	-	-	-	-	11
Passif courant hors expl.	-	-	-	-	11
Total passif	2 507	1 369	1 462	1 761	1 646

Les immobilisations financières sont constituées par un dépôt de garantie pour 34 k€, et les titres de participation dans Globid, comptabilisés pour 1 k€.

Les éléments de BFR n'appellent pas de commentaire particulier, celui-ci étant stable depuis la fin de la crise sanitaire.

Le compte courant avec Globid T4EX a été intégralement déprécié. Les disponibilités au 31 décembre 2023 s'élèvent à 223 k€. Les emprunts intègrent un prêt Atout souscrit auprès de la BPI pour un montant total de 170 k€, et un prêt PGE contracté auprès du CIC pour 197 k€. Les capitaux propres de la Société s'établissent à 504 k€ à fin 2023, en hausse de près de 200 k€ par rapport à 2022.

3.3 Présentation des plans d'affaires

Compte tenu de la diversité des activités du Groupe et de l'absence de comptes consolidés, l'approche de valeur n'a pas pu être basée sur un plan d'affaires global. Les filiales et activités opérationnelles ont donc fait l'objet d'évaluations individuelles basées sur des plans d'affaires établis par le management.

Compte tenu de l'intervalle de temps restreint entre l'OPRA et l'OPAS, les plans d'affaires présentés infra sont ceux produits par le management pour les besoins de la précédente opération, les prévisions n'ayant pas évoluées. Le plan d'affaires de DRS énergies, qui a été acquise entre les deux opérations, est présenté infra.

Ceux-ci incluent des prévisions couvrant le compte de résultat jusqu'à l'Ebitda et l'impôt sur les sociétés. Ces prévisions sont complétées d'une modélisation du BFR lorsque ce dernier est significatif, et des acquisitions d'immobilisations permettant d'aboutir à une projection des flux de trésorerie sur la période.

3.3.1 Plan d'affaires IDSUD Energies

Le plan d'affaires porte sur la période 2024 – 2027 et reflète la vision du nouveau management d'IDSUD Energies et du Conseil de surveillance d'IDSUD SA sur un *business model* profondément restructuré par rapport à l'activité historique.

Les prévisions de chiffre d'affaires sont décomposées en 3 catégories : l'activité EPC, la distribution d'UPS par Kehua France et les prestations de service. Il est à noter que l'activité EPC est essentiellement portée par un contrat unique limité dans le temps qui représente en moyenne 80 % du chiffre d'affaires d'IDSUD Energies dans les prévisions du management. La continuité d'exploitation de la société pourrait donc être remise en question à l'issue de ce contrat si le management ne trouve pas de relais de croissance.

Le plan d'affaires du management ayant été projeté sans tenir compte de l'inflation, nous avons ajusté les flux projetés de l'indice des prix moyen issu du *World Outlook Economic Outlook* publié par le FMI en avril 2024 et dont le détail est présenté en annexe 8.5. Le chiffre d'affaires, les autres achats et charges externes et les autres éléments

ont été corrigés de l'inflation prévue pour la France, tandis que les achats, essentiellement sourcés en Chine, ont été ajustés des prévisions du FMI pour la Chine.

3.3.1.1 Chiffre d'affaires

Pour l'activité EPC, le management prévoit (i) un retour du chiffre d'affaires à son niveau d'avant crise en 2024, et (ii) une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de plus de 20 % entre 2024 et 2027 avec un pic atteint dès 2026. Pour Kehua France, le management projette une croissance annuelle moyenne de 43 % entre 2024 et 2027, pour atteindre un chiffre d'affaires représentant 25 % du chiffre d'affaires total d'IDSUD Energies à horizon 2027. Enfin, si l'activité prestation de services est également projetée en forte croissance, sa part dans le chiffre d'affaires total de la société n'est pas significative sur la durée du plan.

3.3.1.2 Ebit

Les charges ont été estimées par nature et par activité. Bien que l'activité Kehua France soit moins importante en volume de chiffre d'affaires, elle est anticipée plus profitable que l'activité EPC, avec un Ebit prévisionnel positif dès 2024, lequel est ensuite projeté en croissance de 83% par an en moyenne sur la durée du plan pour atteindre une cible de 15 % du chiffre d'affaires à horizon 2027 : malgré une légère dégradation du taux de marge brute en lien avec l'augmentation d'un point des achats comparativement au chiffre d'affaires, la marge d'Ebit anticipée s'améliore du fait d'une meilleure absorption des charges fixes grâce à la croissance du volume d'activité.

Pour l'activité EPC, le management prévoit des pertes jusqu'en 2025, puis une amélioration pour atteindre une marge cible de 3 % du chiffre d'affaires à horizon 2027. Cette évolution est rendue possible par l'augmentation du volume d'affaires qui permettrait de mieux absorber les charges fixes, et notamment les salaires.

3.3.1.3 Autres éléments des flux de trésorerie

Les autres éléments des flux financiers comprennent la variation de BFR, les acquisitions d'immobilisations et le CIR.

Le BFR a été projeté par le management à 20 % du chiffre d'affaires pour les deux activités et sur l'ensemble de la période 2024-2027. Des CAPEX mineurs sont prévus pour les activités IPP/EPC/SBU et sont stables sur la période. Aucun CAPEX n'est prévu pour Kehua France.

3.3.1.4 Prolongement du plan

Compte tenu de la croissance élevée projetée par le management en fin de plan (11,2 % de croissance de chiffre d'affaires entre 2026 et 2027), nous avons prolongé le business plan réalisé de 5 ans afin de modéliser une convergence progressive vers le niveau de croissance retenu pour construire l'année terminale. L'Ebitda a, quant à lui, été prolongé sous l'hypothèse d'un taux de marge d'Ebitda stable par rapport à la dernière année du plan. Ce prolongement volontariste du plan par nos soins ne vise toutefois qu'à corriger un problème de modélisation (cohérence entre la croissance terminale et celle envisagée en dernière année du plan) et ne repose sur aucun sous-jacent économique s'agissant de l'activité d'EPC, le management nous ayant confirmé qu'à ce jour aucun relais au contrat Kourbe n'avait encore été signé.

Le BFR et les acquisitions d'immobilisations ont été prolongés sous l'hypothèse de stabilité des ratios BFR/CA (20%) et CAPEX/CA (0,3%) de la dernière année du plan.

3.3.2 Plan d'affaires DRS Energie

Le plan d'affaires de DRS Energie porte sur la période 2024-2027. Il intègre une hypothèse d'inflation de 2 % par an.

3.3.2.1 Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires de DRS Energie est modélisé selon trois catégories de revenus : les clients directs qui représentent plus de 56 % du chiffre d'affaires sur toute la durée du plan, la sous-traitance qui représente entre

39 % et 42 % du chiffre d'affaires chaque année de la période projetée, et la sous-traitance pour IDSUD Energies qui représente une part non significative des revenus.

Le chiffre d'affaires « client direct » est projeté avec une croissance annuelle moyenne de 4 % sur la durée du plan tandis que le chiffre d'affaires sous-traitance serait relativement stable. Compte tenu du fait que l'inflation intégrée dans les flux prévisionnels est relativement modérée en comparaison des prévisions du FMI pour la France, la projection du chiffre d'affaires faite par le management nous semble prudente.

3.3.2.2 Ebit

Le management prévoit une amélioration substantielle de la marge d'Ebit entre 2024 et 2027. Elle proviendrait d'un effet « mix » favorable entre les différentes catégories de revenus. L'activité de DRS étant relativement jeune et en l'absence d'informations financières historiques comparables, ces prévisions apparaissent prudentes compte tenu des faibles variations d'année en année des agrégats projetés.

3.3.2.3 Autres éléments des flux de trésorerie

Le BFR « normatif » de l'activité a été estimé par le management à 20 % du chiffre d'affaires sur la période du plan d'affaires. L'impact de la variation du BFR dans les flux de trésorerie projetés reste faible compte tenu des perspectives de croissances prudentes du chiffre d'affaires. Aucun investissement n'est prévu pour DRS énergies sur la durée du plan.

3.3.2.4 Prolongement du plan

Compte tenu d'une hypothèse de croissance de l'activité proche de l'inflation anticipée en fin de plan par le management de DRS énergie, nous n'avons pas estimé nécessaire de le prolonger ce dernier.

3.3.3 Plan d'affaires IDSUD Voyages

Le plan d'affaires de l'activité Voyages porte sur la période 2024-2026. Il détaille les prévisions pour IDSUD Voyages (France) et sa filiale Globid-T4EX (Etats Unis). Le plan d'affaires de T4EX a été réalisé en dollars et celui de Voyages en euros. L'inflation étant intégrée dans les prévisions du management, elle n'a pas fait l'objet d'ajustement de notre part.

3.3.3.1 Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires d'IDSUD Voyages (France) est modélisé selon deux catégories de revenus : les commissions et les marges arrière. Les commissions sont projetées avec une croissance annuelle moyenne raisonnable de 5 % entre 2023 et 2026 et les marges arrière s'améliorent comparativement aux commissions sur la période. Les commissions représentent plus de 90 % du chiffre d'affaires sur la période prévisionnelle.

Le chiffre d'affaires de T4EX ne comporte que des commissions. Celles-ci sont anticipées avec la même croissance annuelle moyenne que celle de Voyages France (5%).

3.3.3.2 Ebit

L'activité de T4EX est nettement plus profitable que celle de Voyages France ; cela tient essentiellement au fait que l'entité française assume les charges de holding refacturées par IDSUD SA. Le principal poste de dépense des deux sociétés sont les charges de personnel ; elles sont stables comparativement au chiffre d'affaires sur la période projetée. Une amélioration d'un point de pourcentage de la marge d'Ebit est attendue sur l'activité France entre 2024 et 2026, tandis qu'elle devrait être stable à horizon 2024 pour T4EX. Les prévisions de rentabilité sont en ligne avec l'historique pour la partie Voyages France.

3.3.3.3 Autres éléments des flux de trésorerie

Le BFR de l'activité Voyages n'étant pas significatif, il n'a pas fait l'objet de prévision de la part du management. Il n'y donc pas d'impact de variation de BFR dans les flux de trésorerie projetés. Aucun investissement n'est prévu pour IDSUD Voyages sur la durée du plan. Des investissements d'entretien non significatifs sont anticipés sur T4EX en 2024.

3.3.3.4 Prolongement du plan

Compte tenu de la croissance en fin de plan retenue par le management (4,3 % de croissance de chiffre d'affaires entre 2026 et 2025 pour Voyages France et 4,4 % pour T4EX), nous avons prolongé le business plan réalisé par le management de 2 ans afin de modéliser une convergence plus progressive de la croissance du chiffre d'affaires de la dernière année du plan vers la croissance retenue pour construire l'année terminale. Comme pour IDSUD Energies, l'Ebitda a été prolongé en retenant une marge d'Ebitda stable par rapport à la dernière année du plan. Les autres éléments des flux de trésorerie, conformément aux prévisions du management, n'ont fait l'objet d'aucune projection.

3.3.4 Plan d'affaires de l'activité Change / Métaux précieux

Le plan d'affaires de l'activité Change porte sur la période 2024-2025. Le budget 2024 établi par le management n'a pas fait l'objet d'ajustement de notre part tandis que les charges de la projection 2025 ont été corrigées de la prévision d'inflation du FMI pour la France.

3.3.4.1 Chiffre d'affaires

Les prévisions de chiffre d'affaires se décomposent en deux catégories : les devises et les métaux précieux. La croissance anticipée pour l'activité Devises est de 5,3 % en 2024 et 5 % en 2025. Des prévisions de croissance plus optimistes de 8,5% en 2024 et 10,5 % en 2025 ont été modélisées pour l'activité métaux précieux. L'activité Devise représenterait deux tiers du chiffre d'affaires « Change » à horizon 2025. Ces prévisions sont volontaristes au regard de la croissance historique de l'activité, qui n'a pas retrouvé son niveau d'avant crise sanitaire.

3.3.4.2 Ebit

Le management prévoit une amélioration de la marge d'Ebit pour l'activité Change de près de 5 % entre 2023 et 2025 ainsi qu'une hausse en valeur de près de 28 % en deux ans. Cette évolution s'explique par le fait que les charges d'exploitation, qui sont essentiellement fixes, sont indexées sur l'inflation et croissent donc moins vite que le chiffre d'affaires sur les deux années projetées.

Ces prévisions nous semblent relativement optimistes compte tenu des performances historiques réalisées par l'activité.

3.3.4.3 Autres éléments des flux de trésorerie

Le BFR de l'activité change n'est pas significatif, il n'a pas fait l'objet de prévision de la part du management. Il n'y donc pas d'impact de variation de BFR dans les flux de trésorerie projetés. Aucun investissement n'est prévu pour l'activité Change sur la durée du plan.

3.3.4.4 Prolongement du plan

La croissance estimée en dernière année du plan (6,6 %) restant soutenue, nous avons prolongé le business plan établi par le management de 5 ans afin de modéliser une convergence progressive de la croissance du chiffre d'affaires de la dernière année du plan vers l'objectif de croissance long terme que nous avons retenu pour l'année normative. Au cas d'espèce, il s'agit de la prévision d'inflation du FMI pour la France en 2029. L'Ebitda a, quant à lui, été prolongé avec l'hypothèse d'un taux de marge d'Ebitda stable par rapport à la dernière année du plan. Les autres éléments des flux de trésorerie, conformément aux prévisions du management, n'ont fait l'objet d'aucune projection, ce qui constitue une hypothèse optimiste.

4 | TRAVAUX D'ÉVALUATION

Conformément aux dispositions du règlement général et aux recommandations de l'AMF en matière d'expertise indépendante, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères. Après avoir examiné les opérations liées à l'Offre et avoir déterminé les éléments communs nécessaires à nos travaux d'évaluation, nous avons identifié les critères et les méthodes jugés pertinents au cas d'espèce et les avons mis en œuvre.

4.1 Analyse des opérations connexes

Fin juillet 2024, à la suite de l'OPRA, l'Indivision Luciani, actionnaire majoritaire de IDSUD SA détenant plus de 96 % du capital de la Société, a apporté ses actions à la SAS Manandier dans le but de regrouper ses titres IDSUD et d'acquérir par la suite les titres encore détenus par des tiers, au moyen de l'OPAS examinée dans le présent rapport.

La valeur d'apport des 356 049 actions a été fixée à 165,15 € par les parties. Cette valeur a fait l'objet d'une revue par un commissaire aux apports qui a conclu à l'absence de surévaluation. Compte tenu du caractère récent de cette opération et de l'objectif de la mission du commissaire aux apports, nous considérons que le prix de 165,15 € constitue une fourchette basse de référence de valeur de l'action IDSUD SA.

Cette opération, qui ne remet pas en cause le Prix d'Offre, n'appelle pas d'autre remarque de notre part.

4.2 Méthodes ou références non retenues

4.2.1 Actif net comptable corrigé

La prise en compte de l'actif net comptable n'est appropriée que lorsque les valeurs comptables des actifs et des passifs sont identiques à leurs valeurs vénales, pour autant que l'arrêté de compte soit suffisamment proche de la date d'évaluation et/ou que l'évaluation séparée desdits actifs et passifs soit préférable à une évaluation globale fondée sur la combinaison des facteurs de production.

En l'espèce, les actifs de la Société n'étant pas comptabilisés en valeur de marché et en l'absence de comptes consolidés, la méthode n'est pas applicable. Pour mémoire, les capitaux propres au 30 juin 2024 s'établissaient à 8,5 m€, soit 23,2 € par action. Ce montant doit toutefois être corrigé des opérations survenues depuis la clôture du 30 juin (réduction du capital de juillet, décaissement lié au versement de la branche cash de l'OPRA, prise en compte de la totalité du dividende FDJ perçu en mai 2024), ce qui conduit à un actif net comptable corrigé (ANCC) de 9,5 m€, soit une valeur par action de 25,6 €.

Le prix d'Offre extériorise une prime de 652 % par rapport à cette référence.

4.2.2 Méthodes basées sur le dividende

Nous envisagerons ici deux méthodes basées exclusivement sur le dividende. La première consiste à déterminer la valeur d'une entreprise par capitalisation du bénéfice distribué, la seconde se fondant sur l'actualisation des dividendes prévisionnels.

La méthode du rendement est un multiple inversé basé sur le dividende. Elle suppose (i) que l'historique du dividende présente un certain pouvoir prédictif quant aux capacités bénéficiaires futures des sociétés et (ii) une certaine homogénéité des taux de distribution au sein des sociétés comparables.

S'agissant de la méthode de l'actualisation des dividendes, laquelle peut sembler plus fine que la précédente, sa principale limite réside dans la difficulté à justifier une distribution sous-optimale des cash flows libres pour

l'actionnaire et de positionner à un horizon plutôt qu'à un autre le moment de la distribution des excédents de trésorerie ainsi accumulés.

Même si ce type de méthode peut être utilisé pour évaluer une société holding, l'instabilité historique de la distribution de dividendes chez IDSUD invalide la pertinence de cette famille de méthode au cas d'espèce.

4.2.3 Approche par référence aux objectifs de cours des analystes financiers

La Société n'étant pas suivie par les analystes financiers, cette approche n'est pas applicable. L'approche a toutefois été mise en œuvre pour analyser la pertinence de la référence au cours utilisée pour réévaluer la participation d'IDSUD dans la FDJ.

4.2.4 Approches analogiques

Les méthodes analogiques (transactions comparables et comparables boursiers) permettent d'évaluer une société en lui appliquant des multiples calculés à partir d'agrégats financiers constatés en bourse ou dans le cadre de transactions récentes visant à prendre une participation, majoritaire ou non, dans le capital d'une entité comparable à la Société, cotée ou non.

Compte tenu du caractère spécifique du Groupe (société holding détenant des actifs diversifiés), nous n'avons pas considéré la méthode comme applicable pour évaluer le Groupe dans son ensemble. L'approche des multiples de comparables boursiers a toutefois été mise en œuvre pour réévaluer les activités opérationnelles du Groupe dans le cadre de la détermination de son ANR (cf. §4.3.3 infra), mais uniquement à titre de recoupement compte tenu des activités de niche développées par le Groupe.

L'approche par les multiples de transactions comparables n'a pas été appliquée, un échantillon pertinent de transactions n'ayant pu être établi compte tenu des caractéristiques particulières de la Société et de ses filiales.

4.2.5 Evaluation par la méthode de l'actualisation de flux de trésorerie

L'approche par actualisation de flux de trésorerie (DCF) est une méthode intrinsèque consistant à actualiser les cash-flows libres d'exploitation (*DCF to the Firm*) ou libres pour l'actionnaire (*DCF to Equity*) à un taux reflétant le coût d'opportunité d'un investissement de risque similaire.

Compte tenu du profil d'IDSUD, à savoir celui d'une société holding détenant des actifs diversifiés, la plus grosse partie de la valeur se concentre dans les plus-values latentes sur la valeur des actifs détenus, et non dans les flux d'exploitation générés. Dans ce contexte, la méthode a été utilisée pour réévaluer des activités du Groupe dans le cadre de l'appréciation de son ANR (cf. §4.3.3 infra), mais n'a pas été retenue pour évaluer le Groupe dans son ensemble.

4.3 Critères et méthodes retenus

4.3.1 Approche par référence au cours de bourse

IDSUD est une société cotée dont les titres sont admis aux négociations sur Euronext Growth (ex. Alternext) (ISIN : FR0000062184).

Le cours de l'action IDSUD arrêté au 11 septembre (date d'annonce du prix de l'OPAS) se caractérise par un flottant extrêmement réduit à 3,7 % à la suite de l'OPRA réalisée en juillet 2024. Sur les douze mois précédents, la rotation du flottant s'est limitée de 16,2 %, la rotation du capital à seulement 1,7 % et l'action a été cotée moins d'un jour sur deux en bourse. Depuis l'annonce du résultat de l'OPRA, le 18 juillet 2024, seuls 108 titres IDSUD se sont échangés, soit 0,8% d'un flottant réduit à la portion congrue.

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée ⁽¹⁾	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	195.00	69.00	155.75	22 412	29	4.55%	18.70%	39.56%
24 mois	186.00	69.00	148.35	11 384	22	2.32%	21.05%	38.60%
12 mois	186.00	69.00	149.58	8 150	32	1.67%	16.17%	48.44%
6 mois	185.00	154.00	165.98	2 340	18	0.49%	5.42%	40.31%
3 mois	180.00	154.00	162.16	1 403	21	0.30%	4.72%	37.88%
20 jours de bourse	179.00	173.00	174.09	11	1	0.00%	0.00%	10.00%
Spot (10/09/2024)	179.00	179.00	179.00	1	1	0.00%	0.00%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : LSEG Workspace.

Dans ce contexte, le cours de l'action se trouve largement sous la limite des critères de significativité sur lesquels se basent usuellement les évaluateurs et sa pertinence en tant que référence de valeur ne peut pas être validée. Nous considérons donc le cours de bourse préannonce de l'Offre comme une référence qui ne permet pas à elle seule de conclure à l'équité du prix d'Offre proposé.

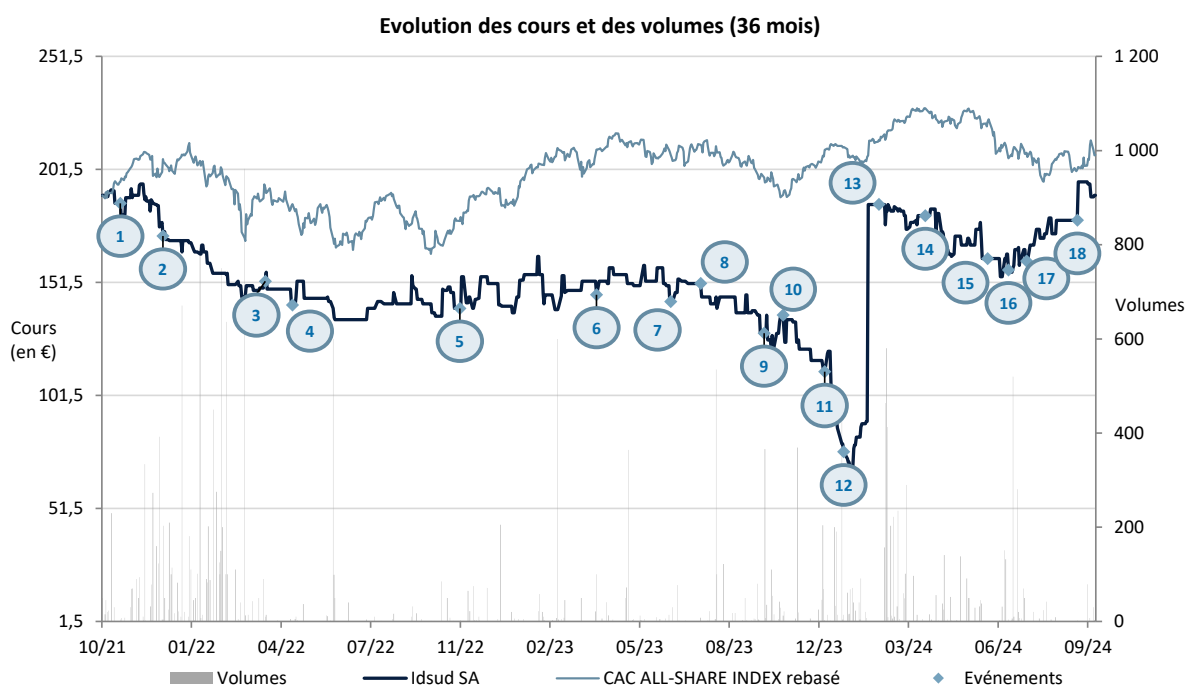
Ce manque de significativité du cours de bourse est accentuée par le fait que les deux opérations (OPRA et OPAS) sont réalisées en séquence. Les conditions de la seconde opération ayant été annoncées dès le 6 février 2024, nous considérons que le cours de bourse pré annonce constitue une référence plus pertinente que le cours observé sur le second semestre de 2024. Nous rappelons pour mémoire ci-dessous les références de cours arrêtées au 24 janvier 2024 (date de la suspension du cours) :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée ⁽¹⁾	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	199,00	69,00	168,90	133 720	173	23,48%	75,90%	50,13%
24 mois	166,00	69,00	138,08	11 758	23	2,38%	8,48%	33,33%
12 mois	163,50	69,00	124,49	5 522	22	1,12%	3,98%	38,82%
6 mois	146,00	69,00	114,70	3 833	30	0,77%	2,76%	48,06%
3 mois	135,00	69,00	97,17	2 158	34	0,44%	1,56%	52,38%
20 jours de bourse	90,00	69,00	78,74	956	48	0,19%	0,69%	80,00%
Spot	90,00	90,00	90,00	1	1	0,00%	0,00%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : Refinitiv Eikon.

In fine, nous présentons à titre purement indicatif le cours de clôture moyen pondéré par les volumes sur les périodes de 3 mois à 6 mois, soit une valeur de l'action IDSUD comprise entre 162,2 € et 166,0 €.

4.3.1.1 Revue de l'évolution historique du cours de bourse IDSUD



Le 21 octobre 2021 (①), IDSUD publie ses comptes semestriels 2021 avec un chiffre d'affaires à 0,2 m€, en baisse de 39 % par rapport à l'année précédente et un résultat d'exploitation négatif à 1,1 m€. Toutefois, le résultat net s'améliore avec un bénéfice de 1,1 m€, contre une perte -0,2 m€ au 30 juin 2020 et -559 k€ au 31 décembre 2020. Il s'explique par un résultat financier de 2,4 m€ et un résultat exceptionnel de 22 k€, en hausse respectivement de 232 %, et de 340%. Cette annonce a fait osciller le cours de bourse entre 180,5 € et 195,0 €.

Le 7 décembre 2021 (②), le groupe IDSUD annonce des retards et des dérives budgétaires significatives sur des contrats IDSUD Energies devant être livrés en 2021, du fait notamment de la hausse de coûts de matières premières et celle du fret ainsi que de difficultés d'accès aux chantiers, en lien avec la pandémie de Covid-19. Au lendemain de cette nouvelle, le cours de bourse augmente de 172 € à 174 € puis diminue et se stabilise à 170,5 €.

Le 30 mars 2022 (③), le conseil de surveillance de la société IDSUD décide de reporter d'un mois l'arrêté des comptes initialement prévu le 31 mars 2022. Le 29 avril 2022, (④), la société publie ses résultats annuels 2021 affichant un résultat net à 60,5 m€ en raison d'un produit exceptionnel de 66,8 m€¹² induit par l'OPRA. Hors OPRA, les pertes s'établissent à 6,9 m€. Les jours suivants ces annonces, le cours de bourse diminue et stagne aux alentours de 148,5 €.

Le 31 octobre 2022 (⑤), IDSUD publie ses résultats du premier semestre 2022, enregistrant des pertes de 6,3 m€ induites notamment par une provision de 7,1 m€ pour restructuration de sa filiale IDSUD Energies. Ce résultat s'explique par des résultats d'exploitation et exceptionnel négatifs, dans un contexte économique perturbé par l'inflation, les prix élevés de l'énergie et la guerre en Ukraine. Ces résultats n'entraînent pas une baisse du cours de bourse qui varie entre 140 € et 150 €.

Le 31 mars 2023 (⑥), la société publie ses résultats annuels 2022 avec un chiffre d'affaires en hausse de 43 % à 0,9 m€, et un résultat d'exploitation quasi stable à -2,2 m€. Son résultat financier est positif à 2,7 m€ grâce aux dividendes de FDJ de 4,1 m€, compensés par une dépréciation des titres d'IDSUD Energies de 1,5 m€ et par une reprise de provision des titres IDSUD Voyages de 0,3 m€. Toutefois, la Société a subi des pertes de 15,5 m€ en raison d'un résultat exceptionnel de -15,7 m€ liée à l'activité Energies (8,5 m€ de provisions et 7,2 m€ d'abandons de créances).

Le 21 juin 2023 (⑦) la Société annonce la convocation d'une Assemblée générale chargée d'approuver ses comptes. A cette occasion, Franklin Finance se fait plus pressant en soumettant à la Société une liste de 21 questions portant, entre autres, sur la gestion d'IDSUD Energies et le soutien qu'IDSUD SA apporte à sa filiale. Ces échanges se poursuivront et s'intensifieront durant l'été et l'automne 2023 avec une liste complémentaire de 69 questions soumises par le fonds d'investissement.

Le 24 juillet 2023 (⑧), la société IDSUD met à disposition sur son site les réponses aux questions des actionnaires concernant la situation de la filiale IDSUD Energies. Le jour suivant, le cours de baisse de 151 € à 145 €. Cette tendance baissière se poursuit les mois suivants jusqu'à atteindre 129 € le 28 septembre 2023.

Le 2 octobre 2023 (⑨), IDSUD annonce la convocation d'une assemblée générale extraordinaire le 24 octobre pour décider de la dissolution ou non de la société à la suite de la constatation d'un montant de capitaux propres inférieur à la moitié du capital social, en application de l'article L.225-248 du Code du commerce.

Dans le même mois, le 23 octobre (⑩), la société publie ses résultats du premier semestre 2023 présentant un résultat net toujours négatif mais en amélioration à -1,5 m€ contre -6,3 m€ au 30 juin 2022. Cette perte s'explique notamment par une provision de 2 m€ liée à la couverture des coûts et charges d'exploitation sur la branche Energies qui est toujours en restructuration. Toutefois, l'activité Change croît légèrement et l'activité Voyages renoue avec les bénéfices.

Dans un communiqué du 24 octobre 2023, la société annonce que l'assemblée générale des actionnaires a décidé à la majorité des votes qu'il n'y a pas lieu de dissoudre la société.

¹² La plus-value comptable sur les titres de participations FDJ échangés n'ayant pas d'impact sur la valeur de la société, la « perte » des actions FDJ remises en échange des titres IDSUD étant compensée par l'effet relatif de l'annulation de ces dernières.

Le 8 décembre 2023 (11), la société annonce la vente pour 18 m€ d'actions FDJ afin de reconstituer les capitaux propres du groupe, avec en conséquence une augmentation du cours de bourse de 112 € à 120 €. Cette hausse du cours dure 3 premiers jours avant de retomber à 104 € le 15 décembre 2023, puis de passer sous la barre des 100 € jusqu'à la fin du mois, atteignant 76,5 € le 29 décembre 2023.

Le 29 décembre 2023 (12), la société signe un protocole d'accord avec Franklin Finance visant à éteindre le différend entre les deux parties et à organiser la sortie du capital de l'actionnaire minoritaire dans le cadre d'une Offre publique de rachat (cf. infra).

Le 6 février 2024 (13), IDSUD annonce son intention d'initier une OPRA visant ses propres actions inscrites aux négociations sur Euronext Growth Paris par voie d'échange contre des actions FDJ, selon une parité de 5 actions FDJ pour une action IDSUD¹³, suivie d'une offre publique d'achat simplifiée avec retrait obligatoire, à un prix égal à cinq fois le cours de l'action FDJ constaté au plus tard la veille du dépôt de l'Offre.

Le 28 mars 2024 (14), IDSUD publie ses résultats annuels 2023, faisant état d'un résultat net de 18,7 millions d'euros, dont 17,9 millions proviennent du produit net de la cession des titres FDJ.

Le 5 juin 2024 (15), la société apporte des précisions sur l'Offre Publique de Rachat d'Actions (OPRA) : la parité de l'offre est fixée à 5 actions FDJ pour une action IDSUD, accompagnée d'un versement en numéraire de 1,75 €.

Le 28 juin 2024 (16), l'OPRA est ouverte. La parité offerte fait ressortir une prime de 103,3% par rapport au cours de clôture du 24 janvier 2024.

Le 18 juillet 2024 (17), IDSUD annonce avoir acquis 125 194 de ses propres actions dans le cadre de l'OPRA.

Le 12 septembre (18), la Société publie l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS), au terme de laquelle la famille Luciani prévoit de solliciter la mise en œuvre d'un retrait obligatoire. Le prix proposé de 192,55 euros a été fixé en appliquant une parité identique à celle de l'OPRA¹⁴. Les variations de cours postérieures à l'annonce de l'offre n'appellent pas de commentaires particuliers compte tenu du caractère non significatif des volumes d'échanges du titre depuis lors.

4.3.2 Approche par référence à des transactions intervenues sur le capital de la Société

Après une première offre publique de rachat par voie d'échange contre des actions FDJ en 2021 qui valorisait l'action IDSUD SA à 4 actions FDJ, la Société a initié une seconde OPRA en 2024 valorisant le titre IDSUD 5 actions FDJ assorties d'un versement en numéraire de 1,75 €. Cette offre visait à permettre la sortie intégrale de Franklin Finance du capital d'IDSUD et à lancer, dans un second temps, une offre publique d'achat simplifiée assortie d'un retrait obligatoire, qui fait l'objet du présent rapport, afin d'opérer le retrait de la cote de l'action IDSUD SA.

Nos travaux en tant qu'expert indépendant désigné sur l'OPRA nous ont conduit à estimer que les conditions proposées dans le cadre de l'offre étaient équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société.

Nos analyses se sont notamment appuyées sur la transaction avec Franklin Finance et d'autres actionnaires minoritaires, lesquels avaient accepté dans des accords signés début février 2024, d'apporter de manière ferme et irrévocable leurs actions IDSUD à l'OPRA en échange de 5 actions FDJ. Un avenant signé en mai, a porté la parité à 5 actions FDJ et 1,75 € pour une action IDSUD SA.

À la suite de l'obtention du visa de l'AMF, la Société a procédé à l'Offre qui a abouti au rachat de 125 194 actions IDSUD sur les 138 717 visées, en échange de 625 970 actions FDJ et 219 090 euros. Avec un taux de participation à l'offre de plus de 90 %, nous considérons que les conditions offertes dans le cadre de l'OPRA constituent une référence de valeur pertinente, que nous retenons à titre principal.

La transposition des conditions de l'OPRA au 11 octobre 2024 conduit à évaluer l'action IDSUD 178,5 €, valeur sur laquelle le prix d'Offre extériorise une prime de 7,9 %.

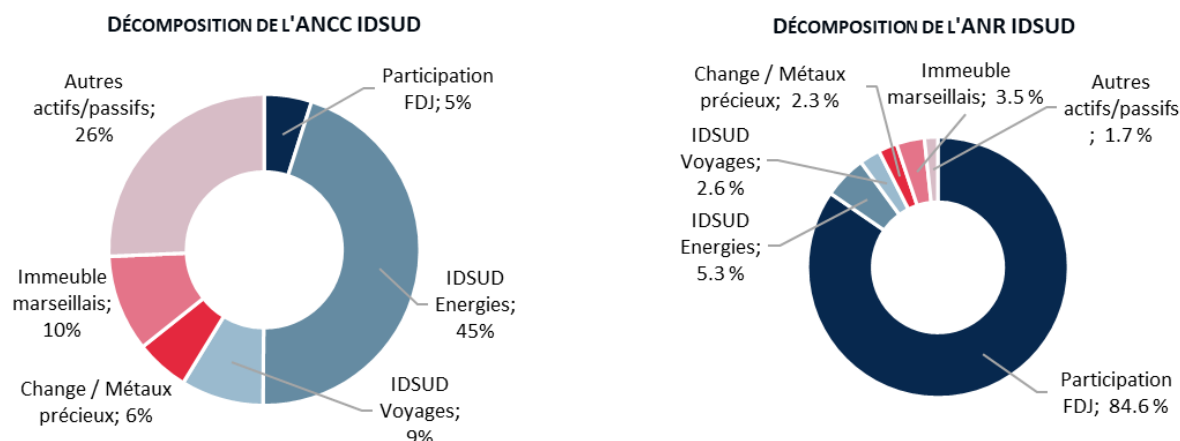
¹³ Portée à 5 actions FDJ et 1,75 € pour une action IDSUD le 31 mai 2024.

¹⁴ Soit le cours de l'action FDJ relevé le 11 septembre 2024 multiplié par 5 et augmenté de 1,75 €.

4.3.3 Méthode de l'actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué, généralement mise en œuvre pour évaluer des sociétés holding à caractère financier, consiste à déterminer la valeur de marché de tous les postes comptables d'actif et de passif du bilan de la Société. L'application de cette méthode de valorisation consiste donc à réestimer la totalité des actifs corporels et incorporels figurant ou non à l'actif du bilan.

Un certain nombre d'actifs contribuent à la valeur de la Société : sa participation dans FDJ, sa filiale IDSUD Energies, sa filiale IDSUD Voyages, son activité de change touristique et de négoce de métaux précieux ainsi qu'un certain nombre d'autres actifs en ce compris l'immeuble marseillais abritant son siège. Les poids respectifs de ces différents actifs dans la valeur des capitaux propres d'IDSUD varient significativement si l'on considère leur valeur dans les comptes de la société (actif net comptable ou ANC) et leur valeur réévaluée (actif net réévalué ou ANR) :



Nous détaillons ci-après les méthodes et références retenues pour réévaluer les actifs détenus par IDSUD SA.

4.3.3.1 Réévaluation de la participation dans la Française des jeux

La Française des jeux étant une société cotée, la valeur de ses actions est observable en temps réels sur les marchés boursiers, sous réserve que le titre ait une liquidité suffisante pour que le jeu de l'offre et la demande puisse s'exercer normalement.

Nous détaillons ci-après nos analyses concernant le cours de bourse FDJ, arrêtées au 18 octobre 2024.

Cours de bourse FDJ au 18 octobre 2024 :

FDJ est une société cotée dont les titres sont admis aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris (Large Caps-ISIN : FR0013451333).

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée ⁽¹⁾	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	46.10	28.20	35.81	143 266 919	185 579	75.34%	130.62%	100.00%
24 mois	40.99	28.20	35.71	88 390 470	172 301	46.59%	80.43%	100.00%
12 mois	39.46	28.20	35.07	44 911 151	175 434	23.83%	41.46%	100.00%
6 mois	39.10	30.70	34.77	22 650 027	174 231	12.18%	21.70%	100.00%
3 mois	39.10	32.34	36.19	11 517 923	174 514	6.22%	11.08%	100.00%
20 jours de bourse	39.10	33.20	36.22	4 185 785	209 289	2.26%	2.26%	100.00%
Spot	36.90	36.04	36.82	179 600	179 600	0.10%	0.10%	

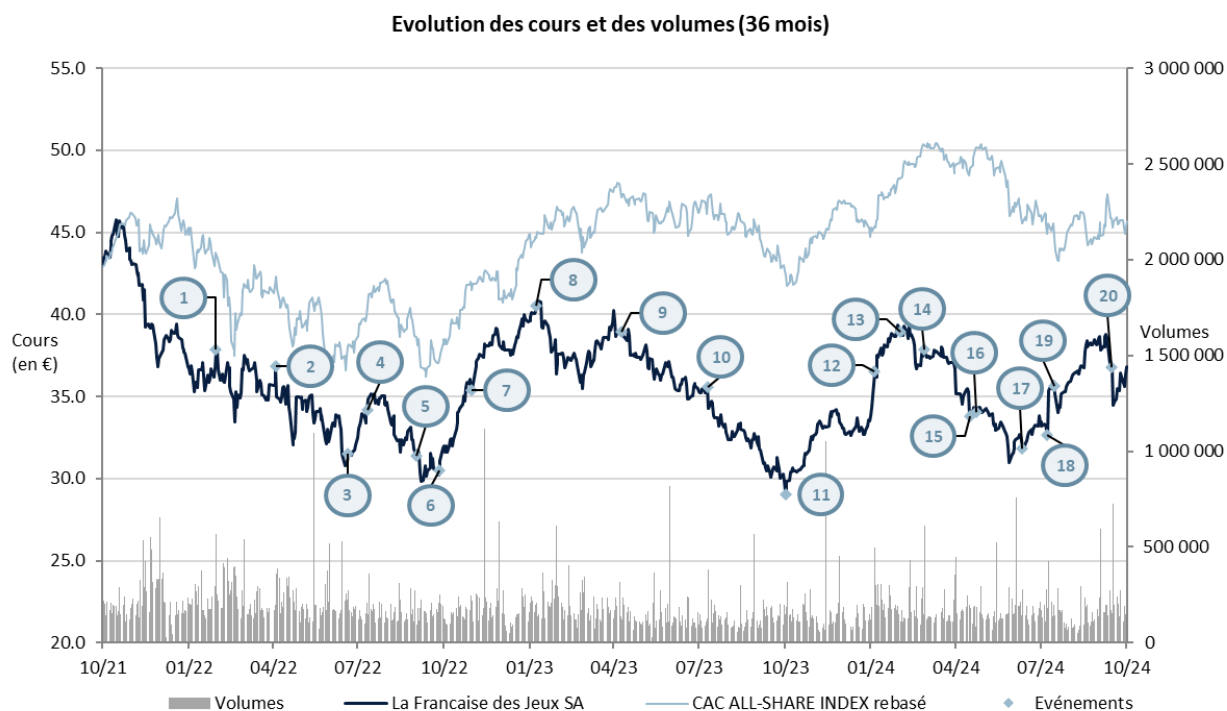
(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : LSEG Workspace.

Avec un flottant au 18 octobre 2024 de 56,1 %, une rotation du flottant sur les 12 derniers mois de 41,5 % et une rotation du capital de 23,8 %, le cours de l'action répond aux critères de significativité sur lesquels se basent usuellement les évaluateurs.

In fine, nous retenons le cours de bourse moyen pondéré par les volumes sur 20 jours en valeur centrale, soit une valeur de l'action FDJ de 36,2 €, le cours le plus haut sur les 12 derniers mois en fourchette haute soit une valeur par

action de 39,5 €, et le cours le plus bas sur les 12 derniers mois en fourchette basse, soit une valeur par action de 28,2 €. Nous considérons la position retenue en valeur centrale comme volontariste car le cours 20 jours au 11 octobre 2024 ne reflète que partiellement l'impact significatif sur le cours des annonces du gouvernement du 3 octobre (cf. infra).

Analyse historique du cours de bourse FDJ arrêtée au 18 octobre 2024 :



Le 16 février 2022 (①), la FDJ publie ses résultats 2021 avec un chiffre d'affaires de 2,3 mds€, en hausse de 10 % par rapport à 2019, un EBITDA de 522 m€, en hausse de 23,6 % et un résultat de 294 m€, en hausse de 45,7 %. Pour 2022, la société se fixe comme objectif un chiffre d'affaires en progression de 5% et un taux de marge EBITDA supérieur à 23,5%. Elle révisé également à la hausse des objectifs 2025.

Le 21 avril 2022 (②), la FDJ annonce des résultats du premier trimestre avec une progression du chiffre d'affaires de 14% et la confirmation de ses nouveaux objectifs. Elle annonce également la distribution d'un dividende de 1,24 € par action. À la suite de la publication de ces résultats, le cours de bourse baisse et oscille entre 34,6 € et 35,6 €.

Le 7 juillet 2022 (③), la société entre en négociations exclusives pour l'acquisition d'Aleda, un spécialiste des solutions d'encaissement et de paiement en point de vente. Les jours suivants l'annonce, le cours de bourse augmente de 31,5 € à 34,2 €.

Le 28 juillet 2022 (④) la société annonce ses résultats du S1 2022, avec un chiffre d'affaires en hausse de 12 % et un EBITDA en hausse de 18 %. La FDJ annonce également l'acquisition de « l'Addition », spécialiste français des solutions de gestion, d'encaissement et de paiement à destination des cafés-hôtels-restaurants. Cette nouvelle renforce la tendance haussière du cours avec une augmentation de 34,2 € à 34,9 € dès le lendemain.

Le 19 septembre 2022 (⑤), la société entre en négociations exclusives en vue de l'acquisition du groupe Zeturf, second opérateur du marché français des paris hippiques en ligne. Le 28 septembre 2022 (⑦), le groupe FDJ lance "nirio", une solution de paiement des factures du quotidien en partenariat avec les buralistes. Ces nouvelles entraînent dans le mois des variations du cours entre 29,8 € et 31,7 €.

Le 13 octobre 2022 (⑥), la société annonce ses résultats du troisième trimestre 2022, avec un CA en hausse de 12 %. Au lendemain de cette bonne nouvelle, le cours de bourse passe de 30,5 € à 31,1 €.

Le 17 novembre 2022 (⑦), la société fait plusieurs annonces : les acquisitions définitives de Zeturf et Aleda, le lancement d'une offre de poker en ligne ainsi qu'une décision de justice favorable à la FDJ dans le litige l'opposant

à Soficoma, son actionnaire à hauteur de 3 %. Soficoma est tenu de céder ses 5,73 millions d'actions à FDJ, pour un montant de 15,65 millions d'euros. Dès le lendemain, le cours de bourse croît de 35,4 € à 35,8 € et poursuit sa croissance les mois suivants.

Le 25 janvier 2023 (⑧), le groupe FDJ annonce ses résultats 2022, avec un T4 moins réussi que le reste de l'année, malgré l'effet Coupe du Monde. Il confirme ses objectifs pour 2023. Les 3 jours suivants l'annonce, le cours de bourse se maintient autour de 40 € puis entame une dégradation à partir du 31 janvier 2022 à 39,2 €.

Le 26 avril 2023 (⑨), la société annonce ses résultats du premier trimestre 2023 avec une hausse limitée du chiffre d'affaires (+6 %) et une légère baisse sa marge d'EBITDA. Elle annonce également l'acquisition de Premier Lotteries Ireland. Du fait de cette actualité, le cours de bourse s'érode et s'échange autour de 37 €.

Le 27 juillet 2023 (⑩), la FDJ annonce ses résultats du premier semestre 2023 caractérisés par une hausse limitée du chiffre d'affaires (+4 % à périmètre comparable) et une légère baisse de la marge d'EBITDA.

Le 19 octobre 2023 (⑪), la société publie ses résultats du troisième trimestre 2023 avec hausse limitée du chiffre d'affaires (+4 % sur 9 mois) et la finalisation de l'acquisition de ZEturf. A cette annonce, le cours de bourse enrayer sa baisse et croît tout le mois de novembre pour atteindre un niveau de prix de l'ordre de 33 €.

Le 22 janvier 2024 (⑫), la société annonce de bons résultats pour le quatrième trimestre 2023 avec une hausse importante du chiffre d'affaires (+7 % à périmètre comparable) et de la marge d'EBITDA (en hausse à 25 %) sur 2023.

Le 19 février 2024 (⑬), la société annonce le lancement une OPA sur Kindred, leader européen des paris et jeux en ligne, détenant la marque Unibet. Cette nouvelle amorce une tendance baissière entre fin février et avril 2024 : le cours du titre FDJ ayant chuté de plus de 4 euros par action entre le 19 février et le 25 avril 2024. Le marché a réagi négativement à l'annonce qui suscite de l'incertitude quant au futur de la FDJ : bien que l'acquisition de Kindred contribue à accélérer la croissance du groupe, elle induit des risques liés à l'évolution de son *business model* qui s'orienterait vers le très concurrentiel marché des paris sportif internationaux. Son exposition à l'international et à la concurrence seront accrues et les risques réglementaires apportent un niveau d'incertitude additionnel, notamment en Finlande, au Royaume Uni et aux Pays-Bas, où les contraintes réglementaires menacent l'activité de Kindred à court terme.

Le 15 mars 2024 (⑭), la FDJ modifie les statuts de Kindred pour permettre une procédure de retrait obligatoire au-delà du seuil de détention de 90% du capital.

Le 3 mai 2024 (⑮), un coupon de 1,78 € est détaché au profit des actionnaires de la FDJ. Celui-ci entraîne un ajustement du cours à la baisse de 4,3 %, qui reflète la perte de valeur mécanique induite par le décaissement du dividende.

Le 10 mai 2024 (⑯), 3 % du capital de la FDJ est annulé à la suite de la décision favorable de la Cour de cassation dans le litige opposant le groupe FDJ à Soficoma.

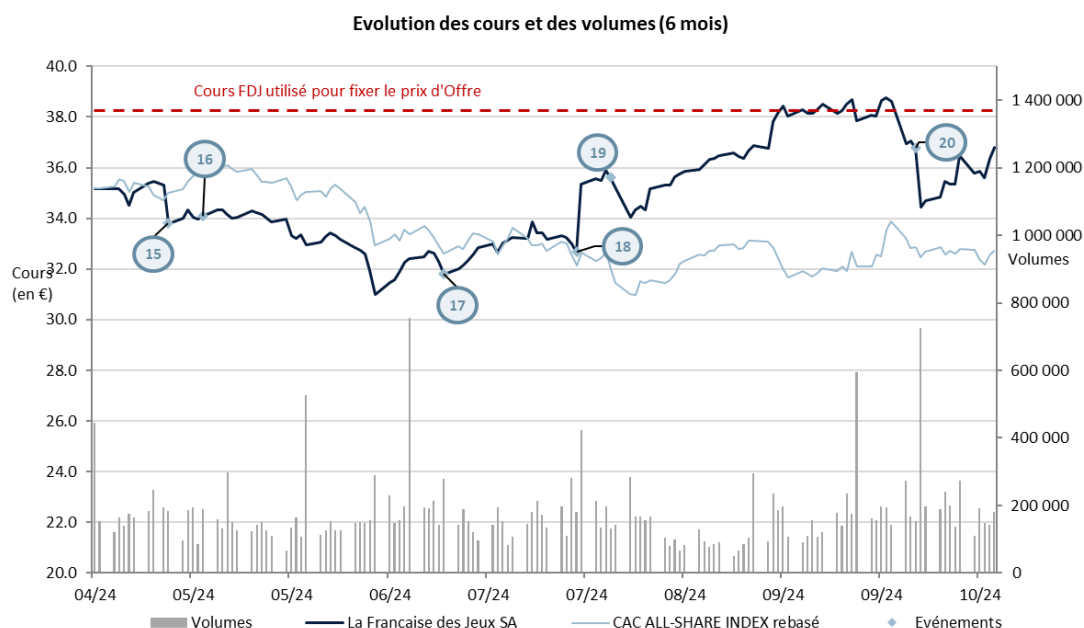
Le 28 juin (⑰) l'offre publique de rachat d'actions IDSUD contre des actions FDJ est ouverte. La parité offerte fait ressortir une prime de +103,3% par rapport au cours de clôture au 24 janvier 2024.

Le 25 juillet 2024 (⑱), le groupe annonce ses résultats du premier semestre 2024. Le chiffre d'affaires s'élève à 1,42 milliard d'euros, en hausse de 11 % sur un an et de 5 % à périmètre comparable. Le groupe affirme que ses objectifs pour 2024 sont "confortés".

Le 1 août 2024 (⑲), la FDJ annonce la cession de sa filiale anglaise Sporting Solutions Services. Cette transaction s'inscrit dans la stratégie de recentrage de FDJ sur les marchés internationaux B2C et B2B2C, en se concentrant sur la loterie, les paris sportifs et les jeux en ligne, tout en excluant les contrats globaux de gestion de paris sportifs pour le compte de loteries.

Le 3 octobre 2024 (⑳) le gouvernement révèle un projet d'augmentation des prélèvements sociaux sur les jeux d'argent et les paris en ligne dès 2025. Cette annonce est suivie par une réaction immédiate du marché entraînant la chute du cours de l'action FDJ de plus de 6 %.

Focus sur l'évolution du cours de bourse FDJ sur les 12 derniers mois :



Objectifs de cours des analystes :

Les analystes financiers anticipent une fourchette de cours de l'action FDJ comprise entre 35 € et 45 €, coupon attaché :

Date de mise à jour	Analyste	Objectif de cours	Horizon en mois (à l'émission)	Cours de référence	Date du cours de référence	Recommandation référence	Recommandation *
18-oct.-24	Kepler Cheuvreux	38.0	12	36.3	17-oct.-24	Neutre	3
10-oct.-24	ODDO BHF	37.5	n.c.	36.7	09-oct.-24	Neutre	3
10-oct.-24	ESN CIC	38.2	n.c.	35.3	09-oct.-24	Neutre	3
03-oct.-24	BNP Paribas Exane	43.0	12	36.8	02-oct.-24	Achat	1
26-sept.-24	Deutsche Bank	42.0	12	38.0	11-févr.-24	Achat	1
17-juil.-24	Redburn Atlantic	44.6	12	n.a	n.a	Achat	1
23-avr.-24	HSBC	36.0	12	35.2	19-avr.-24	Conserver	3
19-avr.-24	STIFEL Europe	44.0	12	n.a	n.a	Achat	1
18-avr.-24	BofA Securities	39.0	12	36.7	17-avr.-24	Neutre	3
* 1 = Achat ; 2 = Surpondérer ou Renforcer ; 3 = Neutre ou Conserver ; 4 = Alléger ou Souspondérer ; 5 = Vendre							
Nombre d'observations		5					
18-avr.-24	Minimum	36.0		35.2			1.0
n.s.	1er quartile	38.0	12.0	35.8			1.0
2-août-24	Moyenne	40.3	12.0	36.4			2.1
6-août-24	Moyenne hors extrêmes	40.2	12.0	36.4			2.1
26-sept.-24	Mediane	39.0	12.0	36.7			3.0
n.s.	3ème quartile	43.0	12.0	36.8			3.0
18-oct.-24	Maximum	44.6		38.0			3.0

Les niveaux de cours anticipés par les analystes financiers ressortent en moyenne hors extrêmes supérieurs de 6 % aux cours de référence présentés dans leurs notes. Les niveaux moyen, médian et moyen hors extrêmes des objectifs présentés supra, compris entre 39,0 € et 40,3 € ressortent cohérents avec le plus haut à 12 mois observé sur le cours FDJ (39,5 €). Le cours utilisé pour déterminer le prix d'Offre, soit 38,1 €, ressort proche des valeurs centrale mais dans la fourchette basse des objectifs de cours des analystes, qui ressortent compris entre 36 € et 45 €.

Au-delà des limites habituelles applicables à la prise en compte des objectifs de cours des analystes dans une évaluation (horizon de la prévision, biais d'optimisme des analystes), nous relevons que plus de la moitié des objectifs de cours détaillé supra ont été estimés avant l'annonce du 3 octobre 2024 qui introduit une incertitude sur les résultats futurs de la Française des jeux. Dans ce contexte, nous présentons ces références à titre indicatif uniquement.

4.3.3.2 Réévaluation d'IDSUD Energies

Evaluation de DRS Energie

IDSUD Energies a fait l'acquisition en juin 2024 de la société DRS Energie. Pour la valoriser, nous avons mis en place une approche par actualisation de flux de trésorerie basée sur le plan d'affaires présenté supra. Compte tenu l'activité de DRS Energie et du fait qu'elle sera intégrée à IDSUD Energies, nous avons utilisé le même taux d'actualisation pour les deux sociétés.

Les flux du plan d'affaires actualisés à un taux de 17,7 % (cf. annexe 8.4.1) valorise l'actif économique de DRS Energie à 792 k€.

IDSUD Energies		
Valeur des capitaux propres DCF	k€	%
Valeur présente des flux de trésorerie	262	35,1%
<i>Cash flow terminal</i>	138	
<i>Valeur terminale</i>	930	
Valeur présente de la valeur terminale	484	64,9%
Valeur d'entreprise	746	100,0%
Position financière nette	46	
Valeur des capitaux propres	792	

Après ajustement de la position financière nette au 30 juin de DRS Energie, la valeur de ses fonds propres ressort à 792 k€.

Approche par l'actualisation de flux de trésorerie :

Comme détaillé supra, le management d'IDSUD a produit un plan d'affaires couvrant la période 2024-2027. Le plan d'affaires prévoit un retour à l'équilibre en 2025 avec une croissance soutenue du chiffre d'affaires (entre 11,2 % et 50 % annuels) et une marge cible d'EBITDA de 5,6%.

Compte tenu de la croissance volontariste anticipée par le management, nous avons considéré que l'horizon retenu par le management ne permettait pas d'atteindre une situation normative. Nous avons donc corrigé ce biais technique en prolongeant le plan du management de 5 ans (horizon 2032).

L'essentiel de l'activité EPC¹⁵ étant portée par le seul contrat Kourbe, limité en termes de puissance installée et donc dans le temps, le fait de prolonger le *trend* de revenus anticipés par le management nécessite de poser l'hypothèse que des relais de croissance pourront être trouvés rapidement, hypothèse non démontrée aujourd'hui. La probabilité de ce scénario ne pouvant être quantifiée, nous avons retenu l'option la plus favorable à l'actionnaire minoritaire, soit la poursuite de la tendance retenue par le management.

Les flux du plan d'affaires prolongés jusqu'en 2032 et ajustés de l'inflation par nos soins (cf. §3.3.1) actualisés à un taux¹⁶ moyen pondéré par le poids dans la valeur globale de chacune des activités de 15,6 % (cf. annexes 8.4.1 et 8.4.2) valorise l'actif économique de IDSUD Energies 3,7 m€.

IDSUD Energies		
Valeur des capitaux propres DCF	k€	%
Valeur présente des flux de trésorerie	1 122	30.0%
<i>Cash flow terminal</i>	1 202	
<i>Valeur terminale</i>	8 659	
Valeur présente de la valeur terminale	2 618	70.0%
Valeur d'entreprise	3 739	100.0%
Position financière nette	168	
Autres éléments	(380)	
Valeur des déficits reportables	799	
Valeur de la participation dans DRS	730	
Valeur des capitaux propres	5 057	

¹⁵ Qui représente un peu moins de 40 % de valeur de la filiale, le reste correspondant à l'activité de distribution pour le compte de la société chinoise Kehua.

¹⁶ Les taux d'actualisation retenus s'appuient sur les échantillons de sociétés comparables utilisés dans l'approche par les multiples boursiers.

En l'absence de comptes semestriels au niveau des filiales du groupe nous avons reconstitué les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres sont à partir des données communiquées par le management (position financière nette) et des comptes statutaires à fin décembre 2023 (pour les autres éléments). Ils incluent également la valeur des capitaux propres de DRS énergie estimée supra et la valeur présente des déficits fiscaux accumulés par la structure. La valeur des fonds propres d'IDSUD Energies peut ainsi être estimée à 5,1 m€.

Analyse de sensibilités :

IDSUD Energies		CMPC				
k€		14.6 %	15.1 %	15.6 %	16.1 %	16.6 %
g [∞]	1.3 %	5 477	5 221	4 985	4 766	4 564
	1.5 %	5 522	5 261	5 020	4 798	4 593
	1.7 %	5 568	5 302	5 057	4 832	4 623
	1.9 %	5 615	5 344	5 095	4 866	4 654
	2.1 %	5 664	5 388	5 134	4 901	4 685

IDSUD Energies		Taux de marge d'EBITDA cible				
k€		(0.5)%	(0.3)%	-	0.3 %	0.5 %
Taux de Capex/CA cible	(0.5)%	4 029	4 281	4 533	4 785	5 031
	(0.3)%	4 291	4 543	4 795	5 047	5 288
	-	4 553	4 805	5 057	5 304	5 546
	0.3 %	4 815	5 067	5 319	5 562	5 803
	0.5 %	5 077	5 329	5 577	5 819	6 061

NB : la variation du ratio investissement sur chiffre d'affaires présentée supra s'entend en relatif par rapport à un ratio négatif. Une hausse de 1 % de ce ratio correspond donc à une baisse du niveau d'investissements retenu en année normative.

Approche par les multiples boursiers :

Compte tenu du profil très particulier d'IDSUD Energies, nous avons développé l'approche des multiples boursiers à titre de recoupement des valeurs obtenues par notre méthode d'évaluation principale, l'actualisation des flux de trésorerie.

Pour mettre en œuvre de cette approche, comme pour la détermination du taux d'actualisation, nous avons reconstitué des multiples composites déterminés en considérant deux échantillons de sociétés cotées comparables :

- un premier échantillon de 14 sociétés opérant dans le secteur de l'énergie solaire, notamment dans le développement de solutions énergétique (principalement photovoltaïque) :

Société	VE / EBITDA (x)				VE / EBIT (x)			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
Canadian Solar Inc	5,3x	5,2x	3,5x	2,8x	9,7x	16,7x	7,6x	4,8x
Enphase Energy Inc	26,7x	37,8x	20,2x	16,4x	31,1x	49,3x	24,1x	18,4x
Enerside Energy SA	-	-	359,8x	25,4x	-	-	18,9x	11,0x
Ferroamp AB (publ)	-	-	7,6x	3,4x	-	-	83,4x	5,8x
SMA Solar Technology AG	1,1x	3,9x	3,0x	2,3x	1,3x	7,9x	5,0x	3,5x
Solaredge Technologies Inc	2,6x	-	-	2,8x	3,6x	-	-	4,5x
Shoals Technologies Group Inc	42,8x	11,4x	8,9x	7,9x	70,8x	16,0x	12,3x	9,4x
Tigo Energy Inc	-	-	-	15,7x	-	-	-	-
Alfen NV	5,6x	12,2x	6,1x	4,3x	7,0x	157,3x	8,7x	6,0x
Energy SpA	6,0x	5,6x	3,8x	2,7x	6,9x	6,8x	4,9x	3,1x
Invinity Energy Systems PLC	-	-	-	-	-	-	-	6,0x
Nhoa SA	-	23,3x	2,6x	1,4x	-	-	10,4x	2,3x
Moyenne = m	12,9x	14,2x	46,2x	7,7x	18,6x	42,3x	19,5x	6,8x
Moyenne hors extrêmes = m*	9,3x	11,5x	7,6x	6,5x	11,7x	22,5x	12,4x	6,0x
Médiane = Me	5,6x	11,4x	6,1x	3,4x	7,0x	16,4x	10,4x	5,8x
Maximum	42,8x	37,8x	359,8x	25,4x	70,8x	157,3x	83,4x	18,4x
Minimum	1,1x	3,9x	2,6x	1,4x	1,3x	6,8x	4,9x	2,3x
Estimateur de l'écart-type = s	15,7x	12,4x	117,8x	7,9x	25,0x	58,4x	24,8x	4,6x
Coefficient de variation = Cv	1,2x	0,9x	2,6x	1,0x	1,3x	1,4x	1,3x	0,7x
Nb d'observations = n	7	7	9	11	7	6	9	11
Marge d'échantillonnage ME au seuil de 95%	14,6x	11,4x	90,5x	5,3x	23,1x	61,3x	19,1x	3,1x
Borne haute de l'estimation de la moyenne = m+ME	27,4x	25,6x	136,7x	13,0x	41,8x	103,7x	38,5x	9,9x
Borne basse de l'estimation de la moyenne = m-ME	(1,7x)	2,8x	(44,4x)	2,4x	(4,5x)	(19,0x)	0,4x	3,7x

NB : les multiples manquants dans les tableaux supra représentent soit une absence de prévision par les analystes financiers soit des exercices comptables anticipés en pertes chez les sociétés comparables.

- Un second échantillon de 10 sociétés actives dans le domaine de la distribution d'équipements liés à l'énergie. Ces sociétés comparables cotées sont présentées de manière détaillée en annexe 8.5.

Société	VE / EBITDA (x)				VE / EBIT (x)			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
Solar A/S	4,3x	7,1x	5,8x	5,1x	5,5x	12,8x	9,1x	7,4x
Bergman & Beving AB	20,7x	18,2x	16,7x	15,5x	28,1x	24,5x	22,0x	20,2x
Thermador Groupe SA	8,0x	9,2x	8,4x	8,0x	8,9x	10,4x	9,5x	9,0x
Travis Perkins PLC	10,6x	10,8x	8,3x	7,2x	18,7x	17,7x	11,6x	9,4x
Addtech AB	27,9x	25,5x	24,1x	22,6x	37,0x	33,4x	31,1x	28,9x
Beijer Ref AB (publ)	25,5x	22,1x	19,7x	18,0x	28,4x	24,4x	21,6x	19,9x
Rexel SA	7,1x	7,2x	6,8x	6,5x	7,9x	8,2x	7,7x	7,3x
Hudson Technologies Inc	4,1x	8,1x	5,8x	n.a.	4,4x	9,5x	6,2x	n.a.
Applied Industrial Technologies Inc	14,7x	14,6x	14,3x	13,7x	16,3x	16,4x	16,0x	14,9x
Watsco Inc	28,7x	28,0x	24,2x	22,1x	30,0x	29,1x	25,9x	23,0x
Moyenne = μ	15,1x	15,1x	13,4x	13,2x	18,5x	18,6x	16,1x	15,6x
Moyenne hors extrêmes = μ^*	14,8x	14,4x	13,0x	13,0x	18,0x	18,1x	15,4x	14,8x
Médiane = Me	12,6x	12,7x	11,4x	13,7x	17,5x	17,1x	13,8x	14,9x
Maximum	28,7x	28,0x	24,2x	22,6x	37,0x	33,4x	31,1x	28,9x
Minimum	4,1x	7,1x	5,8x	5,1x	4,4x	8,2x	6,2x	7,3x
Estimateur de l'écart-type = s	9,8x	7,9x	7,4x	6,8x	11,7x	8,8x	8,6x	7,8x
Coefficient de variation = Cv	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x
Nb d'observations = n	10	10	10	9	10	10	10	9
Marge d'échantillonnage ME au seuil de 95%	7,0x	5,6x	5,3x	5,2x	8,4x	6,3x	6,2x	6,0x
Borne haute de l'estimation de la moyenne = m+ME	22,1x	20,7x	18,7x	18,4x	26,9x	24,9x	22,2x	21,6x
Borne basse de l'estimation de la moyenne = m-ME	8,2x	9,4x	8,1x	8,0x	10,1x	12,4x	9,9x	9,5x

Nous avons calculé les multiples extériorisés par les moyennes 20 jours des cours de bourse au 30 septembre 2024 par rapport au consensus des prévisions des analystes financiers pour l'EBITDA et l'EBIT :

Notes méthodologiques :

- Les multiples d'EBITDA et d'EBIT calculés supra ont été redressés lorsque c'était nécessaire et lorsque l'information disponible le permettait, par la prise en compte des effets de la norme IFRS 16 en neutralisant au numérateur la dette de loyers opérationnels et en réintégrant au dénominateur la charge de loyers opérationnels estimée à partir des dotations aux amortissements et des frais financiers comptabilisés en application de la norme IFRS 16.
- Les multiples appliqués ont été ajustés pour tenir compte du différentiel de taille et de risque entre IDSUD Energies et l'échantillon de référence. Des décotes de 7,6 % pour IDSUD Energies et 38,8 % pour Kehua France ont été appliquées à ce titre.
- Nous avons déterminé un multiple pondéré par les flux prévisionnels de Kehua France et IDSUD Energies afin de l'appliquer aux agrégats consolidés des deux entités, pondération identique à celle retenue pour le taux d'actualisation et basée sur le poids relatif de chacune des activités dans la valeur.

L'application de ces multiples aux agrégats consolidés de la filiale aboutit à une large fourchette de valeurs encadrant celle de l'approche DCF détaillée supra. La valeur centrale de cette fourchette de 5,1 m€ ressort très proche de la valeur obtenue par actualisation des flux de trésorerie que nous retenons à titre principal.

Valeur des capitaux propres (k€)	Min	Centrale	Max
VE/EBITDA	753	4 701	8 650
VE/EBIT	201	4 310	8 420
Valeur d'entreprise retenue	477	4 506	8 535
Position financière nette	168	168	168
Autres éléments	(380)	(380)	(380)
Valeur des déficits reportables	799	799	799
Valeur des capitaux propres	1 064	5 093	9 122

4.3.3.3 Réévaluation d'IDSUD Voyages

Approche par l'actualisation de flux de trésorerie :

Comme détaillé §3.3.3 supra, le management d'IDSUD a produit deux plans d'affaires couvrant la période 2024-2026, le premier couvrant la part américaine de l'activité (Globid-T4EX) et le second la part française (IDSUD Voyages).

Dans ce contexte, nous avons évalué les deux sous-ensembles séparément en commençant par actualiser les flux de T4EX en dollars à un taux d'actualisation « américain » (cf. annexe 8.4.4). Dans un second temps, nous avons évalué la part française de l'activité en actualisant les flux en euros anticipé à un taux « euro » (cf. annexe 8.4.3) et en tenant compte de la valeur de T4EX convertie en euro dans les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres d'IDSUD Voyages. Dans les deux cas, le taux d'actualisation retenu s'appuie sur l'échantillon de sociétés comparables utilisé dans l'approche par les multiples boursiers développée infra.

Comme pour IDSUD Energies, nous avons prolongé les plans des deux sociétés afin de modéliser l'atteinte d'une situation normative.

L'actualisation des seuls flux en dollars anticipés pour T4EX à un taux d'actualisation déterminé à partir de références américaines (12,9 %) valorise l'activité 1,7 m\$. Après prise en compte des éléments de passage entre la valeur d'entreprise et celle des capitaux propres relevé dans les comptes sociaux à fin 2023 de la société, la valeur des capitaux ressort à 1,7 m\$.

T4EX		
Valeur des capitaux propres DCF	k\$	%
Valeur présente des flux de trésorerie	612	35,8%
<i>Cash flow terminal</i>	197	
<i>Valeur terminale</i>	1 838	
Valeur présente de la valeur terminale	1 098	64,2%
Valeur d'entreprise	1 710	100,0%
Position financière nette	-	
Autres éléments	-	
Valeur des capitaux propres	1 710	

L'actualisation des flux du plan d'IDSUD Voyages, avec des taux d'actualisation et de croissance long terme anticipés pour la France respectivement à 14,4 % et 1,7 %, valorisent l'activité à 681 k€ (cf.-annexe 8.4.3).

Nous avons ensuite reporté la valeur des capitaux propres de Globid-T4EX, convertie au taux EUR/USD du 30 septembre 2024, dans les éléments de passage d'IDSUD Voyages et en tenant compte d'une position financière nette au 30 juin 2024 :

IDSUD Voyages France		
Valeur des capitaux propres DCF	k€	%
Valeur présente des flux de trésorerie	236	35,8%
<i>Cash flow terminal</i>	96	
<i>Valeur terminale</i>	753	
Valeur présente de la valeur terminale	424	64,2%
Valeur d'entreprise	660	100,0%
Position financière nette	269	
Autres éléments	(25)	
Valeur des titres T4EX (k€)	1 536	
Valeur des capitaux propres	2 440	

Analyse de sensibilités consolidées au palier IDSUD Voyages :

IDSUD Voyages		CMPC				
k€		(1.0)%	(0.5)%	-	0.5 %	1.0 %
g [∞]	(0.4)%	2 577	2 472	2 377	2 289	2 209
	(0.2)%	2 614	2 506	2 408	2 318	2 235
	-	2 654	2 542	2 440	2 347	2 262
	0.2 %	2 695	2 579	2 474	2 378	2 289
	0.4 %	2 738	2 617	2 508	2 409	2 318

IDSUD Voyages k€		Taux de marge d'EBITDA cible				
		(2.0)%	(1.0)%	-	1.0 %	2.0 %
Taux de Capex/CA	(0.5)%	2 261	2 347	2 433	2 518	2 604
	(0.3)%	2 265	2 351	2 436	2 522	2 607
cible	-	2 269	2 355	2 440	2 526	2 611
	0.3 %	2 273	2 359	2 444	2 530	2 615
	0.5 %	2 277	2 362	2 448	2 533	2 619

Approche par les multiples boursiers :

Nous avons développé l'approche des multiples boursiers à titre de recouplement des valeurs obtenues par notre méthode d'évaluation principale, l'actualisation des flux de trésorerie.

Pour la mise en œuvre de cette méthode, nous avons sélectionné un échantillon de 20 sociétés œuvrant dans le secteur de la gestion et la réservation de voyages en ligne. Ces sociétés comparables cotées sont présentées de manière détaillée en annexe 8.5.

Nous avons calculé les multiples extériorisés par les moyennes 20 jours des cours de bourse au 30 septembre 2024 par rapport au consensus des prévisions des analystes financiers pour l'EBITDA et l'EBIT :

Société	VE / EBITDA (x)				VE / EBIT (x)			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
Global Business Travel Group Inc	16,7x	9,5x	8,5x	7,3x	62,3x	30,5x	17,2x	12,6x
Corporate Travel Management Ltd	9,8x	8,8x	7,7x	7,0x	15,0x	12,7x	10,2x	9,1x
Expedia Group Inc	11,5x	9,5x	8,6x	7,9x	17,8x	18,2x	14,5x	12,7x
Lastminute.com NV	6,7x	5,6x	4,7x	4,2x	11,4x	12,6x	9,1x	7,3x
On The Beach Group PLC	6,1x	4,3x	3,7x	3,2x	12,2x	6,0x	5,0x	4,3x
Travelzoo	13,1x	12,4x	10,1x	9,8x	14,7x	13,7x	11,9x	6,5x
Tripadvisor Inc	7,2x	5,6x	5,2x	4,6x	11,4x	19,6x	14,0x	11,4x
Voyageurs du Monde SA	4,8x	4,9x	4,9x	4,6x	5,3x	5,6x	5,6x	5,2x
Booking Holdings Inc	20,6x	17,3x	15,5x	13,8x	22,4x	18,2x	16,3x	14,8x
Trip.com Group Ltd	13,0x	9,9x	8,7x	7,6x	14,0x	10,3x	8,8x	7,9x
Travel + Leisure Co	9,5x	9,1x	8,7x	8,3x	10,9x	10,8x	10,3x	10,0x
eDreams ODIGEO SA	24,4x	9,7x	6,2x	5,3x	-	15,6x	8,6x	7,0x
Despegar.com Corp	6,5x	4,3x	3,7x	3,4x	10,1x	5,8x	4,7x	4,0x
Helloworld Travel Ltd	3,7x	2,7x	2,3x	2,2x	5,8x	3,6x	2,8x	2,6x
Moyenne = μ	10,2x	7,8x	6,8x	6,3x	16,4x	13,1x	9,9x	8,8x
Moyenne hors extrêmes = μ^*	9,7x	7,5x	6,5x	6,0x	13,2x	12,4x	9,9x	8,7x
Médiane = Me	8,4x	8,8x	6,7x	5,3x	12,2x	12,7x	9,7x	7,9x
Maximum	24,4x	17,3x	15,5x	13,8x	62,3x	30,5x	17,2x	16,0x
Minimum	3,2x	2,7x	2,3x	2,2x	5,3x	3,6x	2,8x	2,6x
Estimateur de l'écart-type = s	6,1x	3,7x	3,3x	3,0x	14,5x	7,2x	4,5x	4,1x
Coefficient de variation = Cv	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x	0,9x	0,5x	0,4x	0,5x
Nb d'observations = n	16	17	16	15	13	14	14	15
Marge d'échantillonnage ME au seuil de 95%	3,2x	1,9x	1,8x	1,7x	8,8x	4,1x	2,6x	2,3x
Borne haute de l'estimation de la moyenne = m+ME	13,4x	9,7x	8,6x	8,0x	25,2x	17,2x	12,5x	11,0x
Borne basse de l'estimation de la moyenne = m-ME	6,9x	5,9x	5,1x	4,6x	7,6x	8,9x	7,4x	6,5x

Notes méthodologiques :

- Les multiples d'EBITDA et d'EBIT calculés supra ont été redressés lorsque c'était nécessaire et lorsque l'information disponible le permettait, par la prise en compte des effets de la norme IFRS 16 en retirant du numérateur la dette de loyers opérationnels et en réintégrant au dénominateur la charge de loyers opérationnels estimée à partir des dotations aux amortissements et des frais financiers comptabilisés à ce titre.
- Les multiples appliqués ont été ajustés pour tenir compte du différentiel de taille entre la Société et l'échantillon de référence. Des décotes de 41 % pour IDSUD Voyages et 35 % pour T4EX ont été appliquées à ce titre.
- Comme dans l'approche des flux de trésorerie actualisés, la valeur de T4EX a été déterminée en dollar puis convertie en euro et positionnée en éléments de passage de IDSUD Voyages.

L'application de ces multiples aux agrégats prévisionnels des deux entités aboutit à une large fourchette de valeurs d'IDSUD Voyages, encadrant celle issue de notre approche par l'actualisation de flux de trésorerie. La valeur centrale de cette fourchette, soit 2,2 m€, ressort très proche de la valeur obtenue par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (2,5 m€).

T4EX (k\$)	Min	Centrale	Max
VE/EBITDA	1 025	1 161	1 297
VE/EBIT	1 479	1 659	1 839
Valeur d'entreprise retenue	1 252	1 410	1 568
Position financière nette	-	-	-
Valeur des capitaux propres	1 252	1 410	1 568

IDSUD Voyages (k€)	Min	Centrale	Max
VE/EBITDA	305	629	953
VE/EBIT	312	716	1 121
Valeur d'entreprise retenue	309	673	1 037
Position financière nette	269	269	269
Autres éléments	(25)	(25)	(25)
Valeur des titres T4EX (k€)	1 124	1 266	1 408
Valeur des capitaux propres	1 677	2 183	2 689

4.3.3.4 Réévaluation de l'activité Change / Métaux précieux

Approche par l'actualisation de flux de trésorerie :

Comme détaillé supra, le management d'IDSUD a établi un plan d'affaires couvrant la période 2024-2025 pour l'activité Change/Métaux précieux. Comme pour IDSUD Energie et IDSUD Voyages, nous avons prolongé ce plan afin de modéliser l'atteinte d'une situation normative. Nous avons ensuite actualisé les flux du plan d'affaires avec un taux d'actualisation de 14,8 % basé sur l'échantillon de comparables boursiers utilisés dans le cadre de l'approche par les multiples développée infra (cf.-annexes 8.4.5) et un taux de croissance à l'infini de 1,7 %, correspondant aux prévisions d'inflation du FMI pour la France, valorisant ainsi l'actif économique de l'activité change à 2,2 m€ :

DSUD Change		
Valeur des capitaux propres DCF	k€	%
Valeur présente des flux de trésorerie	1 174	53,2%
Cash flow terminal	321	
Valeur terminale	2 448	
Valeur présente de la valeur terminale	1 032	46,8%
Valeur d'entreprise	2 206	100,0%

Analyse de sensibilités :

IDSUD Change €		CMPC				
		13,8 %	14,3 %	14,8 %	15,3 %	15,8 %
g [∞]	1,3 %	2 327	2 238	2 156	2 079	2 008
	1,5 %	2 357	2 265	2 180	2 102	2 029
	1,7 %	2 387	2 293	2 206	2 125	2 050
	1,9 %	2 418	2 321	2 232	2 149	2 073
	2,1 %	2 451	2 351	2 259	2 174	2 096
IDSUD Change €		Taux de marge d'EBITDA cible				
		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
Taux de Capex/CA cible	(0,5)%	2 165	2 185	2 206	2 226	2 247
	(0,3)%	2 165	2 185	2 206	2 226	2 247
	-	2 165	2 185	2 206	2 226	2 247
	0,3 %	2 165	2 185	2 206	2 226	2 247
	0,5 %	2 165	2 185	2 206	2 226	2 247

Approche par les multiples boursiers :

Comme pour les autres activités du Groupe, nous avons développé l'approche par les multiples boursiers à titre de recoupement des valeurs obtenues par notre méthode d'évaluation principale, l'actualisation des flux de trésorerie.

Pour la mise en œuvre de cette méthode, nous avons sélectionné un échantillon de 7 sociétés opérant dans le secteur des marchés monétaires et plus largement des services financiers. Nous précisons que cet échantillon a été retenu « par défaut », la société opérant sur deux marchés de niche non représentés sur les marchés boursiers. Ces sociétés sont présentées de manière détaillée en annexe 8.5.

Nous avons calculé les multiples extériorisés par les moyennes 20 jours des cours de bourse au 30 septembre 2024 par rapport au consensus des prévisions des analystes financiers pour l'EBITDA et l'EBIT :

Société	VE / EBITDA (x)				VE / EBIT (x)			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
Currency Exchange International Corp	2,1x	1,7x	-	-	-	-	-	-
Goldmoney Inc	8,2x	-	-	-	8,7x	-	-	-
Ramsdens Holdings PLC	5,6x	5,1x	-	-	6,4x	5,8x	-	-
Argentex Group PLC	0,9x	-	-	1,6x	1,3x	-	-	-
Western Union Co	4,6x	4,8x	4,7x	4,7x	5,7x	5,9x	5,8x	5,6x
Alpha Group International PLC	6,4x	14,3x	12,2x	10,1x	6,7x	9,3x	8,5x	5,4x
Equals Group PLC	11,9x	7,9x	6,4x	5,4x	20,8x	10,4x	8,3x	7,0x
Wise PLC	83,5x	27,3x	3,3x	3,1x	184,9x	59,8x	3,8x	3,7x
Moyenne = m	8,4x	6,9x	8,0x	5,7x	13,2x	9,2x	9,3x	7,9x
Moyenne hors extrêmes = m*	7,6x	7,0x	8,0x	5,3x	12,5x	9,3x	9,5x	6,9x
Médiane = Me	5,3x	6,7x	8,0x	5,6x	14,8x	11,0x	9,5x	6,9x
Maximum	19,8x	11,2x	11,2x	10,6x	23,0x	12,4x	12,6x	12,2x
Minimum	1,0x	2,2x	4,7x	1,7x	5,5x	5,6x	5,8x	5,6x
Estimateur de l'écart-type = s	7,0x	3,5x	2,8x	3,2x	7,4x	3,2x	2,8x	3,0x
Coefficient de variation = Cv	0,8x	0,5x	0,3x	0,6x	0,6x	0,3x	0,3x	0,4x
Nb d'observations = n	7	6	4	5	5	5	4	4
Marge d'échantillonnage ME au seuil de 95%	6,5x	3,6x	4,4x	4,0x	9,2x	4,0x	4,5x	4,8x
Borne haute de l'estimation de la moyenne = m+ME	14,8x	10,5x	12,4x	9,7x	22,5x	13,2x	13,9x	12,7x
Borne basse de l'estimation de la moyenne = m-ME	1,9x	3,3x	3,6x	1,7x	4,0x	5,2x	4,8x	3,0x

Notes méthodologiques :

- Les multiples d'EBITDA et d'EBIT calculés supra ont été redressés lorsque c'était nécessaire et lorsque l'information disponible le permettait, par la prise en compte des effets de la norme IFRS 16 en retirant du numérateur la dette de loyers opérationnels et en réintégrant au dénominateur la charge de loyers opérationnels estimée à partir des dotations aux amortissements et des frais financiers comptabilisés à ce titre.
- Les multiples appliqués ont été ajustés pour tenir compte du différentiel de taille entre la Société et l'échantillon de référence. Une décote de 26 % a été appliquée à ce titre.

L'application de ces multiples aux agrégats prévisionnels de l'activité Change aboutit à une large fourchette de valeurs encadrant celles obtenues dans le cadre de l'actualisation de flux de trésorerie retenue à titre principal. La valeur centrale de cette fourchette ressort à 2,1 m€, très proche de la valeur obtenue par l'actualisation des flux de trésorerie (2,2 m€).

Valeur des capitaux propres (k€)	Min	Centrale	Max
VE/EBITDA	1 079	1 588	2 097
VE/EBIT	2 161	2 589	3 017
Valeur d'entreprise retenue	1 620	2 088	2 557

4.3.3.5 Autres composantes de l'ANR IDSUD

Participations et actifs financiers :

Les autres participations ont été réévaluées à la quote-part des capitaux propres sociaux desdites participations lorsque celle-ci était supérieure à la valeur nette comptabilisée dans les comptes sociaux d'IDSUD. Cette approche concerne essentiellement la participation E.T Diffusion comptabilisée en TIAP¹⁷, dont la valeur réévaluée s'élève à 705 k€ contre 405 k€ en comptabilité.

Autres titres de participation	Type de détention	Pourcentage de détention	Valeur brute comptable (k€)	Valeur nette comptable (k€)	Valeur retenue (k€)*
ID-Exium	Filiale	100 %	227	-	-
Fès développement	Participation	26,0 %	2	-	-
Résidences Pasteur	Participation	34,7 %	300	-	-
ET. Diffusion	TIAP	35,0 %	405	405	705
PHLOX	TIAP	12 %	152	152	152
SBP 1804	TIAP	10 %	150	-	-
Autres participations	TIAP	n.a.	762	-	-
Total			1 998	557	858

* La valeur retenue correspond à la VNC ou la quote part des capitaux propres détenue par IDSUD SA lorsqu'elle est supérieure à cette dernière

¹⁷ TIAP : Titres immobilisés de l'activité de portefeuille.

Actif immobilier :

L'immeuble marseillais détenu en propre par IDSUD SA a fait l'objet le 1^{er} octobre 2023 d'une évaluation par un expert spécialisé, le cabinet Galtier.

Nous avons retenu dans notre évaluation la plus-value constituée par la différence entre la valeur vénale et la valeur nette comptable de l'actif immobilier dans les comptes, soit 3,3 m€ moins une VNC de 0,9 m€ pour une plus-value de 2,4 m€. Cet immeuble étant toutefois utilisé dans le cadre de la production de revenus pour le Groupe (bureaux, hébergement de l'agence de voyage ainsi que du bureau de change / négoce de métaux précieux), sa cession n'est pas possible sans l'abandon des avantages que procure son utilisation. Dans ce contexte, nous avons fait le choix de tenir compte de sa valeur vénale dans l'ANR du Groupe mais avons réintégré un loyer de marché théorique¹⁸ dans les frais de holding pris en compte dans l'approche développée infra.

4.3.3.6 Ajustement de l'ANR brut

L'observation des cours des sociétés holding cotées fait apparaître, dans leur immense majorité, une décote très significative par rapport à leur ANR. Cette décote s'appliquant en cas de participations dans des sociétés opérationnelles cotées et donc liquides, elle s'applique d'autant plus aux participations dans des sociétés non cotées (risque d'illiquidité).

Les principaux facteurs justifiant l'observation de ces décotes de holding sont l'opacité et la complexité de la structure, l'illiquidité des titres, le risque et le coût de la dette, la faible rotation des actifs, les frais de fonctionnement, les frottements fiscaux et dans le cas de participation minoritaire dans une société holding, l'absence de contrôle de l'actionnaire sur la politique d'acquisition/cession d'actifs et de distribution de dividendes. Parmi ces critères, la relative illiquidité des titres, les frais de fonctionnement et les frottements fiscaux sont applicables à IDSUD SA et quantifiables. Par parallélisme des formes avec notre rapport de juin 2024, nous présentons deux approches de l'ANR :

- **L'approche 1** : Dans laquelle nous avons appliqué à l'ANR brut d'IDSUD une décote de holding forfaitaire dans une fourchette de 25 % à 35 % (valeur centrale 30 %), basée sur le niveau de décote observé sur un échantillon de holding cotées¹⁹, et cohérente avec la fourchette appliquée par l'administration fiscale française dans ce cas de figure²⁰. Cette dernière se situe dans le bas de la fourchette historique des décotes de holding observées sur notre échantillon de référence qui, au cours des 10 dernières années, ont évolué entre 25 % et 38 % (cf. annexe 8.6.2), pour une décote moyenne de 31,8 % (intervalle de confiance statistique à 95 % compris entre 21 % et 44 %) et une décote moyenne « spot » observée à fin juin 2024 de 35 % (intervalle statistique compris entre 28 % et 43 %, cf. annexe 8.6.1). Compte tenu du contexte du retrait obligatoire qui sera mis en œuvre à l'issue de l'Opération, nous ne présentons cette approche qu'à titre indicatif.
- **L'approche 2** : Dans laquelle nous avons remplacé la décote forfaitaire par ses facteurs quantifiables dans la liste évoquée supra. Nous avons ainsi tenu compte de :
 - la fiscalité sur les plus-values latentes pour les participations d'IDSUD SA aux taux en vigueur (soit une quote-part de frais et charges de 12 % appliquée au taux d'impôt sur les sociétés de droit commun). Le taux ainsi appliqué est très favorable à l'actionnaire minoritaire, le dividendes FDJ perçus par IDSUD étant taxé au taux marginal de l'impôt sur les sociétés²¹ de 25 %.
 - des frais fonctionnement de la holding non refacturés à ses filiales et complétés d'un loyer de marché, pour compenser la prise en compte de la valeur de l'immeuble marseillais dans l'actif net

¹⁸ Également issu du rapport Galtier.

¹⁹ Décotes observées sur un échantillon de 17 sociétés holding cotées en France, en Belgique, en Italie, au Luxembourg et en Suisse, dont le détail présenté en annexe 8.6.

²⁰ Cf. « L'évaluation des entreprises et de titres de sociétés », publié en 2006 par la Direction générale des finances publiques.

²¹ Compte tenu du faible pourcentage du capital FDJ détenu, IDSUD ne peut pas bénéficier du régime mère-fille mais seulement du régime des plus-values long terme qui ouvre droit à un régime de faveur s'agissant des plus-values de cession qui n'est pas applicable aux dividendes. Dans ce contexte nous avons retenu une option très favorable à l'actionnaire minoritaire en

réévalué d'IDSUD SA, capitalisés à l'infini (le détail du taux de capitalisation et de la détermination des frais de fonctionnement récurrents est présenté en annexes **Erreur ! Source du renvoi introuvable.**).

- Au titre de cette approche, nous aurions également pu tenir compte d'une double décote d'illiquidité :
 - au niveau des titres FDJ, pour tenir compte du fait que l'actionnaire minoritaire d'IDSUD n'a aucune maîtrise sur la gestion de la participation et sur la remontée de dividendes ;
 - au niveau des titres IDSUD eux-mêmes, compte tenu des faibles volumes échangés et de l'étroitesse du flottant.
 - Compte tenu de la difficulté que représente leur quantification et du retrait de la cote qui sera mis en œuvre à l'issue de l'OPAS, nous avons fait le choix de ne pas appliquer ces décotes, option favorable à l'actionnaire minoritaire justifiée par le fait que celui-ci n'aura pas la possibilité de de conserver ses droits sociaux dans IDSUD à l'issue de l'opération.

considérant que l'essentiel des revenus futur représenté par le cours de bourse seront constitués de plus-values de cession taxées à 3 % et non pas de dividendes taxés à 25 %.

4.3.3.7 Actif net réévalué IDSUD : synthèse des résultats

Valeur centrale :

L'actif net comptable issu des comptes sociaux d'IDSUD à fin juin 2024, corrigé des opérations sur le capital survenue depuis et de l'étalement des dividendes FDJ sur l'exercice et augmenté des plus-values latentes induites par les valeurs centrales de chacun des actifs détenus par le groupe, valorise l'actif net réévalué brut d'IDSUD SA à 93,2 m€ dans l'approche 1, et 90,2 m€ dans l'approche 2 (après fiscalisation des plus-values latentes), soit des valeurs après décote ou prise en compte des frais de fonctionnement capitalisés de respectivement 65,2 m€ et 67,7 m€.

IDSUD SA ANR - valeur centrale k€	Nb de titres détenus	Valeur unitaire	Valeur Réévaluée	Prix de revient	Plus value/ (Moins value)	ANR (approche 1)	Taux IS	IS	ANR (approche 2)
ActifNet Comptable (30/06/2024)				8 592		8 592			8 592
Réduction de capital suite à l'OPRA de juillet 2024				(1 394)		(1 394)			(1 394)
Correction de la trésorerie suite à l'OPRA				(219)		(219)			(219)
Annulation du PCA pour dividendes Fdj, net d'IS				1 868		1 868			1 868
Titres de participations :									
Française des jeux	2 171 094	36.2 €	78 627	435	78 192	78 192	(3.1)%	(2 423)	75 769
IDSUD Energies			5 057	4 000	1 057	1 057	(3.0)%	(32)	1 026
IDSUD Voyages			2 440	760	1 680	1 680	(3.0)%	(50)	1 630
Autres actifs financiers									
E.T Diffusion (TIAP)	256	2 755.1 €	705	405	300	300	(25.0)%	(75)	225
Autres actifs financiers à la VNC			163	163	-	-	-	-	-
Actifs d'exploitation IDSUD SA :									
Activité change/métaux précieux			2 206	782	1 424	1 424	(3.0)%	(43)	1 381
Immobilier			3 300	887	2 413	2 413	(25.0)%	(603)	1 809
Economies de frais de cotation				-	239	239	(25.0)%	(60)	179
Coûts d'opération					(943)	(943)	(25.0)%	236	(707)
Total brut				16 279		93 209			90 159
Soit par action						252.21 €			243.95 €
Décote de holding						(30)%			-
Coûts de holding capitalisés						-			(29 877)
Economie fiscale						-			7 469
Total						65 246			67 751
Soit par action						176.55 €			183.32 €
Prime offerte						9.1 %			5.0 %

Ces deux scénarios valorisent le titre IDSUD dans une fourchette comprise entre 176,6 € (approche 1 présentée à titre indicatif), et 183,3 € (approche 2) sur lesquelles le prix d'Offre extériorise une prime comprise entre 5,1 % et 9,1 %.

Fourchette haute :

En fourchette haute, les valeurs par action IDSUD SA ressortent dans une fourchette de 205,0 € (approche 1) et 207,0 € (approche 2).

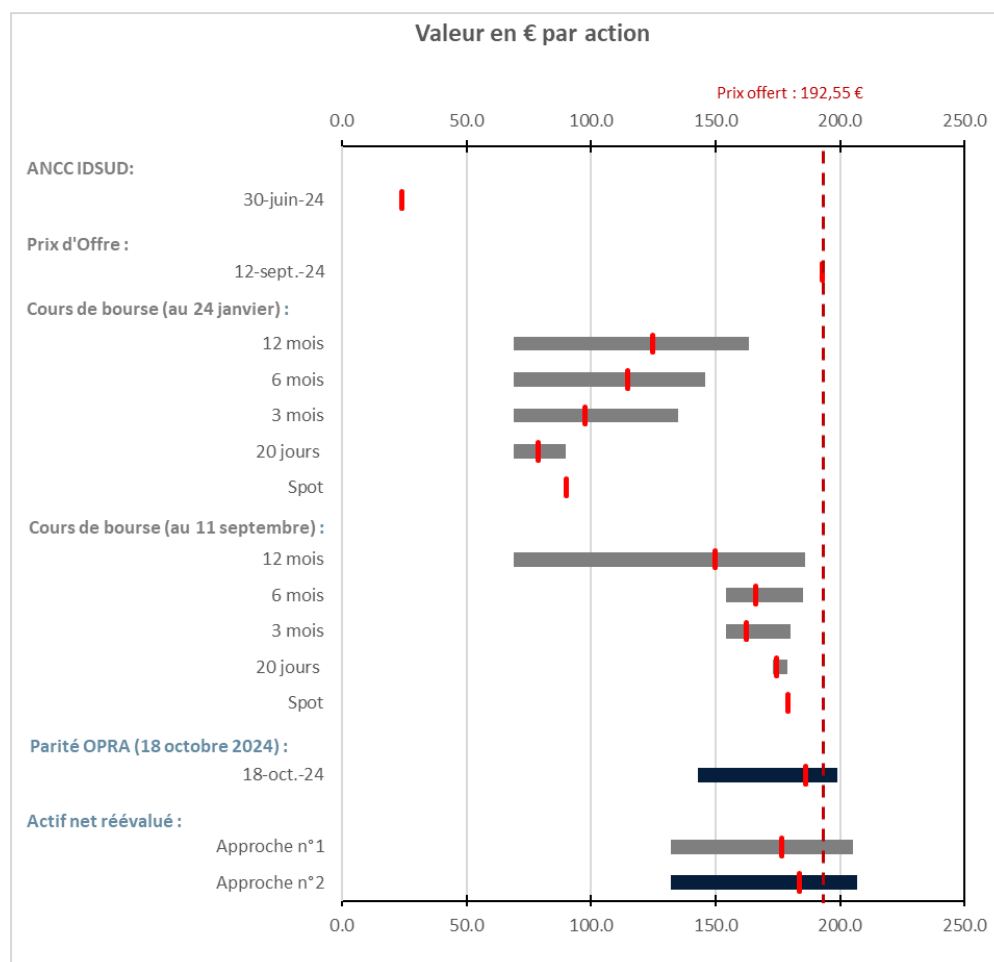
IDSUD SA ANR - fourchette haute k€	Nb de titres détenus	Valeur unitaire	Valeur Réévaluée	Prix de revient	Plus value/ (Moins value)	ANR (approche 1)	Taux IS	IS	ANR (approche 2)
ActifNet Comptable (31/12/2023)				8 592		8 592			8 592
Réduction de capital suite à l'OPRA de juillet 2024				(1 394)		(1 394)			(1 394)
Correction de la trésorerie suite à l'OPRA				(219)		(219)			(219)
Annulation du PCA pour dividendes Fdj, net d'IS				1 868		1 868			1 868
Titres de participations :									
Française des jeux	2 171 094	39.5 €	85 671	435	85 236	85 236	(3.1)%	(2 641)	82 595
IDSUD Energies			5 562	4 000	1 562	1 562	(3.0)%	(47)	1 515
IDSUD Voyages			2 579	760	1 819	1 819	(3.0)%	(55)	1 764
TIAP :									
E.T Diffusion (TIAP)	256	2 755.1 €	705	405	300	300	(25.0)%	(75)	225
Autres actifs financiers à la VNC			163	163	-	-	-	-	-
Actifs d'exploitation IDSUD SA :									
Activité change/métaux précieux			2 321	782	1 539	1 539	(3.0)%	(46)	1 493
Immobilier			3 300	887	2 413	2 413	(25.0)%	(603)	1 809
Economie de frais de cotation (net d'impôt)				-	239	239	(25.0)%	(60)	179
Coûts d'opération					(943)	(943)	(25.0)%	236	(707)
Total brut				16 279		101 012			97 721
Soit par action						273.32 €			264.42 €
Décote de holding						(25)%			-
Coûts de holding capitalisés						-			(28 296)
Economie fiscale						-			7 074
Total						75 759			76 499
Soit par action						204.99 €			206.99 €
Prime offerte						(2.9)%			(3.8)%

Fourchette basse :

En fourchette basse, les valeurs par action IDSUD SA ressortent dans une fourchette comprise entre 132,0 € (approche 1) et 132,1 € (approche 2).

IDSUD SA									
ANR - fourchette basse k€	Nb de titres détenus	Valeur unitaire	Valeur Réévaluée	Prix de revient	Plus value/ (Moins value)	ANR (approche 1)	Taux IS	IS	ANR (approche 2)
ActifNet Comptable (31/12/2023)				8 592		8 592			8 592
Réduction de capital suite à l'OPRA de juillet 2024				(1 394)		(1 394)			(1 394)
Correction de la trésorerie suite à l'OPRA				(219)		(219)			(219)
Annulation du PCA pour dividendes Fdj, net d'IS				1 868		1 868			1 868
Titres de participations :									
Française des jeux	2 171 094	28.2 €	61 225	435	60 790	60 790	(3.1)%	(1 884)	58 906
IDSUD Energies			4 543	4 000	543	543	(3.0)%	(16)	527
IDSUD Voyages			2 318	760	1 558	1 558	(3.0)%	(47)	1 511
TIAP :									
E.T Diffusion (TIAP)	256	2 755.1 €	705	405	300	300	(25.0)%	(75)	225
Autres actifs financiers à la VNC			163	163	-	-	-	-	-
Actifs d'exploitation IDSUD SA :									
Activité change/métaux précieux			2 102	782	1 320	1 320	(3.0)%	(40)	1 280
Immobilier			3 300	887	2 413	2 413	(25.0)%	(603)	1 809
Economie de frais de cotation (net d'impôt)				-	239	239	(25.0)%	(60)	179
Coûts d'opération					(943)	(943)	(25.0)%	236	(707)
Total brut				16 279		75 066			72 577
Soit par action						203.12 €			196.38 €
Décote de holding						(35)%			-
Coûts de holding capitalisés						-			(31 639)
Economie fiscale						-			7 910
Total						48 793			48 848
Soit par action						132.03 €			132.18 €
Prime offerte						8.1%			8.0%

Synthèse des fourchettes de valorisation



5 | ANALYSE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR

Conformément à l'instruction 2006-08 du 28 septembre 2006 modifiée le 10 février 2020, nous avons conduit une analyse des travaux d'évaluation réalisés par Hottinguer Corporate Finance (ci-après, la « Banque » ou l'« Évaluateur ») présentés dans la partie « Éléments d'appréciation du prix d'Offre » de la note d'information.

Les fourchettes de valeurs auxquelles l'Évaluateur et nous-mêmes aboutissons en fonction des références et méthodes d'évaluation utilisées, étant précisé que nous ne retenons pas le cours de bourse comme approche principale d'évaluation, sont synthétisées dans le tableau ci-dessous :

Méthodes/Référence		Valeur (en € par action IDSUD SA)					
		Hottinguer			BM&A		
		basse	centrale	haute	basse	centrale	haute
Cours de bourse IDSUD (au 11 septembre 2024)	36 mois	n.a.	n.a.	n.a.	69.0 €	155.8 €	195.0 €
	24 mois	n.a.	n.a.	n.a.	69.0 €	148.4 €	186.0 €
	12 mois	69.0 €	149.9 €	186.0 €	69.0 €	149.6 €	186.0 €
	6 mois	n.a.	166.6 €	n.a.	154.0 €	166.0 €	185.0 €
	3 mois	n.a.	162.8 €	n.a.	154.0 €	162.2 €	180.0 €
	20 jours	n.a.	174.4 €	n.a.	173.0 €	174.1 €	179.0 €
	Spot	n.a.	179.0 €	n.a.	179.0 €	179.0 €	179.0 €
ANR IDSUD ⁽¹⁾	Approche n°1	176.6 €	180.4 €	184.5 €	132.0 €	176.5 €	205.0 €
	Approche n°2				132.2 €	183.3 €	207.0 €

(1) Valeurs calculées à partir d'un cours FDJ au 11 septembre pour Hottinguer et au 18 octobre pour BM&A

5.1 Comparaison des méthodes et des références d'évaluation écartées

5.1.1 Actif net comptable

Nous rejoignons la Banque sur l'absence de pertinence de cette méthode pour évaluer une société en continuité d'exploitation. Même si la méthode peut être envisagée dans le cas d'évaluation de sociétés holding, un actif net réévalué lui est préférable dans tous les cas de figure, et spécialement au cas d'espèce, l'essentiel de la valeur reposant sur une participation acquise il y a presque 50 ans.

5.1.2 Actualisation de dividendes

Nous rejoignons également l'Évaluateur sur l'absence de pertinence de cette méthode pour évaluer IDSUD, en relevant que la Société ne verse pas de dividendes de manière régulière.

5.1.3 Actualisation de flux de trésorerie (pour évaluer IDSUD dans sa globalité)

Comme la Banque, nous considérons la méthode inadaptée pour évaluer une société holding détenant des actifs diversifiés. Comme l'Évaluateur, nous avons toutefois mis en œuvre la méthode pour réévaluer les actifs individuels d'IDSUD dans le cadre de la méthode de l'ANR (cf. infra).

5.1.4 Approches analogiques (pour évaluer IDSUD dans sa globalité)

Comme nous, la Banque observe la difficulté à réunir des échantillons sociétés cotées et/ou de transactions comparables à IDSUD.

Bien qu'elle présente des références à titre indicatif, la Banque écarte également ce type d'approche pour réévaluer les actifs individuels détenus par IDSUD compte tenu de l'absence de sociétés cotées et de transactions comparables. Nous rejoignons la Banque sur le manque de pertinence des références disponibles (transactions ou comparables cotés) compte tenu des activités de niche développées par la Société. Nous avons toutefois mis en œuvre l'approche

de multiples de comparables cotés pour réévaluer IDSUD Energies, IDSUD Voyages et l'activité Change / Métaux précieux, à titre de recoupement.

5.1.5 Objectifs de cours des analystes

La Banque constate, comme nous, l'absence de suivi des analystes financiers.

5.2 Comparaison des méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif

5.2.1 Référence au cours de bourse

La Banque ne présente la référence au cours de bourse qu'à titre indicatif compte tenu de l'absence de liquidité du marché du titre IDSUD, notamment depuis l'assèchement du flottant à la suite de l'OPRA de juin 2024. Nous parvenons à la même conclusion.

Les références de cours présentées dans les éléments d'appréciations du prix de l'Offre diffèrent très légèrement de celles que nous reprenons dans nos travaux, pour des raisons purement méthodologiques, la Banque présentant des cours journaliers moyens pondérés par les volumes là où nous avons préféré présenter des cours de clôture pondérés par les volumes.

5.3 Comparaison des méthodes d'évaluation retenues à titre principal

5.3.1 Référence à une opération significative sur le capital de la Société

Compte tenu de son succès auprès des actionnaires minoritaires de la Société et des engagements pris par l'Initiateur lors de lancement de l'Opération, la Banque retient la référence à la parité d'échange proposée dans le cadre de l'OPRA de juin 2024 pour apprécier le prix de l'Offre.

Pour les mêmes raisons nous considérons cette référence de valeur comme pertinente et la présentons parmi les méthodes et références retenues à titre principal.

5.3.2 Actif net réévalué IDSUD

Comme nous et compte tenu du profil de la société évaluée, la Banque retient la méthode de l'actif net réévalué (ANR) à titre principal. Elle aboutit à des résultats légèrement inférieurs aux nôtres (valeur de l'action IDSUD évaluée à 180,4 € contre 183,3 € dans nos travaux), la différence résultant principalement d'un cours de référence relevé au 11 septembre pour l'action FDJ chez la Banque et des modalités de mise en œuvre retenues par l'Évaluateur, lesquelles diffèrent de celles que nous avons adoptées.

5.3.2.1 Construction de l'ANR

La Banque met en œuvre une approche méthodologique de l'ANR identique à celle retenue pour l'OPRA. Cette approche, qui consiste à additionner la valeur réévaluée des actifs détenus par IDSUD avant de déduire une position financière nette, nous paraît plus proche dans son principe d'une « somme des parties » que d'un ANR au sens propre du terme, qui consiste à évaluer chacune des structures juridiques du Groupe en s'appuyant sur ses comptes statutaires.

Au cas d'espèce, cette différence méthodologique n'a que peu d'impact sur le résultat de l'évaluation, l'approche retenue par la Banque la conduisant seulement à négliger un BFR positif non matériel de 218 k€²² constaté dans les comptes IDSUD SA à fin juin 2024.

²² Après retraitement de la quote-part du dividende FDJ perçus en mai étalée sur le second semestre.

5.3.2.2 Réévaluation de la participation FDJ

Comme nous, la Banque a fait le choix de réévaluer la participation détenue par IDSUD dans FDJ à partir de son cours de bourse. Nos travaux diffèrent toutefois sur la date retenue pour relever le cours de l'action FDJ (11 septembre 2024, veille de l'annonce du dépôt de l'Offre pour la Banque et 18 octobre 2024 dans le cas de nos travaux).

De la même façon, la Banque rationalise ensuite le cours de bourse utilisé au regard des objectifs de cours publiés par les analystes financiers suivant la valeur et constate que le cours retenu est inférieur à la médiane des prévisions. Nous avons réalisé une analyse similaire intégrant des objectifs mis à jour au 18 octobre 2024 et aboutissons à un objectif de cours dans une fourchette comprise entre 36 € et 45 € pour un niveau médian de 39 €.

Les raisons des écarts entre le cours de bourse retenu et les objectifs des analystes sont expliquées par la Banque (les objectifs de cours reflètent une valeur future de l'action²³), opinion que nous partageons et que nous complétons par le fait que ces objectifs de cours ne tiennent que partiellement compte des projets du gouvernement français concernant la taxation des jeux d'argents annoncés le 3 octobre 2024.

5.3.2.3 Réévaluation de la participation IDSUD Energies

Comme nous, la Banque met comme nous en œuvre une approche par l'actualisation de flux de trésorerie d'exploitation disponibles (*DCF to the firm*), s'appuyant sur les prévisions avant inflation préparée par le management dans le cadre de l'OPRA. Nous relevons toutefois les différences méthodologiques suivantes dans la mise en œuvre de la méthode :

- La Banque n'a pas prolongé le plan préparé par le management, pour tenir compte du fait que le management n'a pas de visibilité au-delà de 2027, date à laquelle il estime qu'il aura atteint un niveau proche de la pleine capacité du contrat Kourbe. L'impact de cette différence méthodologique est atténué par le taux de croissance à l'infini élevé retenu par la Banque (5%), qui permet de capter dans ce paramètre une partie de la croissance non modélisée au-delà du plan.
- L'Évaluateur n'a pas différencié les deux principales activités de la société (EPC distribution pour le compte de Kehua) et leur a affecté un coefficient de risque identique.
- La Banque a mis en œuvre son DCF sur des flux consolidants ceux de la société DRS, récemment acquise, alors que nous avons fait le choix de traiter ceux-ci séparément et de réintégrer la valeur de l'acquisition comme un actif financier dans les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres d'IDSUD Energies.
- La Banque considère que la totalité des déficits accumulés par la société seront apurés sur l'horizon fini du plan d'affaires et n'a donc pas eu à les retraiter séparément dans les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres comme nous l'avons fait.
- L'Évaluateur retient une actualisation des flux à mi-année qui, compte tenu de la façon dont le rendement marché a été estimé²⁴, conduit à avoir un impact positif sur la valeur ressortant de ses travaux.

Taux d'actualisation

S'agissant du taux d'actualisation, si l'Évaluateur retient des sources équivalentes aux nôtres²⁵, nous relevons les différences méthodologiques suivantes :

- La Banque arrête ses travaux au 30 juillet 2024 (lissage 6 mois) là où nous avons retenu des données au 30 septembre 2024 (lissage 3 mois).

²³ Explication que nous complétons par le fait que la totalité des analystes produisant ces objectifs sont « *sell-side* », ce qui introduit un biais optimiste largement documenté par la littérature académique dans leurs prévisions.

²⁴ Les taux Fairness Finance étant appréciés en retenant une hypothèse simplificatrice d'actualisation des flux à fin d'année.

²⁵ Base de données Fairness Finance.

- La Banque applique une méthodologie de construction du taux classique contrairement à notre approche qui retient celle proposée par Fairness Finance.
- La Banque retient un levier financier cible nul là où nous avons retenu une moyenne sectorielle.
- La Banque ne retient qu'un seul taux d'actualisation pour les deux activités et assoit son coefficient bêta sur le bêta sectoriel publié par Fairness Finance pour le secteur GICS « équipements électriques » là où nous retenons les bêtas observés sur deux échantillons constitués pour chacune des activités, ce qui nous amène à actualiser les flux sur la base d'un taux pondéré.

Appréciation du taux d'actualisation	Hottinguer	BM&A		
	30/07/2024	30/09/2024		
		Consolidé	EPC	Kehua
Estimation du bêta anticipé :				
Bêta avec levier	1,11		1,69	1,27
TRI implicite <i>ex-ante</i> du marché	9,0 %		9,2 %	9,2 %
Taux sans risque (10 ans)	2,8 %		2,6 %	2,6 %
Prime de risque actions	6,2 %		6,6 %	6,6 %
Prime MEDAF x bêta	6,9 %		7,4 %	5,5 %
Biais large caps	-		2,2 %	2,2 %
Prime de taille	5,6 %		5,4 %	5,4 %
Prime spécifiques	2,0 %		1,9 %	-
Coût des fonds propres	17,3 %	17,0 %	19,5 %	15,7 %
Taux sans risque	n.a.		2,3 %	2,3 %
Spread de crédit	n.a.		5,9 %	2,4 %
Coût de la dette avant IS : kd	5,0 %	5,9 %	8,2 %	4,7 %
Taux d'imposition marginal	25,0 %		25,0 %	25,0 %
Coût de la dette après IS	3,8 %		6,2 %	3,5 %
Levier cible en valeur d'entreprise	-		11,4 %	8,2 %
Coût moyen pondéré du capital	17,3 %	15,8 %	18,0 %	14,7 %
Inflation cible EUR	n.a.		1,9 %	1,9 %
Inflation cible locale	n.a.		1,7 %	1,7 %
Coût moyen pondéré du capital ajusté	17,3 %	15,6 %	17,7 %	14,5 %

S'agissant du taux de croissance terminal, la Banque retient un taux élevé de 5 % qui reflète les bonnes perspectives du secteur et le manque de maturité du business model d'IDSUD Energies là où, grâce à l'extrapolation du plan d'affaires, nous avons pu aligner la croissance terminale sur l'inflation attendue en France à moyen terme (1,7 %).

Éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres :

En l'absence de palier de consolidation au niveau IDSUD Energies et d'arrêt semestriel, le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres a dû être estimé à partir comptes sociaux de la structure et de ses filiales à fin décembre 2023. Dans ce contexte nous relevons des écarts non significatifs entre le montant retenu par l'Évaluateur et le nôtre lié au fait que la Banque a assis ses travaux sur les seuls comptes d'IDSUD Energies là où nous avons également cherché à tenir compte de la structure financière des filiales.

Comparaison des résultats de l'approche :

IDSUD Energies Valeur des capitaux propres DCF (m€)	Hottinguer	BM&A	
		Energies	DRS
Valeur présente des flux de trésorerie	0.3	1.1	0.3
Valeur présente de la valeur terminale	5.0	2.6	0.4
Valeur d'entreprise	5.3	3.7	0.7
Position financière nette	0.1	0.2	0.0
Autres éléments	-	(0.4)	-
Valeur des déficits reportables	-	0.8	-
Valeur de DRS		0.7	
Valeur des capitaux propres	5.4	5.1	0.7

5.3.2.4 Réévaluation de la participation IDSUD Voyages

Comme pour IDSUD Energies, la Banque met en œuvre une approche par l'actualisation de flux de trésorerie d'exploitation disponibles (*DCF to the firm*), s'appuyant sur des prévisions du management identiques à celles que

nous avons utilisées. L'Évaluateur ayant ici extrapolé à 2030 les flux du plan du management, les différences méthodologiques entre ses travaux et les nôtres sont plus minimes :

- L'Évaluateur a travaillé sur le plan d'affaires consolidés de l'activité Voyages alors que nous avons préféré évaluer les entités américaines et françaises séparément.
- Comme pour IDSUD Energies, l'Évaluateur retient une actualisation des flux à mi-année qui, compte tenu de la façon dont le rendement marché a été estimé, conduit à avoir un impact positif sur la valeur ressortant de ses travaux.

Taux d'actualisation

S'agissant du taux d'actualisation, si l'Évaluateur retient des sources équivalentes aux nôtres²⁶, nous relevons les différences méthodologiques suivantes :

- La Banque arrête ses travaux au 30 juillet 2024 (lissage 6 mois) là où nous avons retenu des données au 30 septembre 2024 (lissage 3 mois).
- La Banque applique une méthodologie de construction du taux classique contrairement à notre approche qui retient celle proposée par Fairness Finance.
- La Banque ne retient qu'un seul taux d'actualisation pour les deux structures et assoit son coefficient bêta sur le bêta sectoriel publié par Fairness Finance pour le secteur GICS « Hôtellerie, Restaurants & Loisirs » là où nous retenons les bêtas observés l'échantillon de sociétés cotées retenu pour mettre en œuvre l'approche par les comparables boursiers.

Appréciation du taux d'actualisation	Hottinguer	BM&A	
	30/07/2024	30/09/2024	
		France	USA
Estimation du bêta anticipé :			
Bêta avec levier	0,81	1,25	1,25
implicite <i>ex-ante</i> du marché	9,0 %	9,2 %	7,6 %
Taux sans risque (10 ans)	2,8 %	2,6 %	4,0 %
Prime de risque actions	6,2 %	6,6 %	3,6 %
Prime MEDAF x bêta	5,0 %	5,4 %	0,8 %
Biais large caps	-	2,2 %	3,0 %
Prime de taille	5,6 %	4,4 %	5,1 %
Prime spécifiques	-	-	-
Coût des fonds propres	13,4 %	14,7 %	12,9 %
Taux sans risque	n.a.	2,3 %	3,5 %
Spread de crédit	n.a.	2,7 %	2,4 %
Coût de la dette avant IS : kd	5,0 %	5,1 %	5,9 %
Taux d'imposition marginal	25,0 %	25,0 %	27,0 %
Coût de la dette après IS	3,8 %	3,8 %	4,3 %
Levier cible en valeur d'entreprise	-	(6,9)%	(6,9)%
Coût moyen pondéré du capital	13,4 %	14,7 %	12,9 %
Inflation cible EUR	n.a.	1,9 %	2,1 %
Inflation cible locale	n.a.	1,7 %	2,1 %
Coût moyen pondéré du capital ajusté	13,4 %	14,4 %	12,9 %

S'agissant du taux de croissance terminal, la Banque retient un taux de 2 % proche des niveaux de 1,7 % et de 2,1 % retenu dans nos travaux pour la France et les États-Unis.

Éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres :

Comme pour IDSUD Energies, le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres a dû être estimé à partir comptes sociaux de la structure et de sa filiale à fin décembre 2023. Dans ce contexte nous relevons des écarts non significatifs entre le montant retenu par l'Évaluateur et le nôtre lié au fait que la Banque a assis ses travaux sur les seuls comptes d'IDSUD Voyages là où nous avons également cherché à tenir compte de la structure financière de sa filiale.

²⁶ Base de données Fairness Finance.

Comparaison des résultats de l'approche :

IDSUD Voyages	Hottinguer (en m€)	BM&A	
		France (m€)	USA (m\$)
Valeur des capitaux propres DCF			
Valeur présente des flux de trésorerie	1.0	0.2	0.6
Valeur présente de la valeur terminale	1.1	0.4	1.1
Valeur d'entreprise	2.0	0.7	1.7
Position financière nette	0.3	0.3	-
Autres éléments	-	(0.0)	-
Valeur en m€ de T4EX ⁽¹⁾	-	1.5	-
Valeur des capitaux propres	2.3	2.4	1.7

(1) La valeur de T4EX reprise pour la France a été convertie à taux de 1,11 \$/€

5.3.2.5 Réévaluation de l'activité Change touristique et Métaux précieux

Comme pour IDSUD Energies et IDSUD Voyages, la Banque met en œuvre une approche par l'actualisation de flux de trésorerie d'exploitation disponibles (*DCF to the firm*), s'appuyant sur des prévisions du management identiques à celles que nous avons utilisées. L'Évaluateur ayant également extrapolé jusqu'à 2030 les flux du plan du management, les différences méthodologiques entre ses travaux et les nôtres sont limitées l'actualisation des flux à mi-année évoquée supra et à l'utilisation du bêta sectoriel publié par Fairness Finance pour le secteur GICS « Services financiers diversifiés » là où nous avons retenu le bêta des comparables boursiers.

Taux d'actualisation

S'agissant du taux d'actualisation, si l'Évaluateur retient des sources équivalentes aux nôtres²⁷, nous relevons les différences méthodologiques suivantes :

- La Banque arrête ses travaux au 30 juillet 2024 (lissage 6 mois) là où nous avons retenu des données au 30 septembre 2024 (lissage 3 mois).
- La Banque applique une méthodologie de construction du taux classique contrairement à notre approche qui retient celle proposée par Fairness Finance.

Appréciation du taux d'actualisation	Hottinguer	BM&A
	30/07/2024	30/09/2024
Estimation du bêta anticipé :		
Bêta avec levier	1,09	1,17
implicite <i>ex-ante</i> du marché	9,0 %	9,2 %
Taux sans risque (10 ans)	2,8 %	2,6 %
Prime de risque actions	6,2 %	6,6 %
Prime MEDAF x bêta	6,8 %	5,1 %
Biais large caps	-	2,2 %
Prime de taille	5,6 %	5,1 %
Prime spécifiques	-	-
Coût des fonds propres	15,1 %	15,1 %
Taux sans risque	n.a.	2,3 %
Spread de crédit	n.a.	3,7 %
Coût de la dette avant IS : kd	5,0 %	6,0 %
Taux d'imposition marginal	25,0 %	25,0 %
Coût de la dette après IS	3,8 %	4,5 %
Levier cible en valeur d'entreprise	-	-
Coût moyen pondéré du capital	15,1 %	15,1 %
Inflation cible EUR	n.a.	1,9 %
Inflation cible locale	n.a.	1,7 %
Coût moyen pondéré du capital ajusté	15,1 %	14,8 %

S'agissant du taux de croissance terminal, la Banque retient un taux de 2 % proche des niveaux de 1,7 % et de 2,1 % retenu dans nos travaux pour la France et les États-Unis.

²⁷ Base de données Fairness Finance.

Éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres :

L'activité étant un actif d'exploitation au sein du bilan social d'IDSUD SA, il n'est pas nécessaire d'estimer des éléments de passages.

Comparaison des résultats de l'approche :

Change touristique / Métaux précieux Valeur des capitaux propres DCF (m€)	Hottinguer	BM&A
Valeur présente des flux de trésorerie	1,1	1,2
Valeur présente de la valeur terminale	1,0	1,0
Valeur d'entreprise	2,1	2,2
Position financière nette	-	n.a.
Autres éléments	-	n.a.
Valeur des capitaux propres	2,1	n.a.

5.3.2.6 Réévaluation des autres participations non cotées

Compte tenu de leur ancienneté, des difficultés rencontrées par ces structures ou de la fragilité de leur activité, les autres participations non cotées (ID-Exium, Fes Développement, Résidences Pasteur, ET Diffusion, SBP 1804, Phlox, Veritec, Fuel Links, OPCVM au bilan) ont été retenue à valeur nette comptable dans les comptes d'IDSUD SA par la Banque. Nous avons retenu la même approche à l'exception d'ET Diffusion, que nous avons réévaluée sur la base d'une quote-part des capitaux propres comptables ressortant de ses comptes à fin décembre 2023 (valeur identique à celle retenue pour l'OPRA de juin 2024).

5.3.2.7 Réévaluation de l'immeuble situé à Marseille

Comme nous, l'Évaluateur a réévalué l'immeuble marseillais détenu par IDSUD SA à sa valeur vénale à partir des travaux du cabinet Galtier, après prise en compte de l'imposition sur les plus-values latentes. Cette approche, qui s'applique classiquement à un investissement immobilier, est discutable dans le cas d'un actif d'exploitation nécessaire à la génération des flux de trésorerie du Groupe. Dans ce contexte et à la différence de la Banque nous avons également tenu compte d'un flux de loyer théorique issu du même rapport d'évaluation.

5.3.2.8 Prise en compte des frais d'exploitation

La Banque retient une méthode identique à notre approche n°2 pour tenir compte des frais de fonctionnement assumés par IDSUD SA dans la valeur, soit la capitalisation à l'infini d'une d'exploitation normative à taux tenant compte du caractère relativement de stable de ce décaissement.

S'agissant de l'appréciation du flux normatif, la banque appuie son calcul sur le niveau observé dans les comptes statutaires arrêtés au 31 décembre 2023 alors que nous avons retenu une moyenne 2021-2023 ajustée de l'inflation.

Frais d'exploitation normatifs (m€)	Hottinguer 2023	BM&A 2021-2023
Résultat d'exploitation	(2 042.0)	(2 245.3)
Annulation REX Change/Métaux précieux	(245.0)	(141.3)
Réintégration d'une charge de loyer	(113.0)	(109.7)
Autres produits	(282.0)	-
Autres charges	(35.0)	-
Charges non récurrentes	-	157.1
Frais d'exploitation bruts	(2 717.0)	(2 339.1)
Frais d'exploitation ajusté de l'inflation	(2 717.0)	(2 446.1)

Les ajustements appliqués au résultat d'exploitation comptable sont globalement de même nature, à l'exception des retraitements suivants :

- Les autres produits et autres charges retraités par la Banque alors que nous avons considéré que ces produits étaient des charges au niveau de filiales et donc pris en compte au niveau de la valorisation de celles-ci.
- Nous avons corrigé le résultat d'exploitation de charges que nous considérons non récurrentes.

La charge normative est ensuite capitalisée en utilisant la formule de rente à l'infini de Gordon Shapiro utilisant une hypothèse de taux d'actualisation de 10,6 % et de croissance à l'infini de 2 %.

S'agissant du taux d'actualisation, malgré une approche méthodologique différente les écarts ressortent peu significatifs :

Appréciation du taux d'actualisation	Hottinguer	BM&A
	30/07/2024	30/09/2024
Estimation du bêta anticipé :		
Bêta avec levier	0.53	0.68
TRI implicite <i>ex-ante</i> du marché	9.0 %	9.2 %
Taux sans risque (10 ans)	2.8 %	2.6 %
Prime de risque actions	6.2 %	6.6 %
Prime MEDAF x bêta	3.3 %	3.0 %
Biais large caps	-	2.2 %
Prime de taille	4.7 %	3.2 %
Prime spécifiques	-	-
Coût des fonds propres	10.8 %	11.1 %
Taux sans risque	n.a.	2.3 %
Spread de crédit	n.a.	2.3 %
Coût de la dette avant IS : kd	5.0 %	4.6 %
Taux d'imposition marginal	25.0 %	25.0 %
Coût de la dette après IS	3.8 %	3.5 %
Levier cible en valeur d'entreprise	2.7 %	7.6 %
Coût moyen pondéré du capital	10.6 %	10.5 %
Inflation cible EUR	n.a.	n.a.
Inflation cible locale	n.a.	n.a.
Coût moyen pondéré du capital ajusté	10.6 %	10.5 %

Nous retenons pour notre part un taux de croissance à l'infini légèrement supérieur à celui retenu par la Banque (2,1 %), aligné sur le taux de croissance moyen annuel des charges de personnel d'IDSUD SA tel qu'observé sur la période 2017-2023.

Compte tenu de ce qui précède la Banque estime l'impact brut des frais d'exploitation du groupe à -31,8 m€, soit -23,8 m€ après déduction de l'économie fiscale afférente. Ce résultat ressort cohérent avec nos travaux qui estiment l'impact brut des frais d'exploitation dans une fourchette comprise entre -28,2 m€ et -31,6 m€.

5.3.2.9 Endettement financier net

Comme détaillé §5.3.2.1, la Banque retient une approche de l'ANR différente de la nôtre qui la conduit à déduire de la valeur réévaluée totale des actifs une situation d'endettement nette consolidée²⁸. L'approche que nous avons mise en œuvre, qui consiste à déterminer la plus-value applicable pour chacun des actifs réévalués et à l'ajouter à l'actif net comptable corrigé d'IDSUD, ne nécessite pas cette étape de calcul. Nous avons toutefois reconstitué les différences qui ressortent des deux approches :

Dette financière nette et ajustements		
m€	Hottinguer	BM&A
Emprunts IDSUD SA	2.5	2.6
+ Trésorerie passive	0.1	0.1
+ Dettes filiales	4.1	4.1
Total emprunts long terme	6.6	6.8
- Trésorerie et équivalents	(6.2)	(6.2)
Total dette nette	0.5	0.6
+ Règlement en numéraire de l'OPRA	0.2	0.2
+ Frais de transaction	0.9	-
- Frais de cotation	-	(0.2)
Total dette nette ajustée	1.7	0.6

²⁸ Source : management.

Les écarts sur les données comptables ressortent peu significatifs. Les ajustements appliqués diffèrent de manière plus significative avec la prise en compte des frais de transaction en ajustement de cette position financière s'agissant de la Banque et la prise en compte d'une économie capitalisée de frais de cotation dans nos travaux.

5.3.2.10 Synthèse des résultats

Actif net réévalué IDSUD									
m€	Hottinguer			BM&A (approche n°1, 20j)			BM&A (approche n°2, 20j)		
	f.basse	v.centrale	f.haute	f.basse	v.centrale	f.haute	f.basse	v.centrale	f.haute
Participation FDJ :									
Valeur brute	80.3	80.3	80.3	61.2	78.6	85.7	61.2	78.6	85.7
Valeur nette	77.8	77.8	77.8	61.2	78.6	85.7	59.3	76.2	83.0
Valeur retenue (A)	77.8	77.8	77.8	61.2	78.6	85.7	59.3	76.2	83.0
ID SUD Energies :									
DCF	6.1	6.7	7.3	4.5	5.1	5.6	4.5	5.0	5.5
Multiples	n.a.	n.a.	n.a.	1.1	5.1	9.1	1.2	5.1	9.0
Valeur retenue (B)	6.1	6.7	7.3	4.5	5.1	5.6	4.5	5.0	5.5
ID SUD Voyages :									
DCF	2.2	2.3	2.4	2.3	2.4	2.6	2.3	2.4	2.5
Multiples	n.a.	n.a.	n.a.	1.7	2.2	2.7	1.6	2.1	2.6
Valeur retenue (C)	2.2	2.3	2.4	2.3	2.4	2.6	2.3	2.4	2.5
Change / métaux précieux :									
DCF	2.0	2.1	2.2	2.1	2.2	2.3	2.1	2.2	2.3
Multiples	n.a.	n.a.	n.a.	1.6	2.1	2.6	1.6	2.0	2.5
Valeur retenue (D)	2.0	2.1	2.2	2.1	2.2	2.3	2.1	2.2	2.3
Immeuble à Marseille :									
Valeur brute	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
Valeur nette	2.7	2.7	2.7	3.3	3.3	3.3	2.7	2.7	2.7
Valeur retenue (E)	2.7	2.7	2.7	3.3	3.3	3.3	2.7	2.7	2.7
Autres éléments :									
E.T Diffusion (TIAP)	0.4	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
Economie de frais de cotation	-	-	-	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Frais de transaction	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
Autres actifs et passifs (VNC)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
Valeur retenue (F)	(1.0)	(1.1)	(1.0)	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
ANR brut (A + B + C + D + E + F)	89.8	90.5	91.4	75.1	93.2	101.0	72.6	90.2	97.7
Décote de holding	-	-	-	(35.0)%	(30.0)%	(25.0)%	-	-	-
Coûts de holding capitalisés (nets d'IS)	(24.6)	(23.8)	(23.2)	-	-	-	(23.7)	(22.4)	(21.2)
ANR net	65.3	66.7	68.2	48.8	65.2	75.8	48.8	67.8	76.5
Nombre d'actions	369 572	369 572	369 572	369 572	369 572	369 572	369 572	369 572	369 572
Valeur par action	176.6 €	180.4 €	184.5 €	132.0 €	176.5 €	205.0 €	132.2 €	183.3 €	207.0 €
Valeur d'un action FDJ	34.44 €	34.44 €	34.44 €	28.20 €	36.22 €	39.46 €	28.20 €	36.22 €	39.46 €
Parité implicite	5.1	5.2	5.4	4.7	4.9	5.2	4.7	5.1	5.2

6 | REPONSE AUX OBSERVATIONS DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES

Comme indiqué §2.4 supra, un actionnaire minoritaire de la Société a adressé à l'AMF un courrier détaillant ses observations quant à la présente Offre, courrier qui nous a été transmis le 9 octobre 2024.

En synthèse, l'actionnaire minoritaire souligne que compte tenu du contexte d'expropriation induit par le retrait obligatoire qui aura lieu mécaniquement à la suite de l'OPAS, l'appréciation de l'équité du prix proposé par l'Initiateur doit retenir le mode de calcul le plus favorable. Il détaille ensuite sa « méthode de calcul » qui le conduit à conclure à une fourchette de valeur significativement supérieure au prix d'Offre, comprise entre 240 € et 276 €.

6.1 Description de l'approche proposée par l'actionnaire minoritaire

L'approche proposée peut se résumer de la manière suivante :

- L'actionnaire minoritaire retient la totalité de la valeur des titres FDJ détenus par IDSUD SA en calculant le nombre de titres FDJ détenus indirectement par chaque titre IDSUD avant d'appliquer ce facteur au cours d'un titre FDJ, soit 38,16 €, pour en extrapoler la valeur de la participation par titre IDSUD à 215,7 €/action IDSUD.
- Il ajoute ensuite à ce montant la quote-part par titre IDSUD des abandons de créances successifs vis à vis d'IDSUD Energies faisant l'objet d'une clause de retour à meilleure fortune, pour un montant total de 16 m€, probabilisé à 50 %, soit 16,8 €/action IDSUD.
- Enfin, il ajoute la quote-part par action IDSUD du dividende FDJ perçu en mai 2024 qui représente, après un *prorata temporis* sur 9 mois, un montant de 7,5 € par action IDSUD.

Pour information, nous avons reproduit les calculs de l'actionnaire minoritaire et comparé son approche à celle de que nous avons mise en œuvre (approche n°2 retenue à titre principal) ci-dessous :

Approche actionnaire minoritaire	Minoritaire	BM&A	Ecart
Nombre d'actions FDJ détenu	2 796 240	2 171 094	(625 146)
Nombre total d'actions IDSUD	494 766	369 572	(125 194)
#actions FDJ / #actions IDSUD	5.65	5.87	0.22
Cours FDJ de référence (€)	38.16	36.22	(1.95)
Valeur brute d'un action IDSUD (€) (A)	215.67	212.75	(2.92)
Retour à meilleure fortune IDSUD Energies (m€)	16.6	5.1	(11.51)
Probabilisation	50 %	100 %	0.50
Valeur totale	8.3	5.1	(3.23)
Prime 1 par action (€) (B)	16.75	13.68	(3.06)
Dividende FDJ par action (€)	1.78	1.78	-
#action détenu par IDSUD au 03/05/2024	2 796 240	2 797 064	824
Dividende total perçu en m€	4.98	4.98	0.00
Dividende par titre IDSUD	10.06	13.47	3.41
Prorata appliqué	9 mois	Aucun	
Prime 2 par action (€) (C)	7.54	13.47	5.93
Autres éléments :			
Valeur autres activités	-	5.2	5.21
Immeuble à Marseille (m€)	-	3.3	3.30
Autres actifs / passifs à la VNC (m€)	-	(2.2)	(2.16)
Fiscalité (m€)	-	(4.3)	(4.30)
Frais d'exploitation (net d'IS, en m€)	-	(22.9)	(22.95)
Total en m€	-	(20.9)	(20.89)
Soit par action IDSUD (€) (D)	-	(56.6)	(56.6)
Total général (A + B + C + D)	240.0	183.3	(56.7)

Cette approche est complétée par une « méthode de calcul avec les ANR des experts BM&A et Banque Hottinguer » qui consiste à appliquer des règles de trois sur la fourchette haute des ANR avant toutes décotes présentées dans

notre rapport de juin 2024 pour en déduire, compte tenu notamment de l'effet relatif de l'OPRA, la valeur de l'action IDSUD, soit 276 €. Compte tenu du caractère à la fois volontariste et approximatif de cette approche, les analyses développées infra se concentreront sur la première approche détaillée supra.

Les principaux écarts entre les travaux de l'actionnaire minoritaire et les nôtres sont les suivants :

- Le nombre d'actions FDJ qu'il retient ne tient pas compte des titres remis en échange des titres IDSUD apportés à l'OPRA. Cette position est toutefois compensée par le fait qu'il ne tient pas non plus compte de la réduction du capital d'IDSUD qui a suivi. Le calcul de l'actionnaire minoritaire conduit à une valeur plus faible des titres IDSUD que celui que nous avons mis en œuvre.
- Les créances abandonnées ayant servi à financer une activité internationale qui a été entièrement réorganisée et réorientée sur le seul marché français depuis, nous considérons que le montant total retenu par l'actionnaire minoritaire au titre du retour à meilleur fortune ne s'appuie plus sur une réalité économique. Nous lui avons préféré l'approche d'évaluation multicritères que nous avons mis en œuvre pour réévaluer IDSUD Energies, sur la base de prévisions produites par son management sur le nouveau périmètre.
- S'agissant du dividende FDJ perçu par IDSUD le 3 mai 2024, nous considérons le prorata appliqué par l'actionnaire minoritaire comme prudent. Le cours FDJ retenu en première étape étant postérieur au détachement du coupon et le dividende ayant été intégralement perçu par IDSUD le 3 mai 2024, nous considérons qu'il doit être pris en compte à 100 % dans la valeur de l'action IDSUD à date, après ajustement de la fiscalité.

Au-delà des éléments évoqués supra qui conduisent à des écarts relativement peu significatifs, la principale différence entre l'approche de l'actionnaire minoritaire et la nôtre tient au contexte de l'évaluation réalisée :

- L'actionnaire minoritaire considère que la valeur doit être appréciée comme si la totalité des actifs étaient liquidés et le boni de liquidation réparti entre les actionnaires d'IDSUD, sans aucun coût de cession, frais ou fiscalité.
- Compte tenu du contexte de l'opération et des annonces du management d'IDSUD, nous avons évalué IDSUD en continuité d'exploitation, c'est-à-dire en maintenant la stratégie actuelle et, par conséquent, en tenant compte dans la valeur du redressement potentiel des filiales en difficulté mais aussi du risque que ce redressement soit un échec, et des frais induits par l'exploitation du groupe dans son périmètre actuel (cf. « Autres éléments » dans le tableau supra). Notons à cet égard que la continuité des activités du groupe est notamment marquée par la prise de contrôle récente de la société DRS Energie.

6.2 Réponse aux observations de l'actionnaire minoritaire

6.2.1 Sur l'appréciation de l'équité dans le cadre d'un retrait obligatoire

L'argumentation de l'actionnaire minoritaire repose principalement sur le fait que, l'Initiateur détenant déjà plus de 90 % du capital d'IDSUD, l'Offre fera automatiquement l'objet d'un retrait obligatoire si celle-ci obtient le visa de l'AMF et que, dans ce cadre, la valeur la plus favorable doit être retenue.

Il nous paraît important de rappeler que l'Initiateur a franchi le seuil des 90 % du capital à la suite d'une OPRA, ouverte du 28 juin au 17 juillet 2024 qui (i) a obtenu le visa de l'AMF et, (ii) a rencontré un très net succès²⁹ auprès des actionnaires d'IDSUD alors que ceux-ci étaient déjà informés du dépôt futur de l'OPAS ainsi que de la formule qui permettrait d'en fixer le prix. Nous pouvons donc affirmer que l'essentiel des acteurs³⁰ partie à l'OPRA ont

²⁹ Plus de 90 % des titres visés ont été apportés à l'offre. Ce montant reste élevé à 72 % si nous excluons les titres qui faisaient l'objet d'engagements d'apport.

³⁰ Initiateur, Banquier présentateur, Expert indépendant, collège de l'AMF et, finalement, actionnaires minoritaires de la Société, dans leur immense majorité.

considéré équitables les conditions proposées à l'époque, mais également que la parité de l'OPRA et les conditions d'indemnisation de l'OPAS-RO seraient équivalentes.

Le fait que les conditions de la présente Offre soient strictement alignées dans son principe sur celles de l'OPRA constitue donc, à notre avis, un argument fort pour justifier de l'équité d'un point de vue économique et financier du prix proposé dans le cadre de l'OPAS.

Cet argument peut toutefois être remis en cause si nous considérons la nature juridique de l'opération, compte tenu du retrait obligatoire et donc du mécanisme d'expropriation qui sera mis œuvre à l'issue de celle-ci si elle reçoit l'agrément du collège de l'AMF. Le cadre juridique qui encadre ce mécanisme est défini par l'article L433-4 du Code de commerce, notamment dans ses articles II.1 et II.2 :

« II. – 1. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les modalités selon lesquelles, à l'issue de toute offre publique et dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de cette offre, les titres non présentés par les actionnaires minoritaires, dès lors qu'ils ne représentent pas plus de 10 % du capital et des droits de vote, sont transférés aux actionnaires majoritaires à leur demande, et les détenteurs de ces titres sont indemnisés. »

« II. – 2. Selon les modalités fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, l'indemnisation est égale, par titre, au prix proposé lors de la dernière offre ou, le cas échéant, au résultat de l'évaluation effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs et tient compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité. »

Le Code de commerce n'impose donc pas au régulateur de retenir la valeur « la plus favorable » mais plutôt de vérifier que l'attestation d'équité repose sur des méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actif et qu'elle tient compte « (...) selon une pondération appropriée à chaque cas (...) ».

6.2.2 Sur l'approche mise en œuvre par l'actionnaire minoritaire

L'approche mise en œuvre par l'actionnaire minoritaire repose sur un scénario dans lequel : (i) les actionnaires d'IDSUD pourraient bénéficier de la pleine valeur des titres FDJ détenus par IDSUD sans décote ou frais de cession, (ii) l'activité Energies se redresserait significativement (i.e. pour que la clause de retour à meilleure fortune puisse jouer), (iii) les actionnaires d'IDSUD n'auront pas à assumer les charges de fonctionnement de la société.

Ce scénario repose donc sur des hypothèses contradictoires : percevoir la pleine valeur des titres FDJ détenus sans subir les frais et les risques liés à la détention du reste des actifs implique nécessairement d'être capable de céder l'intégralité du portefeuille et de liquider le groupe pour mettre fin aux frais d'exploitation. Dans ce type de scénario, il paraît impossible de céder dans de bonnes conditions les actifs autres que les titres FDJ, le retour à meilleure fortune pris en compte par l'actionnaire minoritaire ne pourrait donc pas être réalisé.

Nous ajouterons que ce scénario « liquidatif » n'a pas été pris en compte dans nos travaux d'évaluation, ou qu'il a été affecté d'une probabilité nulle pour reprendre la présentation de l'article L433-4 du Code du commerce, car il n'est absolument pas envisagé par le management qui, au contraire, vient de procéder à une nouvelle acquisition dans le domaine de l'énergie.

Pour répondre aux observations de l'actionnaire minoritaire, nous nous sommes toutefois livrés à un exercice de « finance fiction » en estimant la valeur d'IDSUD en approche liquidative. Le scénario ainsi développé consiste à céder le plus rapidement possible la participation dans FDJ tout en fermant toutes les autres activités du groupe pour mettre fin aux frais d'exploitation.

6.2.2.1 Etape 1 : cession des titres FDJ

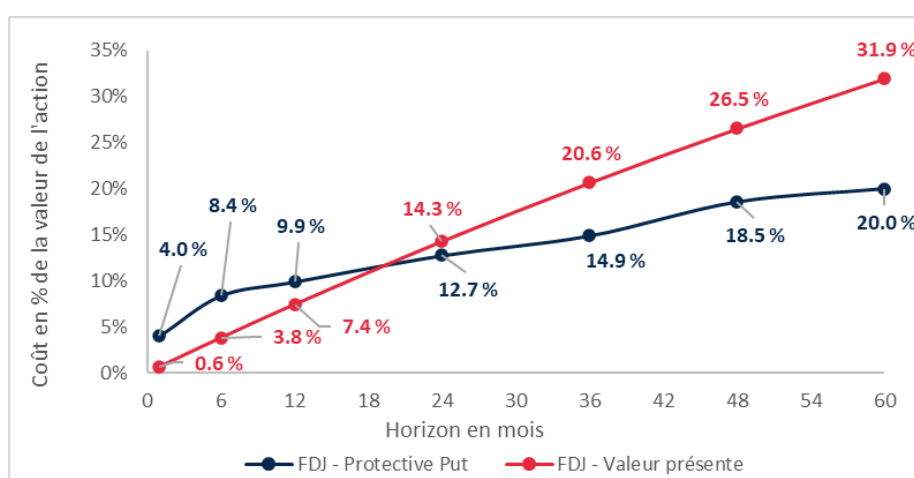
Comme détaillé §4.3.3.1 supra, le marché du titre FDJ est profond et liquide. Avec 2 171 094 titres, la participation détenue par IDSUD reste toutefois significative au regard des 175 434 titres échangés en moyenne par jour sur les douze derniers mois. Dans ce contexte, la cession de la totalité de la participation IDSUD prendrait au minimum 12 jours. Il faut toutefois tenir compte du fait qu'une cession aussi rapide d'un nombre aussi important de titres aurait

un impact négatif significatif sur la valeur de l'action. Pour éviter cet effet, un mandat serait donné à un courtier pour étaler la cession du titre et donc limiter la baisse du cours de l'action.

Pour les besoins du présent scénario, nous considérerons qu'il serait possible de céder les titres sur 10 % du volume quotidien sans impact significatif sur le cours. Dans ce cas de figure, la cession prendrait 120 jours soit environ 6 mois.

Le coût d'une telle opération est difficile à quantifier. Compte tenu des délais évoqués supra, nous avons envisagé deux options :

- Une cession en un mois couverte par un « *protective put* » qui protégerait son détenteur contre les fluctuations à la baisse du cours de bourse. Nous estimons le coût d'une telle stratégie à un niveau de 4,0 % de la valeur des titres cédés, compte tenu de la volatilité du titre FDJ depuis les annonces du gouvernement.
- Une cession sur 6 mois tenant compte d'un facteur d'actualisation déterminé en appliquant un taux de 8,0 %³¹ à la valeur des titres FDJ cédés. Cette approche aboutit à résultat très proche de la première avec un coût de cession de 3,8 % de la valeur des titres cédés.



NB : Ces approches, théoriques, négligent la rémunération de l'établissement qui aurait pour mandat de céder les titres.

Une fois cette cession achevée, IDSUD devra dans un second temps s'acquitter de la fiscalité sur les plus-values, qui se montera au minimum à 3,1 % si la société peut bénéficier du régime de faveur des plus-values long terme.

Approche liquidative	Minoritaire	BM&A
Nombre total d'actions IDSUD	494 766	369 572
Nombre d'actions FDJ détenu	2 796 240	2 171 094
Cours FDJ de référence (€)	38.16	36.22
Frais de cession	(3.9)%	(3.9)%
Fiscalité	(3.1)%	(3.1)%
Valeur totale (en m€)	99.38	73.23
Valeur par action IDSUD (€) (A)	200.86	198.14

6.2.2.2 Etape 2 : fermeture des filiales du Groupe

Les coûts induits par la fermeture des filiales du Groupe ont été appréciés en déduisant de l'actif net comptable des filiales (valeur comptable des actifs moins dettes accumulées par les filiales) les coûts de fermeture estimés à un an de charges de personnel augmenté de 6 mois de frais de fonctionnement dans le cas d'IDSUD Energies. Cette approche néglige volontairement les autres coûts éventuels liées à une liquidation : rupture de bail, pénalités sur les arrêts de contrat etc...

³¹ TRI implicite *ex-ante* au 11 octobre 2024 des dividendes anticipés par le consensus des analystes financiers pour le titre FDJ (cf. annexe 8.8)

Cette approche estime le coût total de fermeture d'IDSUD Energies à 4,4 m€. S'agissant d'IDSUD Voyages, la valeur nette des actifs s'équilibre avec les coûts de fermeture.

Approche liquidative	Minoritaire	BM&A
Nombre total d'actions IDSUD	494 766	369 572
ANC IDSUD Energies (31/12/2023, m€)	(1.2)	(1.2)
Coût de fermeture IDSUD Energies (en m€)	(1.9)	(1.9)
Frais de fonctionnement (6 mois)	(1.3)	(1.3)
Coût total (en m€)	(4.4)	(4.4)
Coût de fermeture IDSUD Energies (en €/action) (B)	(8.90)	(11.91)
ANC combiné IDSUD Voyages (31/12/2023, m€)	0.4	0.4
Coût de fermeture IDSUD Voyages (en m€)	(0.4)	(0.4)
Coût total (en m€)	(0.0)	(0.0)
Coût de fermeture IDSUD Voyages (en €/action) (C)	(0.05)	(0.06)

6.2.2.3 Etape 3 : liquidation d'IDSUD SA

Le coût de la liquidation d'IDSUD SA a été déterminé en ajoutant les éléments suivants :

- Position financière nette³² au 30 juin 2024 de la Société ajustée par nos soins pour tenir compte des décaissements de trésorerie certains au 18 octobre 2024 :

Position financière nette IDSUD SA (k€)	Minoritaire	BM&A
au 30/06/2024 :		
Trésorerie active		6 880
Emprunts		(2 756)
Trésorerie passive		(91)
Provisions pour restructuration IDSUD Energies		(4 084)
Ajustement au 11/10/2024 :		
Décaissement de trésorerie lié à l'OPRA		(219)
Imposition du dividende FDJ (S2 2024)		(622)
Frais induits par l'opération (nets d'IS)		(707)
Total		(1 599)

- Créances et dettes IDSUD ressortant du bilan à fin juin 2024 de la Société :

Créances et Dettes IDSUD SA au 30/06/2024 (k€)	Minoritaire	BM&A
Créances clients		486
Autres créances		4 325
Dettes fournisseurs		(252)
Dettes fiscales et sociales		(374)
Autres dettes		(198)
Total		3 987

- Un coût de fermeture estimé à un an de charges salariales et des frais de fonctionnement sur un an, délai qui nous estimons raisonnable pour liquider IDSUD SA :

Approche liquidative	Minoritaire	BM&A
Nombre total d'actions IDSUD	494 766	369 572
Pos.Fin.nette IDSUD SA (30/06/2024, m€)	(1.6)	(1.6)
BFR IDSUD SA	4.0	4.0
Cession de l'immeuble marseillais (en m€, net d'IS)	2.7	2.7
Coût de fermeture IDSUD SA (en m€)	(1.3)	(1.3)
Frais de fonctionnement (1 an)	(2.3)	(2.3)
Coût total (en m€)	1.4	1.4
Coût de fermeture IDSUD SA (en €/action) (D)	2.82	3.78

³² Source : management.

6.2.2.4 Synthèse des résultats

Compte tenu de ce qui précède, nous estimons la valeur de l'action IDSUD SA dans un contexte liquidatif à 189,9 €, soit à un niveau inférieur au prix d'Offre.

Approche liquidative	Minoritaire	BM&A
Nombre total d'actions IDSUD	494 766	369 572
Nombre d'actions FDJ détenu	2 796 240	2 171 094
Cours FDJ de référence (€)	38.16	36.22
Frais de cession	(3.9)%	(3.9)%
Fiscalité	(3.1)%	(3.1)%
Valeur totale (en m€)	99.38	73.23
Valeur par action IDSUD (€) (A)	200.86	198.14
ANCC IDSUD Energies (31/12/2023, m€)	(1.2)	(1.2)
Coût de fermeture IDSUD Energies (en m€)	(1.9)	(1.9)
Frais de fonctionnement (6 mois)	(1.3)	(1.3)
Coût total (en m€)	(4.4)	(4.4)
Coût de fermeture IDSUD Energies (en €/action) (B)	(8.90)	(11.91)
ANC combiné IDSUD Voyages (31/12/2023, m€)	0.4	0.4
Coût de fermeture IDSUD Voyages (en m€)	(0.4)	(0.4)
Coût total (en m€)	(0.0)	(0.0)
Coût de fermeture IDSUD Voyages (en €/action) (C)	(0.05)	(0.06)
Pos.Fin.nette IDSUD SA (30/06/2024, m€)	(1.6)	(1.6)
BFR IDSUD SA	4.0	4.0
Cession de l'immeuble marseillais (en m€, net d'IS)	2.7	2.7
Coût de fermeture IDSUD SA (en m€)	(1.3)	(1.3)
Frais de fonctionnement (1 an)	(2.3)	(2.3)
Coût total (en m€)	1.4	1.4
Coût de fermeture IDSUD SA (en €/action) (D)	2.82	3.78
Total général (€, A + B + C + D)	194.7	189.9
Prix d'Offre (€)	192.6	192.6
Prime (Décote)	(1.1)%	1.4 %

6.2.3 Conclusion

Malgré le succès de l'OPRA de juin 2024, l'actionnaire minoritaire remet en cause l'équité du prix proposé en mettant en avant, à raison, l'expropriation qu'il subira si l'OPAS obtient l'agrément du collège de l'AMF. Dans ce contexte, il propose plusieurs approches d'évaluation plus favorables.

Nous confirmons le caractère extrêmement favorable des méthodes qu'il met en œuvre, mais considérons qu'elles ne sont pas pertinentes au cas d'espèce :

- l'équité d'une Offre ne s'appréciant pas en retenant la méthode la plus favorable à l'actionnaire minoritaire mais en retenant une approche objective de la valeur, garante d'une égalité de traitement entre les actionnaires de la société ;
- bien que ces scénarios soient mutuellement exclusifs, les approches proposées par l'actionnaire minoritaire mêlent des évaluations en continuité d'exploitation et en valeur liquidative, pour ne retenir que le meilleur des deux mondes.

Dans ce contexte nous nous sommes livrés, à titre indicatif uniquement compte tenu du caractère fictionnel de ce scénario, à une estimation de la valeur liquidative d'IDSUD SA qui aboutit à des valeurs inférieures au prix d'Offre. Dans ce contexte, nous considérons que les observations de l'actionnaire minoritaire ne remettent pas en cause l'équité, d'un point de vue financier, du prix proposé dans le cadre de l'OPAS.

7 | CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action IDSUD auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 192,55 € proposée dans le cadre de la présente Offre :

IDSUD Méthodes/Référence		Valeur (en € par action IDSUD SA)			Valeur des capitaux propres (en m€)			Prime/ (Décote) vs Offre ⁽¹⁾
		basse	centrale	haute	basse	centrale	haute	
ANC	30-juin-24	23,2 €	23,2 €	23,2 €	8,6	8,6	8,6	728,2%
ANCC	30-juin-24	23,9 €	23,9 €	23,9 €	8,8	8,8	8,8	704,4%
Cours de bourse IDSUD (au 24 janvier 2024)	3 mois	69,0 €	97,2 €	135,0 €	34,1	48,1	66,8	98,2%
	20 jours	69,0 €	78,7 €	90,0 €	34,1	39,0	44,5	144,5%
	Spot	90,0 €	90,0 €	90,0 €	44,5	44,5	44,5	113,9%
Cours de bourse IDSUD (au 11 septembre 2024)	36 mois	69,0 €	155,8 €	195,0 €	25,5	57,6	72,1	23,6%
	24 mois	69,0 €	148,4 €	186,0 €	25,5	54,8	68,7	29,8%
	12 mois	69,0 €	149,6 €	186,0 €	25,5	55,3	68,7	28,7%
	6 mois	154,0 €	166,0 €	185,0 €	56,9	61,3	68,4	16,0%
	3 mois	154,0 €	162,2 €	180,0 €	56,9	59,9	66,5	18,7%
	20 jours	173,0 €	174,1 €	179,0 €	63,9	64,3	66,2	10,6%
	Spot	179,0 €	179,0 €	179,0 €	66,2	66,2	66,2	7,6%
Parité OPRA ⁽¹⁾	18-oct.-24	142,8 €	185,9 €	199,1 €	52,8	68,7	73,6	3,6%
ANR IDSUD (20) au 18 octobre 2024)	Approche n°1	132,0 €	176,5 €	205,0 €	48,8	65,2	75,8	9,1%
	Approche n°2	132,2 €	183,3 €	207,0 €	48,8	67,8	76,5	5,0%

(1) estimée sur la base d'un cours FDJ relevé au 18 octobre 2024

A titre liminaire, il convient de rappeler que l'OPAS éventuellement suivie d'un retrait obligatoire, objet de la présente étude constitue le prolongement logique et annoncé de l'OPRA réalisée au mois de juin dernier, et que le Prix d'Offre de cette OPAS, payé en numéraire, est calculé sur les mêmes bases que la parité offerte dans le cadre de l'OPRA.

En effet, la note d'information de l'OPRA précisait que, sous réserve de la réalisation de l'OPRA, « l'Indivision Luciani envisage d'initier (...) un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant le solde des Actions de la Société qu'elle ne détiendrait pas après la Réduction de Capital. L'OPAS serait payée exclusivement en numéraire et son prix unitaire (dividende attaché), qui serait fixé au plus tard à la date de son dépôt auprès de l'AMF, serait égal à la somme de cinq (5) fois le cours de l'action FDJ à la clôture de la séance la veille du dépôt du projet d'OPAS et 1,75 euro(...). L'Indivision Luciani a l'intention de demander à l'AMF, la mise en œuvre, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'OPAS, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les Actions IDSUD non apportées à l'OPAS ».

Il faut ensuite souligner que la grande majorité des actionnaires minoritaires d'IDSUD ont apporté leurs titres lors de la première opération de sorte que l'Indivision Luciani détient à présent plus de 95 % du capital et des droits de vote de la Société via la société Manandier, Initiateur de l'Offre. Par conséquent, nous avons retenu le prix extériorisé par la parité d'échange de l'OPRA, soit 178,5 € en tant que référence de valeur, sur lequel le Prix d'Offre présente une prime de 7,9 %.

Les autres méthodes et références mises en œuvre sont logiquement identiques à celles utilisées quelques mois plus tôt. Ainsi, nous présentons le critère du cours de bourse à titre secondaire, non seulement en raison de la faiblesse du flottant et des volumes traités, mais également parce que le cours de bourse intégrait une OPAS annoncée dans la documentation de l'OPRA. Sur la base de ce critère, la rémunération proposée par l'Offre extériorise une prime comprise entre 7,6 % et 18,7 % (cours de bourse au 11 septembre 2024, en retenant le cours spot, et les moyennes pondérées à 20 jours et trois mois).

Dans la mesure où IDSUD est une société holding, nous avons finalement mis en œuvre la méthode l'actif net réévalué (ou ANR) en actualisant nos travaux menés à l'occasion de l'OPRA, en retenant :

- une valeur de la participation de IDSUD dans FDJ, appréciée sur la base du cours de bourse de FDJ considéré représentatif de la valeur de marché de la participation compte tenu de sa liquidité satisfaisante, en maintenant le lissage sur 20 jours déjà appliqué dans la cadre de l'OPRA, compte tenu des annonces gouvernementales du 3 octobre 2024 relatives à la possibilité d'une taxation accrue des jeux d'argent ;
- une valeur des participations IDSUD Energies, IDSUD Voyages et de l'activité Changes touristique / Métaux précieux approchée, à titre principal, par la méthode DCF, sur la base des plans d'affaires communiqués par le management lors de l'OPRA et, à titre de recoupement, par la méthode des comparables boursiers à partir d'échantillons spécifiques à chaque activité ;
- la valeur des autres participations, correspondant à la quote-part de leurs capitaux propres comptables lorsque celle-ci était supérieure à leur valeur nette comptabilisée dans les comptes d'IDSUD SA.

Sur la base de l'ANR brut obtenu, nous avons déduit la fiscalité latente sur les plus-values et la capitalisation des coûts de fonctionnement de la holding.

Il résulte de cette approche une valeur de 183,3 €, sur laquelle le prix d'Offre extériorise une prime de 5 %.

Afin de faciliter le rapprochement avec nos travaux réalisés dans le cadre de l'OPRA, nous présentons à titre de recoupement le calcul de l'ANR retenant une décote forfaitaire comprise entre 25 % et 35 % (30 % en valeur centrale, qui reflète les risques et les contraintes induits par la détention d'actifs à travers une société holding). Cette approche conduit à des valeurs inférieures à celles obtenues par la méthode précédente.

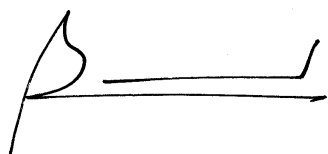
Pour répondre aux interrogations d'un actionnaire minoritaire, nous avons simulé un scénario de liquidation du groupe IDSUD, hypothèse qui constituerait l'extrême opposé des intentions du management. Dans ce cadre, notre simulation aboutit à une valeur légèrement inférieure au prix d'Offre.

Enfin, il faut souligner que l'approche par l'ANR présente une valeur proche du Prix d'Offre, et donc un niveau de prime faible qu'il convient de relativiser, l'ANR ne tenant pas compte d'un élément particulièrement favorable à l'actionnaire minoritaire. En effet, nos calculs retiennent une fiscalité réduite à la quote-part de frais et charges, soit 3,1 % de la plus-value en cas de cession des titres FDJ. Or, les dividendes versés par FDJ, qui justifient la valeur des actions détenues et assurent la couverture des charges d'IDSUD, sont en réalité taxés au taux de droit commun, soit 25 %. La prise en compte de ce taux d'imposition dans l'ANR d'IDSUD réduirait la valeur de l'action à 137,0 €, montant sur lequel le prix proposé offre une prime de 40,6 %.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 192,55 € par action IDSUD proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée et dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 29 octobre 2024

BM&A Advisory & Support



Pierre Béal
Associé



Stéphane Marande
Directeur exécutif

8 | ANNEXES

8.1 Lettre de mission



BM&A Advisory & Support
A l'attention de Monsieur Pierre BEAL
11, rue Laborde
75008 Paris

Marseille, le 28 octobre 2024

Monsieur,

Le 12 septembre 2024, la société MANANDIER, qui détient 96,34% du capital et 96,29% des droits de vote théoriques de la société IDSUD, a déposé un projet d'offre publique d'achat simplifiée suivie, si les conditions sont remplies, d'un retrait obligatoire sur les titres de la société IDSUD (ci-après « **IDSUD** » ou la « **Société** »), non encore détenues par lui.

Il est rappelé que l'opération susvisée s'inscrit dans le prolongement d'une offre publique de rachat réalisée par la société IDSUD, par voie d'échange d'actions et à la parité d'une action IDSUD contre 5 actions FDJ et 1,75 euro, laquelle a été ouverte du 28 juin 2024 au 17 juillet 2024.

Il est également rappelé que, dans ce cadre et par décision du 8 février 2024, le Conseil de surveillance de la société IDSUD a, à l'unanimité, désigné le cabinet BM&A Advisory & Support pour l'établissement des rapports sur les conditions financières de l'OPRA et de l'OPAS précitées.

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

Votre mission consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'offre publique de retrait, et du retrait obligatoire et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « **Mission** »).

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres IDSUD qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'offre. Il devra permettre au conseil de surveillance de la Société d'apprécier les conditions financières de l'offre afin de rendre un avis motivé.

Comme indiqué ci-dessus, la société MANANDIER détenant 96,34% du capital et 96,29% des droits de vote théoriques de la Société, la Société est déjà contrôlée par l'Initiateur au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce, ce qui, conformément au 1° de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF, constitue une situation susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du conseil de surveillance de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motive du conseil.

IDSUD SA

Société Anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 5.508.859 Euros
Siège Social 3 Place Général de Gaulle - 13001 Marseille - (FR 89) 057 804 783 RCS MARSEILLE APE 6619B

Enfin, l'Initiateur souhaitant solliciter un retrait obligatoire, vous interviendrez également sur le fondement de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF.

Calendrier envisagé de l'opération

Votre Mission s'inscrira dans le calendrier indicatif suivant :

- 11 septembre 2024 : début de la Mission
- 15 octobre 2024 : remise de votre rapport
- 22 octobre 2024 : dépôt par la Société du projet de note en réponse auprès de l'AMF

Lors de nos échanges, il a été confirmé que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette Mission dans les délais impartis, et notamment dans le respect du délai prévu à l'article 262-1 II du règlement général de l'AMF prévoyant qu'une fois désigné, vous devez disposer d'un délai minimum de vingt jours de négociation, à compter de la réception des principaux documents que vous estimez nécessaires, pour la remise de vos travaux.

Diligences à effectuer

Pour l'essentiel, vos diligences consisteront en la prise de connaissance du contexte de l'offre, des caractéristiques de l'Initiateur, de l'activité et de l'environnement de la IDSUD et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère du Groupe IDSUD ainsi qu'en une analyse de la prime induite par le prix d'offre sur les différents résultats de l'évaluation de l'action de la Société.

Ces diligences seront conduites en parallèle d'entretiens qui auraient lieu entre le management de la Société ainsi que les représentants de l'initiateur de l'offre, les conseils juridiques et financiers de la Société et de l'Initiateur, et l'établissement présentateur de l'offre.

Comme vous nous l'avez indiqué, vos travaux se fonderont notamment sur :

- l'analyse de la documentation juridique et financière de l'offre ;
- l'examen du projet de note d'information de l'Initiateur et du projet de note d'information en réponse de la Société, dans la perspective du dépôt du projet d'offre auprès de l'AMF et en vue de la déclaration de conformité de l'offre par l'AMF ;
- les informations publiques et réglementées accessibles sur le site internet du groupe et le cas échéant ;
- la documentation complémentaire, de nature juridique, fiscale, comptable et financière de la Société et de ses filiales ;
- l'examen approfondi des données prévisionnelles élaborées par la direction et la mise en perspective de ces projections ;
- la consultation et l'exploitation de votre documentation sectorielle ainsi que les extractions de vos bases de données financières relatives aux différentes activités exercées par le groupe ;
- l'analyse de l'historique des cours de bourse pondérés par les volumes de l'action ainsi que des événements de la Société permettant d'en interpréter l'évolution jusqu'à l'annonce de l'offre ;
- le calcul de l'actif net réévalué de la Société ;
- la revue des travaux et du rapport d'évaluation de l'établissement présentateur, que vous comparerez avec votre évaluation multicritère de l'action ;
- l'examen des observations qui pourront être formulées par des actionnaires sur les termes de l'offre.

Conflits d'intérêts pouvant altérer l'exercice de la Mission

Nous comprenons qu'il n'a pas été identifié de situation de conflit d'intérêts pouvant altérer l'exercice de votre Mission au sens de l'article 261-4 du RGAMF et de l'instruction AMF n°2006-08. En particulier:

- nous comprenons que vous n'entretenez pas de liens juridiques ou de liens en capital avec les sociétés concernées par l'offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter son indépendance ;
- vous n'avez pas procédé à une évaluation de la Société au cours des derniers dix-huit mois (à l'exclusion de vos diligences réalisées lors de l'OPRA) ;
- nous comprenons que vous n'avez pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce au cours des derniers dix-huit mois ;
- nous comprenons que vous ne détenez pas d'intérêt financier dans la réussite de l'offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, susceptible d'affecter votre indépendance.

Vous nous avez ainsi confirmé être indépendants des parties prenantes au projet d'offre publique, y compris à l'égard de la Banque Hottinguer, établissement présentateur de l'offre.

Ces éléments rappelés, je vous souhaite bonne réception de la présente.

Restant naturellement à votre disposition, je vous prie de croire, Monsieur, en l'assurance de mes sentiments respectueux.

Jérémie ARNOULD-LUCIANI
Président du Directoire



8.2 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

8.2.1 Nombre de titres

Les présents travaux d'évaluation s'appuient sur le nombre total de titres IDSUD inscrits à la cote, soit 369 572 actions, la société n'ayant pas d'action auto détenues et n'ayant pas émis d'instruments dilutifs.

8.2.2 Passages de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Compte tenu de la nature de la société (société holding détenant des participations diversifiées) et du fait qu'elle ne publie pas de comptes consolidés, nous avons privilégié une approche basée sur l'actif net réévalué du Groupe qui ne nécessite pas l'appréciation d'éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres.

Pour les besoins des méthodes d'évaluation mises œuvrés au niveau IDSUD Energies et IDSUD Voyages, nous avons toutefois déterminé ceux-ci sur la base des éléments fournis par le management, qui ne publie pas de comptes semestriels au niveau de ses filiales :

IDSUD Eléments de passage de la VE à la VCP k€	30/06/2024	
	IDSUD Energies (comptes combinés)	IDSUD Voyages (comptes combinés)
Dettes financières	n.c.	(288)
Disponibilités et équivalents	168	557
Position financière nette	168	269
Provisions pour R&C ⁽¹⁾	(237)	-
Provisions pour retraite (nettes d'IS) ⁽¹⁾	(28)	(25)
Actifs financiers ⁽¹⁾	125	-
Crédit vendeur DRS	(240)	-
Autres éléments	(380)	(25)
Total	(212)	244

(1) agrégats repris des comptes sociaux au 31 décembre 2023

Les montants de dette financière³³ et de disponibilités ont été ajustés des éléments suivants :

- Les provisions pour risques et les provisions pour charges reprises pour leur montant au bilan de fin décembre 2023 ;
- Les provisions pour engagements postérieurs à l'emploi repris à leur valeur bilancielle à fin décembre 2023 retraitées d'une estimation de l'économie d'impôt qu'elles généreront ;
- Les actifs financiers au bilan de fin décembre 2023, retraités des dépôts et cautionnements que nous considérons nécessaires à l'activité.

8.3 Bêtas moyens des échantillons de comparables boursiers

Le coefficient bêta est l'un des paramètres principaux du MEDAF³⁴. Il permet le passage entre le risque systématique du marché, mesuré par la prime de risque, et le risque systématique de l'objet évalué. Pour les besoins de nos travaux nous avons mis en œuvre une approche usuelle en calculant les bêtas au 30 septembre 2024 des comparables boursiers sur une période de trois ans, en retenant un lissage hebdomadaire et un indice de référence adapté au marché de cotation du comparable considéré.

Les bêtas ainsi calculés ont ensuite été ajustés pour tenir compte de l'effet du levier financier (qui augmente mécaniquement le bêta lorsqu'il est positif et le réduit lorsqu'il est négatif) avant de calculer le niveau moyen pour les sociétés composant l'échantillon de comparables boursier, pondéré par le coefficient de détermination associé

³³ Hors dette de loyer IFRS 16, cette charge ayant déjà été déduite des flux de trésorerie prévus dans le plan d'affaires.

³⁴ Modèle d'Equilibre Des Actifs Financiers

à chaque bêta afin de limiter le biais introduit par une éventuelle décorrélation des variations de cours des sociétés considérées et celles de l'indice de référence.

8.3.1 Bêta IDSUD Energies (EPC)

Bêtas hors dette	Taux d'impôt marginal	β (1)	R ²	Indice	Capi. en m€ (1)	V(Mino.) en m€ (1)	DFN (T) en m€ (1)	Levier (fonds propres) ⁽¹⁾⁽²⁾	β hors dette	
Canadian Solar Inc	27,0%	1,48	27,0%	S&P/TSX SMALLCAP	1 786,3	442,7	2 256,7	101,2%	0,85	
Enphase Energy Inc	27,0%	1,70	28,9%	USA SMALL CAP	22 256,4	-	(208,9)	(0,9%)	1,72	
Enerside Energy SA	25,0%	2,17	35,2%	IBEX 35	164,2	(0,0)	10,2	6,2%	2,08	
Ferroamp AB (publ)	20,6%	1,32	13,9%	OMX STOCKHOLM SM	59,9	-	(6,7)	(11,3%)	1,48	
SMA Solar Technology AG	29,8%	1,24	16,9%	SDAX SHARE INDEX	1 901,0	-	(228,3)	(12,0%)	1,41	
Solaredge Technologies Inc	27,0%	1,86	28,4%	USA SMALL CAP	10 484,3	-	(199,0)	(1,9%)	1,89	
Shoals Technologies Group Inc	27,0%	1,63	23,0%	USA SMALL CAP	2 879,8	0,3	210,5	7,3%	1,55	
SPI Energy Co Ltd	27,0%	2,07	21,1%	S&P 500	40,2	4,1	111,6	251,9%	0,73	
Tigo Energy Inc	27,0%	0,97	3,1%	S&P 500	196,2	-	(2,5)	(1,3%)	0,98	
Alfen NV	25,8%	1,64	18,6%	AMX-INDEX	1 476,1	-	(21,6)	(1,5%)	1,66	
Energy SpA	27,9%	1,83	11,5%	EURO STOXX	116,3	-	5,2	4,4%	1,77	
Invinty Energy Systems PLC	25,0%	1,43	7,2%	EURO STOXX	81,1	-	(18,7)	(23,0%)	1,86	
Moyenne	26,3%	1,61	19,6%		3 453,5		159,0	26,6%	1,50	
Médiane	27,0%	1,63	19,9%		836,1		(4,6)	(1,1%)	1,60	
Moyenne pondérée par les R²	26,4%	1,72			4 791,4		222,5	33,4%	1,54	
(1) Calculé sur une période de 3 ans								Marge d'erreur à 95%	49,3 %	0,27
(2) DFN (ou T) ÷ [Capi. +V(Mino.)], où DFN : dette financière nette et T : trésorerie nette								Fourchette basse	(22,7)%	1,22
								Moyenne	26,6 %	1,50
								Fourchette haute	75,9 %	1,77

8.3.2 Bêta Kehua France

Bêtas hors dette	Taux d'impôt marginal	β (1)	R ²	Indice	Capi. en m€ (1)	V(Mino.) en m€ (1)	DFN (T) en m€ (1)	Levier (fonds propres) ⁽¹⁾⁽²⁾	β hors dette	
Solar A/S	22,0%	1,16	32,0%	OMX COPENHAGEN M	472,9	1,5	32,4	6,8%	1,11	
Bergman & Beving AB	20,6%	1,09	32,3%	OMX STOCKHOLM MID	387,9	3,8	86,3	22,0%	0,93	
Thermador Groupe SA	25,8%	1,20	42,4%	EURO STOXX	795,6	0,1	11,7	1,5%	1,19	
Travis Perkins PLC	25,0%	1,43	56,6%	FTSE 250	2 504,9	-	220,6	8,8%	1,34	
Addtech AB	20,6%	1,55	46,8%	OMX STOCKHOLM 30 I	4 703,3	32,3	278,5	5,9%	1,48	
Beijer Ref AB (publ)	20,6%	1,42	39,1%	OMX STOCKHOLM 30 I	5 920,1	9,6	393,9	6,6%	1,35	
Rexel SA	25,8%	1,49	45,6%	EURO STOXX	6 284,1	0,2	1 555,1	24,7%	1,26	
Hudson Technologies Inc	27,0%	1,10	16,5%	USA SMALL CAP	373,6	-	46,4	12,4%	1,01	
Applied Industrial Technologies Inc	27,0%	0,83	43,0%	USA SMALL CAP	5 060,8	-	388,9	7,7%	0,79	
Watsco Inc	27,0%	1,18	44,0%	S&P 500	13 489,7	311,8	(78,4)	(0,6%)	1,18	
Moyenne	24,1%	1,25	39,8%		3 999,3		293,5	9,6%	1,16	
Médiane	25,4%	1,19	42,7%		3 604,1		153,5	7,3%	1,19	
Moyenne pondérée par les R²	24,1%	1,27			4 415,6		326,8	9,2%	1,19	
(1) Calculé sur une période de 3 ans								Marge d'erreur à 95%	5,8 %	0,15
(2) DFN (ou T) ÷ [Capi. +V(Mino.)], où DFN : dette financière nette et T : trésorerie nette								Fourchette basse	3,8 %	1,01
								Moyenne	9,6 %	1,16
								Fourchette haute	15,4 %	1,31

8.3.3 Bêta IDSUD Voyages

Bêtas hors dette	Taux d'impôt marginal	β (1)	R ²	Indice	Capi. en m€ (1)	V(Mino.) en m€ (1)	DFN (T) en m€ (1)	Levier (fonds propres) ⁽¹⁾⁽²⁾	β hors dette	
Global Business Travel Group Inc	27,0%	0,80	12,0%	S&P 500	2 405,2	370,9	558,0	20,1%	0,70	
Corporate Travel Management Ltd	30,0%	1,57	28,9%	S&P/ASX 200	1 696,9	9,3	(83,4)	(4,9%)	1,65	
Serko Ltd	28,0%	1,20	9,6%	NZX 50 INDEX	277,1	-	(58,0)	(20,9%)	1,52	
Ten Lifestyle Group PLC	25,0%	1,00	8,0%	S&P 500	78,2	-	(4,8)	(6,1%)	1,07	
Expedia Group Inc	27,0%	1,36	39,3%	USA SMALL CAP	17 475,5	1 275,0	2 742,2	14,6%	1,23	
Lastminute.com NV	21,0%	1,06	14,5%	EURO STOXX	311,9	0,5	(43,6)	(13,9%)	1,23	
On The Beach Group PLC	25,0%	1,70	15,8%	FTSE 100	319,9	-	(71,9)	(22,5%)	2,19	
Travelzoo	27,0%	1,04	12,4%	USA SMALL CAP	96,7	4,1	(28,7)	(28,4%)	1,45	
Tripadvisor Inc	27,0%	1,21	26,2%	USA SMALL CAP	2 781,4	-	(2,0)	(0,1%)	1,21	
Voyageurs du Monde SA	25,0%	0,82	22,1%	EURO STOXX	434,5	6,6	(139,4)	(31,6%)	1,20	
Booking Holdings Inc	25,0%	1,28	42,4%	S&P 500	93 332,1	-	391,2	0,4%	1,27	
Trip.com Group Ltd	17,0%	1,35	46,8%	HANG SENG INDEX	21 833,2	112,0	80,9	0,4%	1,34	
Travel + Leisure Co	27,0%	1,23	36,0%	S&P 500	3 191,6	5,7	4 582,3	143,3%	0,60	
eDreams ODIGEO SA	25,0%	1,53	35,7%	EURO STOXX	810,9	-	364,9	45,0%	1,15	
Despegar.com Corp	27,0%	1,26	27,5%	USA SMALL CAP	582,0	1,1	(191,7)	(32,9%)	1,87	
Helloworld Travel Ltd	30,0%	1,69	20,3%	S&P/ASX 200	231,3	0,6	(52,2)	(22,5%)	2,18	
AirTrip Corp	31,0%	1,16	20,3%	TOPIX	370,0	5,3	(64,8)	(17,3%)	1,40	
Mondee Holdings Inc	27,0%	0,59	2,4%	USA SMALL CAP	432,9	-	36,9	8,5%	0,56	
Transat AT Inc	27,0%	1,12	14,2%	S&P/TSX COMPOSITE	96,8	-	112,4	116,1%	0,60	
Moyenne	26,2%	1,21	22,9%		7 724,1		427,8	7,8%	1,29	
Médiane	27,0%	1,21	20,3%		434,5		(4,8)	(4,9%)	1,23	
Moyenne pondérée par les R²	25,7%	1,29			13 850,5		687,0	12,8%	1,31	
(1) Calculé sur une période de 3 ans								Marge d'erreur à 95%	22,9 %	0,23
(2) DFN (ou T) ÷ [Capi. +V(Mino.)], où DFN : dette financière nette et T : trésorerie nette								Fourchette basse	(15,1)%	1,06
								Moyenne	7,8 %	1,29
								Fourchette haute	30,6 %	1,52

8.3.4 Bêta Change / Métaux précieux

Bêtas hors dette	Taux d'impôt marginal	$\beta^{(1)}$	R ²	Indice	Capi. en m€ ⁽¹⁾	V(Mino.) en m€ ⁽¹⁾	DFN (T) en m€ ⁽¹⁾	Levier (fonds propres) ⁽¹⁾⁽²⁾	β hors dette
Currency Exchange International Corp	28,0%	0,57	10,7%	S&P/TSX COMPOSITE	93,8	-	(67,8)	(72,3%)	2,07
Goldmoney Inc	28,0%	0,38	3,9%	S&P/TSX SMALLCAP	89,7	(0,2)	(20,4)	(22,8%)	0,49
Ramsdens Holdings PLC	25,0%	0,71	8,3%	FTSE SMALLCAP	73,8	-	(10,4)	(14,1%)	0,82
Argentex Group PLC	25,0%	1,05	5,7%	FTSE SMALLCAP	111,2	-	(28,3)	(25,4%)	1,41
Western Union Co	27,0%	0,65	24,2%	USA SMALL CAP	4 945,1	-	1 340,4	27,1%	0,55
Alpha Group International PLC	25,0%	1,10	10,6%	FTSE ALL SHARE	986,9	0,8	(150,1)	(15,2%)	1,30
Equals Group PLC	25,0%	1,23	20,7%	FTSE ALL SHARE	204,6	0,1	(15,2)	(7,4%)	1,33
Wise PLC	25,0%	1,48	22,3%	EURO STOXX	7 926,8	-	(2 997,4)	(37,8%)	2,38
Moyenne	26,0%	0,90	13,3%		1 804,0		(243,6)	(21,0%)	1,29
Médiane	25,0%	0,88	10,6%		157,9		(24,4)	(19,0%)	1,31
Moyenne pondérée par les R ²	25,9%	0,99			2 949,3		(350,2)	(15,3%)	1,38

(1) Calculé sur une période de 3 ans
(2) DFN (ou T) ÷ [Capi. + V(Mino.)], où DFN : dette financière nette et T : trésorerie nette

Marge d'erreur à 95%	23,5%	0,57
Fourchette basse	(44,5)%	0,73
Moyenne	(21,0)%	1,29
Fourchette haute	2,5%	1,86

8.4 Taux d'actualisation par activité

8.4.1 Taux d'actualisation IDSUD Energies (activité EPC)

Appréciation du taux d'actualisation	30-sept.-24					
	Référence / Calcul	Marché	Secteur	IDSUD Energies (EPC)		
				f.basse	Val.centrale	f.haute
Estimation du bêta anticipé :						
Bêta de l'actif économique	β_u	0,86	1,54	1,22	1,54	1,77
Levier en fonds propres	$L_e = DN / VFP$	22,0 %		12,9 %	12,9 %	12,9 %
Taux d'impôt sur les sociétés	T_{IS}	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %
Bêta avec levier	β_L	1,00	1,69	1,34	1,69	1,95
TRI implicite ex-ante du marché	TRI_M	9,2 %	9,2 %	9,2 %	9,2 %	9,2 %
Taux sans risque (10 ans)	R_f	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %
Prime de risque actions	$\Pi_E = TRI_M - R_f$	6,6 %	6,6 %	6,6 %	6,6 %	6,6 %
dont prime de biais optimiste large caps	Π_O	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %
dont prime de risque de défaut large caps	Π_D	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
dont prime AAA	Π_{AAA}	(0,4)%	(0,4)%	(0,4)%	(0,4)%	(0,4)%
Sous-total biais large caps + prime AAA	$\Pi_{LC} = \Pi_O + \Pi_D + \Pi_{AAA}$	2,2 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %
Prime MEDAF résultante	$\Pi_R = \Pi_E - \Pi_{LC}$	4,3 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %
Prime MEDAF affectée du bêta	$\Pi_R \times \beta_L$	4,3 %	7,4 %	5,8 %	7,4 %	8,4 %
Prime de taille observée	A	-	1,7 %	5,4 %	5,4 %	5,4 %
Biais de prévision small cap	B	-	4,6 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
Prime résiduelle de taille	$\Pi_T = A + B$	-	6,2 %	7,3 %	7,3 %	7,3 %
Coût des fonds propres	$k_e = R_f + \Pi_R \times \beta_L + \Pi_{LC} + \Pi_T + \Pi_P$	9,2 %	18,4 %	18,0 %	19,5 %	20,6 %
Taux sans risque	R_f	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %
Spread de crédit	S_C	0,9 %	6,2 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %
Prime de risque pays	Π_P	-	-	-	-	-
Coût de la dette avant IS : kd	$k_d = R_f + S_C + \Pi_P$	3,2 %	8,5 %	8,2 %	8,2 %	8,2 %
Charge d'intérêt après IS	$k_{dis} = K_d \times (1 - T_{IS})$	2,4 %	6,4 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %
Levier cible en valeur d'entreprise	$L_{VE} = DN / (DN + VFP)$	18,1 %	11,4 %	11,4 %	11,4 %	11,4 %
Coût moyen pondéré du capital	$CMPC = L_{VE} \times K_{dis} + (1 - L_{VE}) \times K_e$	8,0 %	17,1 %	16,6 %	18,0 %	18,9 %
Inflation cible EUR	i_ϵ	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
Inflation cible locale	i_p	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
Coût moyen pondéré du capital ajusté	$CMPC = (1 + CMPC_\epsilon) \times (1 + i_p) / (1 + i_\epsilon) - 1$	7,7 %	16,8 %	16,4 %	17,7 %	18,7 %

8.4.2 Taux d'actualisation Kehua France

Appréciation du taux d'actualisation	30-sept.-24					
	Référence / Calcul	Marché	Secteur	Kehua France		
				f.basse	Val.centrale	f.haute
Estimation du bêta anticipé :						
Bêta de l'actif économique	β_u	0,86	1,19	1,01	1,19	1,31
Levier en fonds propres	$L_e = DN / VFP$	22,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %
Taux d'impôt sur les sociétés	T_{IS}	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %
Bêta avec levier	β_L	1,00	1,27	1,08	1,27	1,40
TRI implicite <i>ex-ante</i> du marché	TRI_M	9,2 %	9,2 %	9,2 %	9,2 %	9,2 %
Taux sans risque (10 ans)	R_f	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %
Prime de risque actions	$\Pi_E = TRI_M - R_f$	6,6 %	6,6 %	6,6 %	6,6 %	6,6 %
dont prime de biais optimiste large caps	Π_O	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %
dont prime de risque de défaut large caps	Π_D	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
dont prime AAA	Π_{AAA}	(0,4)%	(0,4)%	(0,4)%	(0,4)%	(0,4)%
Sous-total biais large caps + prime AAA	$\Pi_{LC} = \Pi_O + \Pi_D + \Pi_{AAA}$	2,2 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %
Prime MEDAF résultante	$\Pi_R = \Pi_E - \Pi_{LC}$	4,3 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %
Prime MEDAF affectée du bêta	$\Pi_R \times \beta_L$	4,3 %	5,5 %	4,7 %	5,5 %	6,1 %
Prime de taille observée	A	-	0,9 %	5,4 %	5,4 %	5,4 %
Biais de prévision small cap	B	-	(0,5)%	-	-	-
Prime résiduelle de taille	$\Pi_T = A + B$	-	0,4 %	5,4 %	5,4 %	5,4 %
Prime de risque pays	Π_P	-	-	-	-	-
Coût des fonds propres	$k_e = R_f + \Pi_R \times \beta_L + \Pi_{LC} + \Pi_T + \Pi_P$	9,2 %	10,7 %	14,9 %	15,7 %	16,3 %
Taux sans risque	R_f	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %
Spread de crédit	S_C	0,9 %	1,5 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %
Prime de risque pays	Π_P	-	-	-	-	-
Coût de la dette avant IS : kd	$k_d = R_f + S_C + \Pi_P$	3,2 %	3,8 %	4,7 %	4,7 %	4,7 %
Charge d'intérêt après IS	$K_{dIS} = K_d \times (1 - T_{IS})$	2,4 %	2,9 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %
Levier cible en valeur d'entreprise	$L_{VE} = DN / (DN + VFP)$	18,1 %	8,2 %	8,2 %	8,2 %	8,2 %
Coût moyen pondéré du capital	$CMPC = L_{VE} \times K_{dIS} + (1 - L_{VE}) \times k_e$	8,0 %	10,1 %	14,0 %	14,7 %	15,3 %
Inflation cible EUR	i_ϵ	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
Inflation cible France	i_p	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
Coût moyen pondéré du capital ajusté	$CMPC = (1 + CMPC_\epsilon) \times (1 + i_p) / (1 + i_\epsilon) - 1$	7,7 %	9,8 %	13,7 %	14,5 %	15,0 %

8.4.3 Taux d'actualisation IDSUD Voyages (France)

Appréciation du taux d'actualisation	30-sept.-24					
	Référence / Calcul	Marché	Secteur	IDSUD Voyages		
				f.basse	Val.centrale	f.haute
Estimation du bêta anticipé :						
Bêta de l'actif économique	β_u	0,86	1,31	1,06	1,31	1,52
Levier en fonds propres	$L_e = DN / VFP$	22,0 %	(6,5)%	(6,5)%	(6,5)%	(6,5)%
Taux d'impôt sur les sociétés	T_{IS}	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %
Bêta avec levier	β_L	1,00	1,25	1,00	1,25	1,44
implicite <i>ex-ante</i> du marché	TRI_M	9,2 %	9,2 %	9,2 %	9,2 %	9,2 %
Taux sans risque (10 ans)	R_f	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %
Prime de risque actions	$\Pi_E = TRI_M - R_f$	6,6 %	6,6 %	6,6 %	6,6 %	6,6 %
dont prime de biais optimiste large caps	Π_O	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %
dont prime de risque de défaut large caps	Π_D	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
dont prime AAA	Π_{AAA}	(0,4)%	(0,4)%	(0,4)%	(0,4)%	(0,4)%
Sous-total biais large caps + prime AAA	$\Pi_{LC} = \Pi_O + \Pi_D + \Pi_{AAA}$	2,2 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %
Prime MEDAF résultante	$\Pi_R = \Pi_E - \Pi_{LC}$	4,3 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %
Prime MEDAF affectée du bêta	$\Pi_R \times \beta_L$	4,3 %	5,4 %	4,4 %	5,4 %	6,3 %
Prime de taille observée	A	-	0,1 %	5,4 %	5,4 %	5,4 %
Biais de prévision small cap	B	-	(0,5)%	(0,9)%	(0,9)%	(0,9)%
Prime résiduelle de taille	$\Pi_T = A + B$	-	(0,4)%	4,4 %	4,4 %	4,4 %
Prime de risque pays	Π_P	-	-	-	-	-
Coût des fonds propres	$k_e = R_f + \Pi_R \times \beta_L + \Pi_{LC} + \Pi_T + \Pi_P$	9,2 %	9,8 %	13,6 %	14,7 %	15,5 %
Taux sans risque	R_f	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %
Spread de crédit	S_C	0,9 %	2,0 %	2,7 %	2,7 %	2,7 %
Prime de risque pays	Π_P	-	-	-	-	-
Coût de la dette avant IS : kd	$k_d = R_f + S_C + \Pi_P$	3,2 %	4,3 %	5,1 %	5,1 %	5,1 %
Charge d'intérêt après IS	$K_{dIS} = K_d \times (1 - T_{IS})$	2,4 %	3,2 %	3,8 %	3,8 %	3,8 %
Levier cible en valeur d'entreprise	$L_{VE} = DN / (DN + VFP)$	18,1 %	(6,9)%	(6,9)%	(6,9)%	(6,9)%
Coût moyen pondéré du capital	$CMPC = L_{VE} \times K_{dIS} + (1 - L_{VE}) \times k_e$	8,0 %	9,8 %	13,6 %	14,7 %	15,5 %
Inflation cible EUR	i_ϵ	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
Inflation cible locale	i_p	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
Coût moyen pondéré du capital ajusté	$CMPC = (1 + CMPC_\epsilon) \times (1 + i_p) / (1 + i_\epsilon) - 1$	7,7 %	9,6 %	13,4 %	14,4 %	15,3 %

8.4.4 Taux d'actualisation Globid – T4EX (USA)

Appréciation du taux d'actualisation	30-sept.-24					
	Référence / Calcul	Marché	Secteur	T4EX		
				f.basse	Val.centrale	f.haute
Estimation du bêta anticipé :						
Bêta de l'actif économique	β_u	0,90	1,31	1,06	1,31	1,52
Levier en fonds propres	$L_e = DN / VFP$	14,7 %	(6,5)%	(6,5)%	(6,5)%	(6,5)%
Taux d'impôt sur les sociétés	T_{IS}	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %
Bêta avec levier	β_L	1,00	1,25	1,01	1,25	1,44
TRI implicite <i>ex-ante</i> du marché	TRI_M	7,6 %	7,6 %	7,6 %	7,6 %	7,6 %
Taux sans risque (10 ans)	R_f	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Prime de risque actions	$\Pi_E = TRI_M - R_f$	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %
dont prime de biais optimiste large caps	Π_O	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
dont prime de risque de défaut large caps	Π_D	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %
dont prime AAA	Π_{AAA}	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Sous-total biais large caps + prime AAA	$\Pi_{LC} = \Pi_O + \Pi_D + \Pi_{AAA}$	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Prime MEDAF résultante	$\Pi_R = \Pi_E - \Pi_{LC}$	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %
Prime MEDAF affectée du bêta	$\Pi_R \times \beta_L$	0,6 %	0,8 %	0,6 %	0,8 %	0,9 %
Prime de taille observée	A	-	0,4 %	7,8 %	7,8 %	7,8 %
Biais de prévision small cap	B	-	1,0 %	(2,7)%	(2,7)%	(2,7)%
Prime résiduelle de taille	$\Pi_T = A + B$	-	1,4 %	5,1 %	5,1 %	5,1 %
Prime de risque pays	Π_P	-	-	-	-	-
Coût des fonds propres	$k_e = R_f + \Pi_R \times \beta_L + \Pi_{LC} + \Pi_T + \Pi_P$	7,6 %	9,1 %	12,7 %	12,9 %	13,0 %
Taux sans risque	R_f	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %
Spread de crédit	S_C	0,9 %	1,9 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %
Coût de la dette avant IS : kd	$k_d = R_f + S_C + \Pi_P$	4,4 %	5,5 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %
Charge d'intérêt après IS	$k_{dIS} = k_d \times (1 - T_{IS})$	3,2 %	4,0 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %
Levier cible en valeur d'entreprise	$L_{VE} = DN / (DN + VFP)$	12,8 %	(6,9)%	(6,9)%	(6,9)%	(6,9)%
Coût moyen pondéré du capital	$CMPC = L_{VE} \times k_{dIS} + (1 - L_{VE}) \times k_e$	7,0 %	9,1 %	12,7 %	12,9 %	13,0 %
Inflation cible USD	i_ϵ	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %
Inflation cible USD	i_p	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %
Coût moyen pondéré du capital ajusté	$CMPC = (1 + CMPC_\epsilon) \times (1 + i_p) / (1 + i_\epsilon) - 1$	7,0 %	9,1 %	12,7 %	12,9 %	13,0 %

8.4.5 Taux d'actualisation Change / Métaux précieux

Appréciation du taux d'actualisation	30-sept.-24					
	Référence / Calcul	Marché	Secteur	Change/Métaux précieux		
				f.basse	Val.centrale	f.haute
Estimation du bêta anticipé :						
Bêta de l'actif économique	β_u	0,86	1,31	0,73	1,31	1,86
Levier en fonds propres	$L_e = DN / VFP$	22,0 %	(14,7)%	(14,7)%	(14,7)%	(14,7)%
Taux d'impôt sur les sociétés	T_{IS}	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %
Bêta avec levier	β_L	1,00	1,17	0,65	1,17	1,66
TRI implicite <i>ex-ante</i> du marché	TRI_M	9,2 %	9,2 %	9,2 %	9,2 %	9,2 %
Taux sans risque (10 ans)	R_f	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %
Prime de risque actions	$\Pi_E = TRI_M - R_f$	6,6 %	6,6 %	6,6 %	6,6 %	6,6 %
dont prime de biais optimiste large caps	Π_O	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %
dont prime de risque de défaut large caps	Π_D	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
dont prime AAA	Π_{AAA}	(0,4)%	(0,4)%	(0,4)%	(0,4)%	(0,4)%
Sous-total biais large caps + prime AAA	$\Pi_{LC} = \Pi_O + \Pi_D + \Pi_{AAA}$	2,2 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %
Prime MEDAF résultante	$\Pi_R = \Pi_E - \Pi_{LC}$	4,3 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %
Prime MEDAF affectée du bêta	$\Pi_R \times \beta_L$	4,3 %	5,1 %	2,8 %	5,1 %	7,2 %
Prime de taille observée	A	-	1,5 %	5,4 %	5,4 %	5,4 %
Biais de prévision small cap	B	-	0,6 %	(0,2)%	(0,2)%	(0,2)%
Prime résiduelle de taille	$\Pi_T = A + B$	-	2,1 %	5,1 %	5,1 %	5,1 %
Coût des fonds propres	$k_e = R_f + \Pi_R \times \beta_L + \Pi_{LC} + \Pi_T + \Pi_P$	9,2 %	12,0 %	12,8 %	15,1 %	17,2 %
Taux sans risque	R_f	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %
Spread de crédit	S_C	0,9 %	3,0 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %
Prime de risque pays	Π_P	-	-	-	-	-
Coût de la dette avant IS : kd	$k_d = R_f + S_C + \Pi_P$	3,2 %	5,4 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Charge d'intérêt après IS	$k_{dIS} = k_d \times (1 - T_{IS})$	2,4 %	4,0 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %
Levier cible en valeur d'entreprise	$L_{VE} = DN / (DN + VFP)$	18,1 %	(17,3)%	(17,3)%	(17,3)%	(17,3)%
Coût moyen pondéré du capital	$CMPC = L_{VE} \times k_{dIS} + (1 - L_{VE}) \times k_e$	8,0 %	12,0 %	12,8 %	15,1 %	17,2 %
Inflation cible EUR	i_ϵ	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
Inflation cible France	i_p	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
Coût moyen pondéré du capital ajusté	$CMPC = (1 + CMPC_\epsilon) \times (1 + i_p) / (1 + i_\epsilon) - 1$	7,7 %	11,8 %	12,6 %	14,8 %	16,9 %

8.4.6 Description des concepts utilisés dans l'appréciation des fourchettes de taux d'actualisation

- **TRI implicite du marché** : rendement implicite ex-ante observé sur un échantillon de 1 164 sociétés cotées de la zone euro au 30 septembre 2024 (lissage 3 mois, source : Fairness Finance) qui permet d'égaliser la somme actualisée des prévisions de flux de trésorerie libres avec la capitalisation boursière.
- **Taux sans risque** : rendement des emprunts à 10 ans des états de la zone euro notés AA et mieux et pondéré par leurs poids dans le PIB, meilleure estimation selon nous du rendement sans risque sur l'horizon d'investissement d'un investisseur actions ;
- **Prime de risque action** : écart entre le TRI implicite du marché et le taux sans risque.
- **Prime AAA** : écart de rendement observé à date entre les emprunts d'Etats et les obligations *corporate* AAA émises en euros. Cet écart de rendement est une composante de la prime de risque action correspondant à la différence entre un placement sans risque souverain et un placement sans risque *corporate*, sur laquelle ne s'applique pas le bêta.
- **Biais de prévision large cap** : somme de la prime de risque de défaut et de la prime de risque pour biais d'optimisme intégrées dans la prime de risque action pour le marché dans son ensemble et donc pour les large cap, sur lesquelles le bêta ne s'applique pas (estimation Fairness Finance³⁵).
- **Prime de risque MEDAF** : pure prime de risque résiduelle au sens MEDAF, sur laquelle s'applique le coefficient bêta.
- **Fourchettes de bêtas de l'actif économique (désendetté) retenues** : cf. annexe 8.3.
- **Prime résiduelle de taille** : Surcroît de rendement³⁶ exigé par les investisseurs en actions à date pour les sociétés de la taille d'IDSUD, ajusté des éléments suivants :
 - la méthodologie d'appréciation des primes de taille Fairness Finance neutralise le bêta³⁷ de chacun des sous-segments de marché permettant la régression du surcroît de rendement demandé par les investisseurs en fonction de la taille ;
 - correction des biais de prévisions small cap en retraitant le risque de défaut lié à la notation moyenne des small cap pour la remplacer par celle estimée par le modèle Fairness Finance pour un risque crédit BB+³⁸.
- **Coût de la dette avant IS** : coût de la dette au 30 septembre 2024 issu du modèle Fairness Finance pour une société notée BB+ et une maturité de 5 ans.
- **Levier cible** : Levier moyen exprimé en valeur d'entreprise (dette financière nette sur valeur d'entreprise) des échantillons de comparables boursiers, considérés une bonne estimation de structure financière optimale cible applicable à chacun des secteurs considérés.

³⁵ Cf. modèle Fairness Finance Advanced, détaillé sur [fairness-finance.com](https://www.fairness-finance.com) qui présente la bibliographie associée.

³⁶ Issu des calculs Fairness Finance sur l'échantillon zone euro, soit de la régression mensuelle des TRI moyens du marché considéré, découpé en quantiles de taille (cf. fiche technique Fairness Finance n°4).

³⁷ Bêta mensuel calculé sur une période de trois ans régressant les variations de l'indice constitué par le quantile de taille par rapport à l'indice constitué par l'échantillon utilisé pour le calcul de la prime de risque.

³⁸ Déduit des conditions de financement octroyées à la société par la banque Hottinguer.

8.5 Prévisions macroéconomiques

Prévisions macroéconomiques (WOE du FMI, avril 2024)									
Pays	Indicateur	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
France	Croissance réelle du PIB	2,5 %	0,9 %	0,7 %	1,4 %	1,6 %	1,5 %	1,4 %	1,3 %
France	Déflateur du PIB	n.a.	5,3 %	2,8 %	2,0 %	1,9 %	1,8 %	1,8 %	1,7 %
France	Inflation (IPC, moyen)	5,9 %	5,7 %	2,4 %	1,8 %	1,8 %	1,8 %	1,8 %	1,7 %
Etats-Unis	Croissance réelle du PIB	1,9 %	2,5 %	2,7 %	1,9 %	2,0 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %
Etats-Unis	Déflateur du PIB	n.a.	3,6 %	2,4 %	1,8 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
Etats-Unis	Inflation (IPC, moyen)	8,0 %	4,1 %	2,9 %	2,0 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %
Zone Euro	Croissance réelle du PIB	3,4 %	0,4 %	0,8 %	1,5 %	1,4 %	1,3 %	1,3 %	1,2 %
Zone Euro	Déflateur du PIB	n.a.	6,0 %	2,9 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	1,9 %	1,9 %
Zone Euro	Inflation (IPC, moyen)	8,4 %	5,4 %	2,4 %	2,1 %	2,0 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
Chine	Croissance réelle du PIB	8,5 %	3,0 %	5,0 %	4,2 %	4,1 %	4,1 %	3,7 %	3,4 %
Chine	Déflateur du PIB	n.a.	2,2 %	(1,0)%	1,8 %	1,8 %	2,0 %	2,1 %	2,2 %
Chine	Inflation (IPC, moyen)	0,9 %	1,9 %	0,7 %	1,7 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %

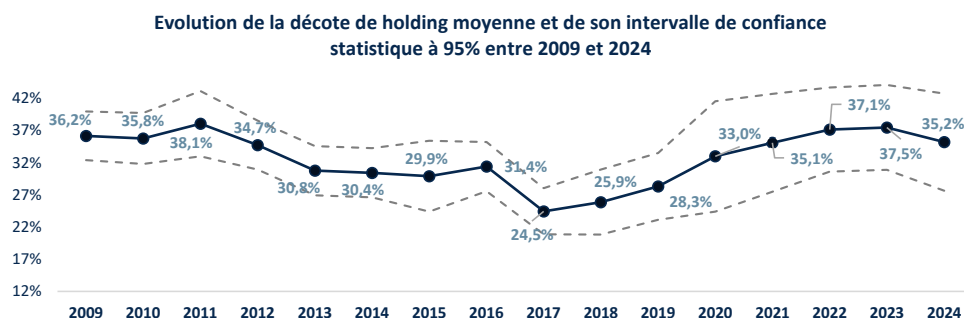
8.6 Décotes de holding

8.6.1 Echantillon de référence et données à date

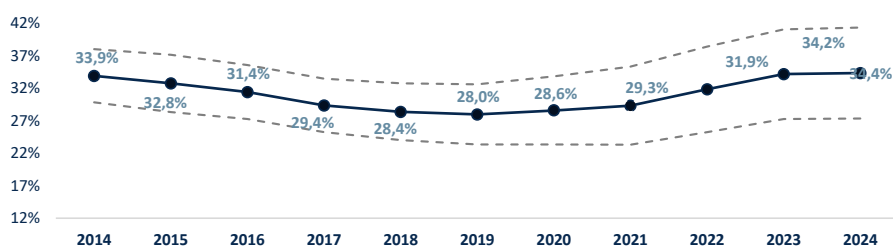
Société	Pays	Dernier ANR connu par action	Date de calcul de l'ANR	Cours de bourse retenu*	Décote observée
Altamir	France	35,5	30/06/2024	25,8	(27,4)%
Altur Investissement	France	11,3	31/12/2023	10,9	(3,4)%
Bois Sauvage	Belgique	497,7	30/06/2024	264,3	(46,9)%
Brederode	Belgique	134,8	30/06/2024	113,8	(15,6)%
Burelle	France	689,0	30/06/2024	393,9	(42,8)%
Compagnie Lebon	France	228,4	30/06/2024	94,7	(58,5)%
Eurazeo	France	107,4	31/12/2023	71,1	(33,8)%
Exor	Italie	178,5	30/06/2024	98,8	(44,6)%
Peugeot Invest	France	226,7	30/06/2024	99,3	(56,2)%
GBL	Belgique	113,9	30/06/2024	68,1	(40,2)%
HBM Healthcare Investments	Suisse	252,1	30/06/2024	207,6	(17,7)%
IDI	France	92,4	30/06/2024	69,9	(24,3)%
KBC Ancora	Belgique	57,9	31/12/2023	39,9	(31,0)%
Luxempart	Luxembourg	114,2	30/06/2024	75,4	(34,0)%
Quest for Growth	Belgique	7,4	30/06/2024	4,5	(39,1)%
Solvac	Belgique	179,2	31/12/2023	121,7	(32,1)%
Wendel	France	175,2	30/06/2024	86,7	(50,5)%
Moyenne des décotes observées					(35,2)%
Médiane des décotes observées					(34,0)%
Ecart-type des décotes observées					14,7%
Nombre d'observations					17
Marge d'erreur au seuil de 95%					7,6%

* Moyenne 20 jours à la date de calcul de l'ANR

8.6.2 Evolution historique de la décote moyenne



Evolution de la décote de holding moyenne lissée sur 5 ans et de son intervalle de confiance statistique à 95% entre 2014 et 2024



8.7 Frais d'exploitation non pris en charge par les filiales

8.7.1 Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation utilisé pour capitaliser les charges d'exploitation assumées par IDSUD SA a été déterminé en utilisant le bêta observé au 30 septembre 2024 au sein des sociétés européennes composant le secteur GICS de niveau 3 « Professional Services »³⁹. Ce taux a été ajusté pour tenir compte de la stabilité des charges assumées par la holding dans le temps mais tient toutefois compte d'une prime de taille significative (3,2 %), option particulièrement favorable à l'actionnaire minoritaire.

Appréciation du taux d'actualisation	30-sept.-24		
	Référence / Calcul	Secteur	Charges IDSUD SA
Estimation du bêta anticipé :			
Bêta de l'actif économique	β_u	0.65	0.65
Levier en fonds propres	$L_e = DN / VFP$	8.2 %	8.2 %
Taux d'impôt sur les sociétés	T_{IS}	25.8 %	25.8 %
Bêta avec levier	β_L	0.68	0.68
TRI implicite ex-ante du marché	TRI_M	9.2 %	9.2 %
Taux sans risque (10 ans)	R_f	2.6 %	2.6 %
Prime de risque actions	$\Pi_E = TRI_M - R_f$	6.6 %	6.6 %
dont prime de biais optimiste large caps	Π_O	2.1 %	2.1 %
dont prime de risque de défaut large caps	Π_D	0.5 %	0.5 %
dont prime AAA	Π_{AAA}	(0.4)%	(0.4)%
Sous-total biais large caps + prime AAA	$\Pi_{LC} = \Pi_O + \Pi_D + \Pi_{AAA}$	2.2 %	2.2 %
Prime MEDAF résultante	$\Pi_R = \Pi_E - \Pi_{LC}$	4.3 %	4.3 %
Prime MEDAF affectée du bêta	$\Pi_R \times \beta_L$	3.0 %	3.0 %
Prime de taille observée	A	1.5 %	5.4 %
Biais de prévision small cap	B	(2.6)%	(2.1)%
Prime résiduelle de taille	$\Pi_T = A + B$	(1.2)%	3.2 %
Prime de risque pays	Π_P	-	-
Coût des fonds propres	$k_e = R_f + \Pi_R \times \beta_L + \Pi_{LC} + \Pi_T + \Pi_P$	6.6 %	11.1 %
Taux sans risque	R_f	2.3 %	2.3 %
Spread de crédit	S_C	1.0 %	2.3 %
Prime de risque pays	Π_P	-	-
Coût de la dette avant IS : kd	$k_d = R_f + S_C + \Pi_P$	3.4 %	4.6 %
Charge d'intérêt après IS	$K_{dis} = K_d \times (1 - T_{IS})$	2.5 %	3.4 %
Levier cible en valeur d'entreprise	$L_{VE} = DN / (DN + VFP)$	7.6 %	7.6 %
Coût moyen pondéré du capital	$CMPC = L_{VE} \times K_{dis} + (1 - L_{VE}) \times K_e$	6.3 %	10.5 %

8.7.2 Frais d'exploitation normatifs capitalisés

Les pertes d'exploitations normatives ont été estimées en ajustant le résultat d'exploitation d'IDSUD SA du résultat d'exploitation de l'activité change/métaux précieux, d'une charge de loyer théorique compensant la prise en compte de la valeur vénale de l'immeuble marseillais, de charges non récurrentes et de l'inflation constatée pour les exercices précédent 2023.

³⁹ Source : Fairness Finance.

Ce montant a ensuite été capitalisé en appliquant la formule de rente à l'infini de Gordon Shapiro et en retenant un taux d'actualisation de 10,5 % (cf. supra) et un taux de croissance à l'infini de 2,1 % (taux de croissance annuel moyen des charges de personnels IDSUD de 2017 à 2023).

Frais de holding Capitalisation k€	2021 Comptes	2022 Comptes	2023 Comptes	Moyenne 2021-2023
Résultat d'exploitation	(2 188)	(2 220)	(2 328)	(2 245)
Annulation Dot/Repr. de prov.	15	1	-	5
Annulation REX Change/Métaux précieux	6	(173)	(274)	(147)
Réintégration d'une charge de loyer	(105)	(111)	(113)	(110)
Frais de déplacement	-	-	68	23
Honoraires des conseils	-	28	130	53
Honoraires de commissariat aux comptes	59	59	-	39
Rémunération audit exceptionnel	32	96	-	43
Ajustement des frais non récurrents	91	183	198	157
Pertes d'exploitation de la holding	(2 181)	(2 320)	(2 517)	(2 339)
Inflation	5.9 %	5.7 %	2.4 %	
Pertes d'exploitation corrigées de l'inflation	(2 309)	(2 451)	(2 578)	(2 446)
Taux d'actualisation				10.5%
Taux de croissance à l'infini				2.1%
Pertes capitalisées				(29 877)

8.8 TRI implicite du dividende FDJ

Le TRI implicite du titre FDJ a été déterminé en cherchant le taux d'actualisation qui permet d'égaliser les dividendes futurs tels qu'anticipés par les analystes financiers avec le cours de bourse.

FDJ	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Valeur term.
m€	Réalisé	Réalisé	Réalisé	Budget	Consensus	Consensus	BM&A
Résultat net	294.2	307.9	425.1	419.8	470.5	505.1	
Résultat net par action	1.54 €	1.61 €	2.23 €	2.26 €	2.52 €	2.70 €	2.75 €
Dividende par action	1.24 €	1.37 €	1.78 €	1.90 €	2.07 €	2.22 €	2.34 €
Payout	80.5 %	85.1 %	79.8 %	84.0 %	82.2 %	81.9 %	85.0 %
Flux perçus par l'actionnaire				1.90 €	2.07 €	2.22 €	37.20 €
Date de détachement du coupon	23/06/21	04/05/22	08/05/23	06/05/24	06/05/25	06/05/26	n.a.
Pas d'actualisation	-	-	-	-	0.6	1.6	1.6
Flux actualisés					1.98 €	1.96 €	32.97 €
Date d'évaluation				11/10/2024			
Cours de bourse				36.92 €			
Taux de croissance à l'infini				1.71%			
Somme des flux actualisés				36.92 €			
TRI implicite				8.00%			

Source : LSEG Workspace, consensus des analystes financiers


8.9 Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers

8.9.1 IDSUD Energies























Société	Description	Agrégats
 <p>Canadian Solar Inc. est une société canadienne spécialisée dans la technologie solaire et les énergies renouvelables. Elle est un fabricant de modules solaires photovoltaïques, un fournisseur de solutions d'énergie solaire et de stockage d'énergie par batterie, et un développeur de projets d'énergie solaire et de stockage d'énergie par batterie à l'échelle des services publics, avec un pipeline géographiquement diversifié à différents stades de développement.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>1 262,2 m€</p> <p>6 997,2 m€</p> <p>10,4%</p> <p>6,0%</p> <p>5,0x</p> <p>8,8x</p>
 <p>Enphase Energy, Inc. est une entreprise mondiale de technologie énergétique. Elle conçoit, développe, fabrique et vend des solutions énergétiques domestiques qui gèrent la production d'énergie, le stockage d'énergie, le contrôle et les communications sur une plateforme intelligente. Son système Enphase Energy apporte une approche de haute technologie en réseau à la production solaire et au stockage d'énergie, en tirant parti de sa conception de l'électronique de puissance, des semi-conducteurs et des technologies logicielles basées sur l'informatique en nuage.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>61,1 m€</p> <p>2 130,2 m€</p> <p>32,3%</p> <p>19,5%</p> <p>20,9x</p> <p>34,8x</p>
 <p>Enerside Energy SA est une entreprise espagnole qui opère dans le secteur de l'énergie solaire photovoltaïque. Elle est présente à tous les stades de développement des centrales photovoltaïques. Les activités de l'entreprise se concentrent sur trois domaines d'activité différents : Le développement de projets, qui se concentre sur la prospection, le développement, le conseil et l'ingénierie ; la construction, engagée dans l'ingénierie, l'approvisionnement, la logistique et la construction ; et l'exploitation et la maintenance, qui comprend la gestion des actifs, le contrôle des centrales, leur exploitation et leur maintenance.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>83,5 m€</p> <p>18,1 m€</p> <p>n.a</p> <p>n.a</p> <p>n.a</p> <p>n.a</p>
 <p>Ferroamp AB (publ) est une entreprise suédoise spécialisée dans les technologies vertes. Elle développe, fabrique et commercialise une plateforme d'optimisation de la puissance et de l'énergie et propose aux propriétaires des solutions durables pour l'approvisionnement en énergie. Elle propose le système EnergyHub, une technologie brevetée qui améliore l'utilisation de l'énergie solaire tout en augmentant la production du système. Ce système comprend la fonctionnalité ACE (Adaptive Current Equalization) et un stockage d'énergie intégré qui continue à utiliser les modules d'alimentation après le coucher du soleil.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>28,9 m€</p> <p>31,6 m€</p> <p>n.a</p> <p>n.a</p> <p>n.a</p> <p>n.a</p>
 <p>SMA Solar Technology AG est un développeur de technologie de systèmes photovoltaïques (PV). Elle opère à travers cinq segments :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Résidentiel : petits systèmes photovoltaïques pour les applications privées avec des micro-onduleurs 2) Commercial : onduleurs triphasés, des solutions de gestion de l'énergie et de moyenne tension 3) Utilitaire : les centrales photovoltaïques à grande échelle avec onduleurs centraux et des services de réseau. 4) Hors réseau : à travers l'intégration de différentes technologies de batteries et de classes de puissance. 5) Stockage et service : service et la maintenance, la gestion opérationnelle et les pièces détachées. 	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>1 916,1 m€</p> <p>1 904,1 m€</p> <p>15,8%</p> <p>14,1%</p> <p>5,5x</p> <p>6,2x</p>
 <p>Equals Group Plc est un fournisseur de technologies financières (fintech), principalement des services bancaires et de change. Les segments de la société comprennent les cartes de devises (à la fois pour les particuliers et les entreprises), les paiements internationaux, les solutions, le Travel Cash, les services bancaires et les services centraux (qui comprennent les frais généraux et les coûts d'entreprise).</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>3 551,9 m€</p> <p>2 755,3 m€</p> <p>11,4%</p> <p>9,7%</p> <p>9,6x</p> <p>11,2x</p>
 <p>Shoals Technologies Group, Inc. est un fournisseur de solutions d'équilibre électrique du système (EBOS) pour les infrastructures solaires, de stockage de batteries et de recharge de véhicules électriques. L'EBOS englobe tous les composants nécessaires pour acheminer le courant électrique produit par les panneaux solaires vers un onduleur et, en fin de compte, vers le réseau électrique (assemblages de câbles, des fusibles en ligne, combinateurs, des déconnecteurs, des recombineurs, des systèmes de surveillance sans fil, des boîtes de jonction etc.)</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>2 022,9 m€</p> <p>451,2 m€</p> <p>35,5%</p> <p>24,0%</p> <p>12,9x</p> <p>19,1x</p>
 <p>SPI Energy Co. est une entreprise spécialisée dans les énergies renouvelables et un fournisseur de solutions photovoltaïques (PV) pour les entreprises, les particuliers, les gouvernements, les services publics et les investisseurs. Les secteurs d'activité de la société comprennent les solutions en matière d'énergie renouvelable et la construction et l'exploitation de stations photovoltaïques. La société développe des projets solaires photovoltaïques qui sont soit vendus à des opérateurs tiers, soit détenus et exploités par la société pour vendre de l'électricité au réseau dans plusieurs pays d'Asie, d'Amérique du Nord et d'Europe.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>18,7 m€</p> <p>194,6 m€</p> <p>n.a</p> <p>n.a</p> <p>n.a</p> <p>n.a</p>
 <p>Tigo Energy, Inc. se consacre au développement et à la fabrication de solutions matérielles et logicielles intelligentes. Elle conçoit des produits de conversion et de stockage de l'énergie solaire. Elle développe et fabrique également des produits tels que des onduleurs et des systèmes de stockage de batteries pour le marché résidentiel de l'énergie solaire et du stockage. Ses produits MLPE permettent de surveiller l'énergie en temps réel et d'assurer l'arrêt rapide requis par le code au niveau du module. L'entreprise propose également une solution résidentielle d'intelligence énergétique (EI)</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p>	<p>73,4 m€</p> <p>135,6 m€</p> <p>1,0%</p> <p>n.a</p> <p>48,6x</p>



















Société	Description	Agrégats
 <p>Alfen NV (Alfen) est une société engagée dans la conception, le développement et la production d'équipements de réseau électrique. La société est active dans trois secteurs d'activité :</p> <p>1) Smart Grids fournit des systèmes normalisés de connexion au réseau électrique, des postes de transformation secondaires, des réseaux électriques locaux etc..</p> <p>2) Energy Storage, responsable du développement et de l'installation de systèmes modulaires de stockage d'énergie</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p>	<p>1 085,8 m€</p> <p>504,5 m€</p> <p>10,5%</p> <p>8,4%</p> <p>20,0x</p>
 <p>Eguana Technologies Inc. est une société canadienne qui conçoit et fabrique des systèmes de stockage d'énergie résidentiels et commerciaux. L'entreprise est engagée dans la fourniture d'électronique de puissance en bordure de réseau pour les applications de piles à combustible, photovoltaïques et de batteries, et fournit diverses solutions à partir de ses installations de fabrication en Europe, en Australie et en Amérique du Nord. La société fournit des systèmes de stockage d'énergie pour l'autoconsommation solaire, les services de réseau et les applications de charge de la demande à la périphérie du réseau. Les gammes de produits de la société sont basées sur une plateforme technologique brevetée de contrôle avancé de l'énergie, pilotée par logiciel.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>4,74</p> <p>10,95</p> <p>n.a</p> <p>n.a</p> <p>n.a</p> <p>n.a</p>
 <p>Energy SpA est spécialisée dans l'industrie des systèmes de stockage d'énergie provenant de sources renouvelables sur les marchés résidentiel, commercial et industriel, ainsi que sur les marchés des services publics et de la mobilité électrique. Elle fournit des systèmes développés avec des logiciels qui permettent de gérer la surveillance et le processus de stockage, l'utilisation de l'énergie, la consommation et le trafic d'énergie au sein d'une plateforme en nuage.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>108,7 m€</p> <p>64,6 m€</p> <p>16,7%</p> <p>15,4%</p> <p>9,8x</p> <p>10,6x</p>
 <p>Invinity Energy Systems PLC fabrique à l'échelle mondiale des stocks d'énergie de qualité utilitaire. Elle fabrique et vend des systèmes de batteries à flux de vanadium et les services d'installation, de garantie et autres qui y sont associés. Elle fabrique des batteries à flux de vanadium pour répondre aux besoins de stockage d'énergie à grande échelle et à haut débit des entreprises, de l'industrie et des réseaux électriques.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>59,3 m€</p> <p>26,2 m€</p> <p>n.a</p> <p>n.a</p> <p>n.a</p> <p>n.a</p>
 <p>NHOA SA est une entreprise française spécialisée dans le stockage de l'énergie et l'e-mobilité (mobilité électronique). Elle facilite la transition mondiale vers une énergie propre et une mobilité durable. Elle fournit des activités de recherche et développement et de production avec une usine industrielle. Elle propose une technologie qui permet d'intégrer les sources renouvelables au stockage, depuis les batteries au lithium jusqu'à l'hydrogène, y compris pour les véhicules électriques. La société propose des systèmes de stockage de l'énergie à l'échelle de l'entreprise pour transformer les fermes solaires ou éoliennes en une énergie durable.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p>	<p>176,7 m€</p> <p>272,2 m€</p> <p>n.a</p> <p>n.a</p> <p>n.a</p>

8.9.2 Kehua France













Société	Description	Agrégats												
	Solar A/S distribue des composants électriques, de chauffage, de plomberie et de ventilation. Elle propose des éclairages, des chaudières et des radiateurs, des chauffe-eau, des pompes à chaleur, des interrupteurs et des prises de courant, des boutons de détection et des boutons-poussoirs, des ventilateurs et des unités de traitement de l'air, des unités de chauffage solaire, des systèmes d'alarme incendie, des contacteurs et des câbles pour les secteurs de la construction, de la marine et de l'offshore, et des télécommunications. Les produits sont distribués par l'intermédiaire d'un réseau	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière</td><td>288,1 m€</td></tr> <tr><td>CA 2023</td><td>1 748,6 m€</td></tr> <tr><td>% EBITDA 2023</td><td>5,5%</td></tr> <tr><td>% EBIT 2023</td><td>4,2%</td></tr> <tr><td>VE/EBITDA 2023</td><td>4,5x</td></tr> <tr><td>VE/EBIT 2023</td><td>17,5x</td></tr> </table>	Capitalisation boursière	288,1 m€	CA 2023	1 748,6 m€	% EBITDA 2023	5,5%	% EBIT 2023	4,2%	VE/EBITDA 2023	4,5x	VE/EBIT 2023	17,5x
Capitalisation boursière	288,1 m€													
CA 2023	1 748,6 m€													
% EBITDA 2023	5,5%													
% EBIT 2023	4,2%													
VE/EBITDA 2023	4,5x													
VE/EBIT 2023	17,5x													
	Helloworld Travel Limited est une société de distribution de voyages. Elle est engagée dans la vente de produits et de services de voyage internationaux et nationaux, dans l'exploitation de réseaux de distribution au détail d'agents de voyage et dans des opérations de fret spécialisées. Ses secteurs d'activité comprennent les opérations de voyage et le transport, la logistique et l'entreposage. La société propose des réseaux de vente au détail de voyages d'agrément et de voyages d'affaires, des réseaux de courtiers en voyages, des services de gestion des destinations (entrantes) etc..	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière</td><td>479,0 m€</td></tr> <tr><td>CA 2023</td><td>426,2 m€</td></tr> <tr><td>% EBITDA 2023</td><td>10,3%</td></tr> <tr><td>% EBIT 2023</td><td>8,0%</td></tr> <tr><td>VE/EBITDA 2023</td><td>13,6x</td></tr> <tr><td>VE/EBIT 2023</td><td>17,5x</td></tr> </table>	Capitalisation boursière	479,0 m€	CA 2023	426,2 m€	% EBITDA 2023	10,3%	% EBIT 2023	8,0%	VE/EBITDA 2023	13,6x	VE/EBIT 2023	17,5x
Capitalisation boursière	479,0 m€													
CA 2023	426,2 m€													
% EBITDA 2023	10,3%													
% EBIT 2023	8,0%													
VE/EBITDA 2023	13,6x													
VE/EBIT 2023	17,5x													
	Thermador Groupe SA distribue des équipements de plomberie spécialisés (robinets, les pompes et les équipements de chauffage). Elle opère à travers un certain nombre de filiales : Sferaco, engagée dans la construction de robinets et de raccords industriels ; Sectoriel, fabrique des motorisations pour robinets ; Jetly produit des pompes domestiques et des accessoires ainsi que des stations de relevage ; Thermador distribue des composants de circuits de chauffage central et d'eau chaude sanitaire etc...	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière</td><td>815,4 m€</td></tr> <tr><td>CA 2023</td><td>589,4 m€</td></tr> <tr><td>% EBITDA 2023</td><td>15,2%</td></tr> <tr><td>% EBIT 2023</td><td>13,7%</td></tr> <tr><td>VE/EBITDA 2023</td><td>8,7x</td></tr> <tr><td>VE/EBIT 2023</td><td>9,7x</td></tr> </table>	Capitalisation boursière	815,4 m€	CA 2023	589,4 m€	% EBITDA 2023	15,2%	% EBIT 2023	13,7%	VE/EBITDA 2023	8,7x	VE/EBIT 2023	9,7x
Capitalisation boursière	815,4 m€													
CA 2023	589,4 m€													
% EBITDA 2023	15,2%													
% EBIT 2023	13,7%													
VE/EBITDA 2023	8,7x													
VE/EBIT 2023	9,7x													
	Travis Perkins plc est un distributeur de matériaux de construction. Les segments de la société comprennent le négoce et les stations-service. Son segment Merchandising comprend des marques telles que Travis Perkins, BSS, Keyline et CCF. La marque Travis Perkins est un marchand général qui propose des produits lourds. La marque BSS fournit des solutions de chauffage et de refroidissement commerciales et industrielles aux entrepreneurs. La marque Keyline aide les constructeurs de maisons, les entreprises de travaux publics et les entrepreneurs d'infrastructures à construire et à réaménager des installations.	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière</td><td>1 816,0 m€</td></tr> <tr><td>CA 2023</td><td>5 689,7 m€</td></tr> <tr><td>% EBITDA 2023</td><td>5,0%</td></tr> <tr><td>% EBIT 2023</td><td>3,2%</td></tr> <tr><td>VE/EBITDA 2023</td><td>7,6x</td></tr> <tr><td>VE/EBIT 2023</td><td>11,9x</td></tr> </table>	Capitalisation boursière	1 816,0 m€	CA 2023	5 689,7 m€	% EBITDA 2023	5,0%	% EBIT 2023	3,2%	VE/EBITDA 2023	7,6x	VE/EBIT 2023	11,9x
Capitalisation boursière	1 816,0 m€													
CA 2023	5 689,7 m€													
% EBITDA 2023	5,0%													
% EBIT 2023	3,2%													
VE/EBITDA 2023	7,6x													
VE/EBIT 2023	11,9x													
	Addtech AB est une société commerciale de technologie fournit des composants et des systèmes aux entreprises industrielles et au secteur des services. Elle est organisée en quatre grands domaines d'activité : Addtech Components concerne des composants techniques et des sous-systèmes utilisés en mécanique, en électromécanique, en électronique et en hydraulique; Addtech Energy commercialise et vend des solutions de batteries, des produits de distribution d'énergie et des produits de sécurité électrique, ainsi que des équipements pour la fabrication de faisceaux de câbles de Dafine Engineering Oy; Addtech Industrial Solutions vend des produits en matériaux polymères, des moteurs électriques et des transmissions.	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière</td><td>5 537,5 m€</td></tr> <tr><td>CA 2023</td><td>1 800,5 m€</td></tr> <tr><td>% EBITDA 2023</td><td>15,8%</td></tr> <tr><td>% EBIT 2023</td><td>11,9%</td></tr> <tr><td>VE/EBITDA 2023</td><td>21,7x</td></tr> <tr><td>VE/EBIT 2023</td><td>28,7x</td></tr> </table>	Capitalisation boursière	5 537,5 m€	CA 2023	1 800,5 m€	% EBITDA 2023	15,8%	% EBIT 2023	11,9%	VE/EBITDA 2023	21,7x	VE/EBIT 2023	28,7x
Capitalisation boursière	5 537,5 m€													
CA 2023	1 800,5 m€													
% EBITDA 2023	15,8%													
% EBIT 2023	11,9%													
VE/EBITDA 2023	21,7x													
VE/EBIT 2023	28,7x													
	Beijer Ref publ AB est une entreprise technologique active dans les domaines de la réfrigération et de la climatisation. Son portefeuille de produits comprend également des produits de refroidissement de confort et des opérations connexes, telles que des pompes à chaleur, en plus de l'offre standard. La société propose des produits de réfrigération commerciale, qui sont installés dans les supermarchés, les restaurants et les magasins d'alimentation ; des produits de refroidissement de confort, qui comprennent une gamme de produits de chauffage et de climatisation pour un usage commercial et domestique, ainsi que des produits destinés au secteur de la réfrigération industrielle.	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière</td><td>6 685,3 m€</td></tr> <tr><td>CA 2023</td><td>2 861,5 m€</td></tr> <tr><td>% EBITDA 2023</td><td>10,8%</td></tr> <tr><td>% EBIT 2023</td><td>9,7%</td></tr> <tr><td>VE/EBITDA 2023</td><td>22,2x</td></tr> <tr><td>VE/EBIT 2023</td><td>24,7x</td></tr> </table>	Capitalisation boursière	6 685,3 m€	CA 2023	2 861,5 m€	% EBITDA 2023	10,8%	% EBIT 2023	9,7%	VE/EBITDA 2023	22,2x	VE/EBIT 2023	24,7x
Capitalisation boursière	6 685,3 m€													
CA 2023	2 861,5 m€													
% EBITDA 2023	10,8%													
% EBIT 2023	9,7%													
VE/EBITDA 2023	22,2x													
VE/EBIT 2023	24,7x													
	Rexel SA se consacre à la distribution de pièces et fournitures électriques aux professionnels. Elle propose des produits et solutions électriques aux professionnels pour le bâtiment et pour les infrastructures résidentielles, industrielles et tertiaires, à travers ses points de vente. Elle dessert principalement trois marchés : tertiaire, industriel et résidentiel. La gamme de produits de la Société comprend des équipements d'installation électrique, des systèmes de conversion et de stockage d'énergie, des conduits et des câbles, de l'éclairage, de la sécurité et de la communication, de la climatisation, des outils manuels et électriques, des instruments de mesure, des équipements de protection et des produits blancs et marron.	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière</td><td>7 554,2 m€</td></tr> <tr><td>CA 2023</td><td>7 554,2 m€</td></tr> <tr><td>% EBITDA 2023</td><td>7,0%</td></tr> <tr><td>% EBIT 2023</td><td>6,3%</td></tr> <tr><td>VE/EBITDA 2023</td><td>6,9x</td></tr> <tr><td>VE/EBIT 2023</td><td>7,7x</td></tr> </table>	Capitalisation boursière	7 554,2 m€	CA 2023	7 554,2 m€	% EBITDA 2023	7,0%	% EBIT 2023	6,3%	VE/EBITDA 2023	6,9x	VE/EBIT 2023	7,7x
Capitalisation boursière	7 554,2 m€													
CA 2023	7 554,2 m€													
% EBITDA 2023	7,0%													
% EBIT 2023	6,3%													
VE/EBITDA 2023	6,9x													
VE/EBIT 2023	7,7x													
	Hudson Technologies, Inc. est une société de services de réfrigération. L'entreprise apporte des solutions aux problèmes récurrents de l'industrie de la réfrigération. Elle propose des solutions durables sur le plan environnemental, depuis la vente initiale de gaz réfrigérants jusqu'à l'élimination finale des réfrigérants et l'échange de crédits de carbone, en passant par la récupération, la valorisation et la réutilisation, le fonctionnement optimal des équipements grâce à la réparation des systèmes de climatisation et de réfrigération.	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière</td><td>464,5 m€</td></tr> <tr><td>CA 2023</td><td>265,2 m€</td></tr> <tr><td>% EBITDA 2023</td><td>29,0%</td></tr> <tr><td>% EBIT 2023</td><td>17,0%</td></tr> <tr><td>VE/EBITDA 2023</td><td>6,4x</td></tr> <tr><td>VE/EBIT 2023</td><td>6,9x</td></tr> </table>	Capitalisation boursière	464,5 m€	CA 2023	265,2 m€	% EBITDA 2023	29,0%	% EBIT 2023	17,0%	VE/EBITDA 2023	6,4x	VE/EBIT 2023	6,9x
Capitalisation boursière	464,5 m€													
CA 2023	265,2 m€													
% EBITDA 2023	29,0%													
% EBIT 2023	17,0%													
VE/EBITDA 2023	6,4x													
VE/EBIT 2023	6,9x													
	Applied Industrial Technologies, Inc. est un distributeur à valeur ajoutée et un fournisseur de solutions techniques dans les domaines du mouvement industriel, de l'énergie des fluides, du contrôle des flux, des technologies d'automatisation et des fournitures de maintenance connexes. Les segments de la société comprennent la distribution par centre de service et les solutions techniques.	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière</td><td>7 081,8 m€</td></tr> <tr><td>CA 2023</td><td>4 152,0 m€</td></tr> <tr><td>% EBITDA 2023</td><td>12,0%</td></tr> <tr><td>% EBIT 2023</td><td>10,9%</td></tr> <tr><td>VE/EBITDA 2023</td><td>14,3x</td></tr> <tr><td>VE/EBIT 2023</td><td>15,9x</td></tr> </table>	Capitalisation boursière	7 081,8 m€	CA 2023	4 152,0 m€	% EBITDA 2023	12,0%	% EBIT 2023	10,9%	VE/EBITDA 2023	14,3x	VE/EBIT 2023	15,9x
Capitalisation boursière	7 081,8 m€													
CA 2023	4 152,0 m€													
% EBITDA 2023	12,0%													
% EBIT 2023	10,9%													
VE/EBITDA 2023	14,3x													
VE/EBIT 2023	15,9x													
	Watsco, Inc. est engagée dans la distribution d'équipements de climatisation, de chauffage et de réfrigération ainsi que de pièces et fournitures connexes (CVC/R). Elle vend des produits sur le marché de la réfrigération commerciale, notamment des unités de condensation, des compresseurs, des évaporateurs, des vannes, des réfrigérants, des chambres froides et des machines à glace pour des applications industrielles et commerciales. Elle vend également une variété de produits non liés à l'équipement, notamment des pièces, des conduits, des produits de circulation d'air, de l'isolation, des outils, des fournitures d'installation, des thermostats et des produits de qualité de l'air.	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière</td><td>5 m€</td></tr> <tr><td>CA 2023</td><td>6 801,5 m€</td></tr> <tr><td>% EBITDA 2023</td><td>11,0%</td></tr> <tr><td>% EBIT 2023</td><td>10,6%</td></tr> <tr><td>VE/EBITDA 2023</td><td>24,7x</td></tr> <tr><td>VE/EBIT 2023</td><td>25,8x</td></tr> </table>	Capitalisation boursière	5 m€	CA 2023	6 801,5 m€	% EBITDA 2023	11,0%	% EBIT 2023	10,6%	VE/EBITDA 2023	24,7x	VE/EBIT 2023	25,8x
Capitalisation boursière	5 m€													
CA 2023	6 801,5 m€													
% EBITDA 2023	11,0%													
% EBIT 2023	10,6%													
VE/EBITDA 2023	24,7x													
VE/EBIT 2023	25,8x													

8.9.3 IDSUD Voyages

Société	Description	Agrégats	
 	<p>Global Business Travel Group, Inc. est une plateforme proposant des voyages principalement à des fins professionnelles. La société exploite American Express Global Business Travel, une plateforme de voyages interentreprises (B2B). Elle fournit une suite de solutions technologiques différenciées aux voyageurs d'affaires et aux clients, aux fournisseurs de contenu de voyage (tels que les compagnies aériennes, les hôtels, les transports terrestres et les agrégateurs) et aux agences de voyages tierces. Il gère la logistique de bout en bout des voyages d'affaires et assure un lien entre les entreprises et leurs employés, les fournisseurs de voyages et les autres acteurs du secteur.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>2 500,4 m€</p> <p>2 096,4 m€</p> <p>16,6%</p> <p>5,1%</p> <p>16,4x</p> <p>53,6x</p>
 	<p>Corporate Travel Management Limited est une société basée en Australie qui fournit des services de gestion de voyages d'affaires. Ses services comprennent les voyages d'affaires internationaux et la gestion de réunions et d'événements internationaux. La société conçoit des programmes de voyages d'affaires à l'échelle mondiale qui proposent des services et des solutions pour les voyages d'affaires à l'échelle mondiale. Son cadre technologique exclusif lui permet d'intégrer une gamme d'outils dans un portail de voyage, fournissant à ses clients mondiaux une plateforme unique, personnalisée et configurable qui répond aux besoins des utilisateurs pour une adoption, une conformité et une expérience utilisateur maximales.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>1 818,9 m€</p> <p>496,8 m€</p> <p>25,9%</p> <p>19,7%</p> <p>15,3x</p> <p>20,1x</p>
 	<p>Serko Limited se consacre à la réservation de voyages en ligne et à la gestion des dépenses pour le marché des voyages d'affaires. La société fournit des solutions logicielles de réservation de voyages d'affaires en ligne. Elle propose Zeno, une application de gestion des voyages, qui utilise une technologie intelligente, des flux de travail prédictifs et une place de marché mondiale pour transformer les voyages d'affaires tout au long du parcours. Travel est un outil de réservation en ligne (OBT) utilisé par les voyageurs d'affaires pour réserver des vols, des trains, des hôtels, des voitures de location et des transferts aéroportuaires conformément à leur politique de voyage d'entreprise.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>287,6 m€</p> <p>40,1 m€</p> <p>n.a</p> <p>n.a</p> <p>n.a</p> <p>n.a</p>
 	<p>Ten Lifestyle Group Plc est un fournisseur de services de conciergerie basé au Royaume-Uni. L'entreprise est au service des membres privés et des clients des banques privées, des services financiers et des marques dans le monde entier. Les entreprises clientes utilisent les services de la société pour acquérir, engager et fidéliser des clients ou des employés estimés. La société offre un accès privilégié à une gamme de services pour les clients de ses entreprises clientes, facilitant l'organisation sans faille de leurs voyages, de leurs repas, de leurs divertissements et d'autres besoins liés à leur mode de vie.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>85,4 m€</p> <p>73,0 m€</p> <p>14,2%</p> <p>n.a</p> <p>8,6x</p> <p>n.a</p>
 	<p>Expedia Group, Inc. est une société de voyages en ligne. Les segments de la société comprennent B2C, B2B et trivago. Le segment B2C fournit une gamme complète de services de voyage et de publicité à ses clients du monde entier par le biais d'une variété de marques grand public.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>18 690,6 m€</p> <p>11 838,5 m€</p> <p>20,8%</p> <p>9,7%</p> <p>10,9x</p> <p>23,3x</p>
 	<p>Lastminute.com NV, anciennement Bravofly Rumbo Group BV, est une société basée en Suisse qui exploite des plateformes de recherche en ligne. Les consommateurs peuvent rechercher et comparer des vols, des chambres d'hôtel, des vacances à forfait, des croisières, des offres de voitures de location, des fournisseurs de mobilité partagée, des restaurants, des assurances et d'autres produits liés aux voyages. Les utilisateurs peuvent également réserver et acheter ces services en utilisant les plateformes et les sites web de la société,</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>301,0 m€</p> <p>360,0 m€</p> <p>9,9%</p> <p>5,5%</p> <p>8,5x</p> <p>15,1x</p>
 	<p>On the Beach Group plc est un détaillant en ligne de vacances à la plage de courte durée qui s'adresse principalement aux clients du Royaume-Uni sous la marque On the Beach. Elle opère à travers quatre segments : OTB, International, CCH et CPH. Le segment OTB exerce son activité par l'intermédiaire des sites web. Le segment CCH exerce son activité par l'intermédiaire du voyageur Classic Collection Holidays Limited et de ses filiales. Le segment CPH exerce son activité par l'intermédiaire du portail en ligne Business to Business de Classic Package Holidays. La plateforme technologique de l'entreprise permet aux clients de regrouper les éléments constitutifs de leurs vacances, notamment les vols, les hôtels et les transferts, afin de créer des vacances sur mesure.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>291,9 m€</p> <p>210,3 m€</p> <p>17,4%</p> <p>11,8%</p> <p>5,5x</p> <p>8,1x</p>
 	<p>Travelzoo est une société mondiale de médias sur Internet qui propose des expériences de voyage, de divertissement et de style de vie. Elle opère à travers quatre segments : Travelzoo North America, Travelzoo Europe, Jack's Flight Club et Nouvelles Initiatives. Le segment Travelzoo North America comprend ses activités au Canada et aux États-Unis. Le segment Travelzoo Europe comprend les activités en France, en Allemagne, en Espagne et au Royaume-Uni. Le segment Jack's Flight Club comprend les revenus d'abonnement des membres qui accèdent aux offres de vols et les reçoivent par courrier électronique ou par des applications mobiles.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>109,4 m€</p> <p>80,2 m€</p> <p>20,9%</p> <p>17,9%</p> <p>8,5x</p> <p>9,9x</p>
 	<p>TripAdvisor, Inc. est une société de voyage en ligne. Elle s'appuie sur ses marques, sa technologie et ses capacités pour mettre en relation son public mondial avec des partenaires par le biais de contenus, de conseils de voyage et de places de marché bilatérales pour des expériences, des hébergements, des restaurants et d'autres catégories de voyages. L'entreprise opère à travers trois segments : Brand TripAdvisor, Viator et TheFork.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>2 766,2 m€</p> <p>1 638,7 m€</p> <p>17,6%</p> <p>6,1%</p> <p>9,3x</p> <p>26,7x</p>
 	<p>Voyageurs du Monde SA est une société de voyage qui fournit des services liés aux voyages, notamment l'organisation d'itinéraires de voyage personnalisés pour des clients individuels, l'organisation de visites guidées et de vacances en groupe, la fourniture de vacances à forfait pour des intérêts particuliers, l'organisation de voyages pour des groupes et des associations, et la fourniture de services de réservation de vols et d'hôtels dans un certain nombre de pays d'Afrique, d'Amérique du Sud, d'Asie, des États-Unis et d'Europe.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>528,6 m€</p> <p>708,0 m€</p> <p>9,6%</p> <p>8,0%</p> <p>7,8x</p> <p>9,2x</p>
 	<p>Booking Holdings Inc. est un fournisseur de services de réservation en ligne de voyages et de restaurants et de services connexes. Elle propose ses services par l'intermédiaire de cinq marques destinées aux consommateurs : Booking.com, Priceline.com, agoda.com, KAYAK et OpenTable, Inc. Grâce aux marques de la société, les consommateurs peuvent : réserver une gamme d'hébergements (hôtels, motels, centres de villégiature, maisons, appartements, chambres d'hôtes, auberges et autres propriétés d'hébergement) et un vol vers leurs destinations ; réserver une voiture de location ou un taxi pour l'aéroport ; réserver un dîner ; ou réserver un forfait vacances, un circuit, une activité ou une croisière.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>47,0 m€</p> <p>19 629,3 m€</p> <p>33,3%</p> <p>31,2%</p> <p>16,7x</p> <p>17,8x</p>

Société	Description	Agrégats	
 	<p>Trip.com Group Ltd se consacre principalement à l'exploitation d'une plateforme de voyage à guichet unique. La plateforme de l'entreprise intègre une gamme complète de produits et services de voyage et un contenu de voyage différencié. Elle regroupe ses offres de produits et de services, les commentaires et autres contenus partagés par ses utilisateurs sur la base de leurs expériences de voyage réelles, ainsi que le contenu original de ses partenaires de l'écosystème, afin de permettre aux voyageurs d'agrément et d'affaires d'avoir accès à des expériences de voyage et d'effectuer des réservations informées et rentables.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>22 665,9 m€</p> <p>5 638,4 m€</p> <p>27,4%</p> <p>26,7%</p> <p>9,7x</p> <p>9,9x</p>
 	<p>Travel + Leisure Co. est une société de voyages de loisirs et d'adhésion. Les secteurs d'activité de la société comprennent la propriété de vacances et les voyages et adhésions. Le secteur Vacation Ownership développe, commercialise et vend des intérêts de propriété de vacances (VOI) à des consommateurs individuels, fournit un financement aux consommateurs dans le cadre de la vente de VOI, et fournit des services de gestion de propriété dans des centres de villégiature. Le secteur des voyages et des adhésions exploite une variété d'activités liées aux voyages, y compris des marques d'échange de vacances, des plateformes technologiques de voyage, des adhésions de voyage et des locations directes aux consommateurs.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>2 654,5 m€</p> <p>3 424,7 m€</p> <p>24,1%</p> <p>20,7%</p> <p>9,0x</p> <p>10,5x</p>
 	<p>Edreams Odigeo SA est une société de voyage active principalement dans le secteur des vols. Avec cinq marques : eDreams, Go Voyages, Opodo, Travellink et Lilligo, la société propose à ses clients des offres sur les vols réguliers, les charters, les compagnies aériennes, les hôtels, les locations de voitures, les croisières, les forfaits vacances et l'assurance voyage. La société opère par le biais de plateformes numériques, qui consistent en des portails en ligne et des applications mobiles. La société fournit également aux annonceurs une plateforme leur permettant d'atteindre leurs marchés cibles de manière personnalisée, tant au niveau local que mondial.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>900,9 m€</p> <p>683,5 m€</p> <p>8,5%</p> <p>n.a</p> <p>22,2x</p> <p>n.a</p>
 	<p>Despegar.com Corp est une société de voyage en ligne. Elle propose une large gamme de produits de voyage, notamment des billets d'avion, des forfaits de voyage, des réservations d'hôtel et d'autres produits de voyage. Elle organise ses activités en deux segments : Air, qui consiste en la vente de billets d'avion, et Forfaits, hôtels et autres produits de voyage, qui consiste en des forfaits de voyage, ainsi qu'en la vente autonome de chambres d'hôtel, de locations de voiture, de billets d'autobus, de billets de croisière, d'assurances de voyage et de services de destination. L</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>544,8 m€</p> <p>637,2 m€</p> <p>14,5%</p> <p>8,7%</p> <p>5,9x</p> <p>9,8x</p>
 	<p>Helloworld Travel Limited est une société de distribution de voyages. Elle est engagée dans la vente de produits et de services de voyage internationaux et nationaux, dans l'exploitation de réseaux de distribution au détail d'agents de voyage et dans des opérations de fret spécialisées. Ses secteurs d'activité comprennent les opérations de voyage et le transport, la logistique et l'entrepotage. La société propose des réseaux de vente au détail de voyages d'agrément et de voyages d'affaires, des réseaux de courtiers en voyages, des services de gestion des destinations (entrantes) etc..</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>238,4 m€</p> <p>147,7 m€</p> <p>26,9%</p> <p>17,1%</p> <p>4,9x</p> <p>7,7x</p>
 	<p>AirTrip Corp se consacre aux voyages en ligne, aux technologies de l'information (IT), au développement offshore et aux investissements. Le secteur des voyages en ligne est engagé dans la vente sur Internet de billets d'avion domestiques et d'autres produits de voyage en exploitant des sites de vente directe de produits de voyage, en fournissant des contenus de voyage sous les marques d'entreprises affiliées, et en gérant de manière centralisée les procédures et les arrangements liés aux voyages d'affaires. Le secteur du développement informatique offshore est engagé dans la fourniture de services de développement de systèmes de type laboratoire et de services d'externalisation des processus d'affaires (BPO).</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>256,9 m€</p> <p>149,9 m€</p> <p>15,6%</p> <p>n.a</p> <p>7,6x</p> <p>n.a</p>
 	<p>Trivago NV exploite une plateforme de recherche d'hôtels en ligne. La société et ses filiales proposent une méta-recherche en ligne d'hôtels et d'hébergements par l'intermédiaire d'agences de voyage en ligne (OTA), de chaînes hôtelières et d'hôtels indépendants. La société se concentre sur la refonte de la façon dont les voyageurs recherchent et comparent les hôtels tout en permettant aux annonceurs hôteliers de développer leurs activités en fournissant un accès à un large public de voyageurs par le biais des sites Web et des applications de la société.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>161,1 m€</p> <p>197,6 m€</p> <p>9,2%</p> <p>n.a</p> <p>12,5x</p> <p>n.a</p>
 	<p>Transat A.T. Inc. est une société canadienne intégrée de tourisme international spécialisée dans les voyages vacances. Elle offre des forfaits vacances, des séjours à l'hôtel et des voyages en avion sous les marques Transat et Air Transat. L'activité principale de la société consiste en un transporteur aérien de loisir canadien, offrant des destinations internationales et canadiennes, et est verticalement intégrée à ses autres services de forfaits vacances, de distribution par le biais d'un réseau dynamique d'agences de voyages et de services à valeur ajoutée dans les destinations de voyage.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>112,4 m€</p> <p>486,4 m€</p> <p>10,2%</p> <p>n.a</p> <p>0,7x</p> <p>n.a</p>
 	<p>Mondee Holdings, Inc. est une entreprise de technologie du voyage qui propose une plateforme de transaction basée sur l'intelligence artificielle (IA) qui alimente sa place de marché pour des expériences de voyage personnalisées. Ses segments comprennent Travel Marketplace et la plateforme SaaS (Software-as-a-Service). Le segment Travel Marketplace comprend la vente de billets d'avion par le biais de sa plateforme propriétaire. Le segment Plateforme SaaS offre des solutions d'économie de coûts de voyage d'entreprise par le biais de sa propre plateforme technologique.</p>	<p>Capitalisation boursière</p> <p>CA 2023</p> <p>% EBITDA 2023</p> <p>% EBIT 2023</p> <p>VE/EBITDA 2023</p> <p>VE/EBIT 2023</p>	<p>185,3 m€</p> <p>2 070,1 m€</p> <p>7,8%</p> <p>1,9%</p> <p>1,7x</p> <p>7,1x</p>

8.9.4 IDSUD Change / Métaux précieux

Société	Description	Agrégats	
 	<p>Currency Exchange International, Corp. est un fournisseur de technologies et de services de change. Elle fournit une gamme de services de change à des clients. Elle fournit des services de change complets, des solutions de gestion des risques et une technologie intégrée de traitement des paiements internationaux en Amérique du Nord.</p>	Capitalisation boursière CA 2023 % EBITDA 2023 % EBIT 2023 VE/EBITDA 2023 VE/EBIT 2023	108,9 m€ 75,3 m€ 21,1% n.a 2,5x n.a
 	<p>Goldmoney Inc. vend des métaux précieux à ses clients, notamment en organisant le négoce de métaux précieux pour ses clients, ainsi que la garde et le stockage de métaux précieux pour ses clients. Les segments de la société comprennent :</p> <p>1) Goldmoney.com est une plateforme en ligne qui permet aux clients d'accéder à leur portefeuille pour acheter et vendre des métaux précieux physiques et organiser leur garde et leur stockage.</p> <p>2) Schiff Gold LLC est un négociant en métaux précieux qui propose à ses clients l'achat et la vente de métaux précieux physiques sous forme de barres, de pièces et de plaquettes avec livraison directe au client.</p> <p>3) Goldmoney Properties Limited acquiert des actifs immobiliers de qualité institutionnelle avec des flux de trésorerie protégés contre l'inflation.</p>	Capitalisation boursière CA 2023 % EBITDA 2023 % EBIT 2023 VE/EBITDA 2023 VE/EBIT 2023	75,6 m€ n.a n.a n.a n.a n.a
 	<p>Ramsdens Holdings PLC est un fournisseur de services financiers diversifiés et un détaillant. La société opère à travers quatre segments : Devises, Achat de métaux précieux, Prêts sur gages et Vente au détail de bijoux et de montres. Le secteur des devises étrangères comprend la vente et l'achat de billets de banque en devises étrangères aux vacanciers. Le secteur du prêt sur gage consiste en la transaction d'un objet de valeur, appelé gage (bijoux et montres), détenu par le prêteur sur gage comme garantie d'un prêt à six mois.</p>	Capitalisation boursière CA 2023 % EBITDA 2023 % EBIT 2023 VE/EBITDA 2023 VE/EBIT 2023	72,5 m€ 97,4 m€ 14,3% 12,4% 4,5x 5,2x
 	<p>Argentex Group PLC est un fournisseur international de services de change aux institutions, aux entreprises et aux particuliers. Elle offre un service personnalisé à ses clients. Elle aide ses clients à effectuer des opérations de change liées à leurs besoins professionnels. La plateforme en ligne de la société offre une interface entièrement mobile qui permet à ses clients d'effectuer des transactions à leur convenance, à tout moment et en tout lieu. Elle propose également des solutions flexibles de couverture de la gestion des risques, en fixant les revenus aux devises de référence et en aidant à protéger la valeur du capital et des revenus mobilisés par rapport aux flux de trésorerie futurs prévus dans d'autres devises de référence.</p>	Capitalisation boursière CA 2023 % EBITDA 2023 % EBIT 2023 VE/EBITDA 2023 VE/EBIT 2023	74,3 m€ 70,1 m€ 27,7% n.a 3,8x n.a
 	<p>The Western Union Company est un fournisseur de services financiers numériques et de paiements transfrontaliers et interdevises. L'entreprise exerce ses activités dans les secteurs suivants :</p> <p>1) Consumer Money Transfer, facilite les transferts d'argent qui sont envoyés à partir de points de vente dans le monde entier ou par l'intermédiaire de sites web et d'appareils mobiles.</p> <p>2) Business Solutions, propose des solutions de paiement et de change (transactions transfrontalières et multidevises)</p> <p>3) Consumer Services comprend les services de paiement de factures, qui facilitent les paiements des consommateurs, des entreprises et d'autres organisations.</p>	Capitalisation boursière CA 2023 % EBITDA 2023 % EBIT 2023 VE/EBITDA 2023 VE/EBIT 2023	4 411,2 m€ 4 051,5 m€ 23,6% 19,4% 5,3x 6,4x
 	<p>Alpha Group International plc propose des solutions financières aux entreprises et aux institutions opérant à l'échelle internationale. Les segments de la société comprennent Corporate London, Institutional, Corporate Toronto, Corporate Amsterdam, Alpha Pay et Cobase. Ses divisions comprennent FX Risk Management et Alternative Banking.</p>	Capitalisation boursière CA 2023 % EBITDA 2023 % EBIT 2023 VE/EBITDA 2023 VE/EBIT 2023	959,9 m€ 129,3 m€ 41,3% 35,5% 12,7x 14,8x
 	<p>Equals Group Plc est un fournisseur de technologies financières (fintech), principalement des services bancaires et de change. Les segments de la société comprennent les cartes de devises (à la fois pour les particuliers et les entreprises), les paiements internationaux, les solutions, le Travel Cash, les services bancaires et les services centraux (qui comprennent les frais généraux et les coûts d'entreprise).</p>	Capitalisation boursière CA 2023 % EBITDA 2023 % EBIT 2023 VE/EBITDA 2023 VE/EBIT 2023	258,0 m€ 112,0 m€ 22,0% 14,4% 9,4x 14,4x
 	<p>Wise plc est une entreprise technologique mondiale dont l'activité principale est la fourniture de services de transfert d'argent transfrontalier. Ses produits comprennent les transferts d'argent internationaux, le compte Wise, la carte de débit internationale, la carte d'argent de voyage, le transfert de gros montants, la réception d'argent, la plateforme Wise, Wise business, la carte de débit business et les paiements de masse. Le produit de transfert d'argent international propose des virements bancaires, des cartes de débit et des cartes de crédit.</p>	Capitalisation boursière CA 2023 % EBITDA 2023 % EBIT 2023 VE/EBITDA 2023 VE/EBIT 2023	1 548,8 m€ 1 543,3 m€ 33,1% 30,2% 23,7x 25,9x

BMA

Advisory & Support

11 rue de Laborde • 75008 Paris
+33(0)1 40 08 99 50 • www.bma-groupe.com

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes

Société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 €
RCS Paris 513 273 763

 Conseil et support
opérationnels

 Audit

 Conseil financier

 Maîtrise des risques
Et Compliance



IDSUD

Addendum à notre rapport émis le 29 octobre 2024

Dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société IDSUD (ci-après « **IDSUD** » ou la « **Société** »), nous avons été informés du rehaussement du prix d'offre à 220 € par action IDSUD dans le cadre d'un retrait obligatoire (contre un prix d'offre initial de 192,55 €). Dans ce contexte et en complément de notre rapport d'expertise indépendante émis en date du 29 octobre 2024, nous apportons les précisions suivantes.

1. ANR selon l'approche n°1

Nous avons été interrogés quant à la mise en œuvre de l'ANR selon l'approche n°1 (i.e. application d'un décote forfaitaire de 30 %) qui n'avait été présentée qu'à titre indicatif dans le rapport relatif à l'offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire. A cette occasion, il nous a été demandé d'appliquer cette approche en ne retenant que la société de l'échantillon faisant l'objet d'un retrait obligatoire, soit Altur Investissement.

Cette approche ne nous paraît pas appropriée, et ce, à plusieurs titres.

- a) En premier lieu, nous avons rappelé à deux reprises dans notre rapport que l'approche n°1 était présentée dans notre rapport sur l'OPAS-RO à titre de comparaison avec les résultats issus de cette approche dans le rapport sur l'OPRA :
 - au paragraphe 4.3.3.6, « *L'approche 1 : Dans laquelle [...] Compte tenu du contexte du retrait obligatoire qui sera mis en œuvre à l'issue de l'Opération, nous ne présentons cette approche qu'à titre indicatif.* » ;
 - -en conclusion : « **Afin de faciliter le rapprochement avec nos travaux réalisés dans le cadre de l'OPRA, nous présentons à titre de recoupement le calcul de l'ANR retenant une décote forfaitaire** comprise entre 25 % et 35 % (30 % en valeur centrale, qui reflète les risques et les contraintes induits par la détention d'actifs à travers une société holding). Cette approche conduit à des valeurs inférieures à celles obtenues par la méthode précédente. ».
- b) Ensuite, la présence d'Altur Investissement dans l'échantillon est une incohérence car il regroupe des sociétés dans des situations différentes : en effet, à la date de relevé, le 31 décembre 2023, la société faisait déjà l'objet d'une offre, de sorte que son cours de bourse s'était aligné avec le prix d'offre, ce qui n'est pas le cas des autres sociétés de l'échantillon qui présentent des décotes sur ANR nettement plus élevées et cohérentes avec les observations historiques.
- c) Enfin, cette seule source ne peut constituer à elle seule « la » référence unique permettant de fixer un niveau de décote. Tout d'abord, cela constituerait une erreur d'un point de vue statistique. Ensuite, chaque offre et chaque société présentent des caractéristiques particulières qui conduisent à des niveaux d'ajustement de l'ANR brut parfois très éloignés les uns des autres : si dans le cas d'Altur l'expert retient un taux de Frais capitalisés/ANR compris entre 5,05 % et 8,35 % (selon que l'on retienne ou non les droits financiers des commandités), le ratio retenu pour l'offre visant les actions NextStage (basée sur la capitalisation des frais d'exploitation) est comprise entre 18 % et 20 %.

Dans ce cadre, nous avons privilégié une seconde approche (approche n°2) fondée sur la capitalisation des frais observés chez IDSUD.

2. De la prise en compte des pertes d'exploitation

Concernant les frais d'exploitation capitalisés, il nous a été fait remarquer que le niveau retenu était élevé et que ces coûts « représentent à eux seuls près des ¼ des chiffres d'affaires des activités d'IDSUD ».

Sur ce dernier point, il convient de souligner que parmi les activités d'IDSUD la principale d'entre elle, Energie, est en restructuration, que son niveau de chiffre d'affaires actuel n'est pas normatif et que les prévisions retenues dans nos travaux d'évaluation de l'activité Energie¹ anticipent une forte croissance de son chiffre d'affaires, comme l'illustre le tableau ci-dessous :

CA Activités IDSUD (k€)	2023	2024	2025	2026	2027
Energie	1 787,1	11 170,1	14 308,9	21 431,6	23 827,9
Voyages	1 503,4	1 578,7	1 657,6	1 740,5	1 795,7
Change	490,7	516,5	542,4	565,9	586,8
Total CA activités	3 781,2	13 265,4	16 508,9	23 738,1	26 210,3
Frais d'exploitation inflatés (@2,1%)	(2 277,4)	(2 325,7)	(2 375,0)	(2 425,4)	(2 476,8)
Ratio Frais/CA activités	-60,23%	-17,53%	-14,39%	-10,22%	-9,45%

Dans nos travaux, nous avons tenu compte d'un montant de frais d'exploitation annuel de 2,4 m€. Ces coûts, non couverts par l'exploitation, ont été capitalisés au taux de 10,5 % ajusté d'un taux de croissance à l'infini de 2,1 %, afin de déterminer un montant de coûts d'exploitation capitalisées estimé à 29,9 m€. Ces coûts, corrigés de l'impôt sur les sociétés, s'élevaient à 22,4 m€, ont été soustraits de la valeur nette de actifs de la société pour aboutir à son actif net réévalué (ci-après l'« ANR »). Il convient de noter qu'une partie des coûts comptabilisés par la Société, considérés comme non récurrents, avait été neutralisés dans notre calcul.

Compte tenu du montant de l'ANR, le niveau de pertes d'exploitation annuel retenu de 2,4 m€ (ramené à 2,28 m€, cf. infra) peut paraître élevé et il nous a été demandé d'approfondir notre analyses des charges qui les composent.

A titre liminaire, nous rappelons qu'IDSUD est l'entité faîtière d'un groupe (i) composé de sociétés aux activités disparates (Change, Voyages, Energie) dont les caractéristiques la rapproche plus d'une société de tête d'un groupe opérationnel que d'un holding financière, (ii) de petite taille et (iii) n'établissant pas de comptes consolidés.

2.1 Analyse des coûts d'exploitation d'IDSUD

Dans ce contexte particulier et hors les coûts d'administration générale², l'analyse détaillées des charges de la Société présentée en annexe, montre que certaines d'entre-elles sont rattachables et/ou partageables, en tout ou partie, aux sociétés opérationnelles du groupe. Ainsi à titre d'exemple :

- une comptable est en charge de l'ensemble des activités hors Voyages tandis qu'une autre s'occupe de l'activité Voyages et des déclarations de TVA pour l'ensemble du groupe ;
- certains coûts relèvent spécifiquement de l'activité Change (surveillance vidéo, portes coulissantes, assurances, location de véhicules destinées au transport de fonds).

Une affectation directe de ces coûts aux activités concernées n'aurait pas eu d'impact sur la valeur, la baisse des coûts capitalisés étant compensée par la diminution de la valeur des filiales.

D'autre part, certaines particularités du groupe expliquent en partie le niveau significatif des coûts de fonctionnement.

En premier lieu, la Société est assujettie à la taxe sur les salaires et ses salariés bénéficient d'un dispositif d'épargne retraite supplémentaire. Il en résulte un taux de charges sociales élevé, de l'ordre de 66 % qui peut nuire à la comparabilité de la Société avec d'autres holdings. Les coûts salariaux affectés à la holding représentent

¹ Evaluée par la méthode DCF et la méthode des comparables boursiers.

² Direction générale, direction juridique, secrétariat général, contrôle de gestion, direction des systèmes d'information, CAC, coûts informatiques... généralement partagés au sein d'un groupe.

un montant annuel de 1,2 m€³, dont 0,5 m€ au titre des charges sociales pour 9 personnes⁴ dont la rémunération brute moyenne s'élève à environ 80 k€ par an, dans une fourchette comprise entre 37 k€ et 218 k€. En particulier, nous avons analysé le revenu du président du directoire dont la rémunération totale s'élève à 218 k€ en 2023. Cette rémunération n'appelle pas de commentaire de notre part⁵.

Par ailleurs, cette étude nous a conduit à réévaluer le montant des ajustements au titre des rémunérations, en neutralisant le coût salarial de deux postes supprimés, l'un en 2023 et l'autre repris en interne. Cette réévaluation a conduit à la diminution des frais d'exploitation de 157 k€ en 2022 et 131 k€ en 2023⁶.

Nous avons également revu le poste « Honoraires » dont le montant s'établit entre 0,4 et 0,5 m€ par an⁷ et qui représente en moyenne environ 16 % du montant total des frais. Ce poste est principalement composé des honoraires des commissaires aux comptes, de l'expert-comptable, d'avocats et de conseil financiers. Dans notre rapport, nous avons neutralisé :

- au titre de 2021 et 2022, les honoraires d'un des commissaires aux comptes dont la mission s'est terminée en 2023 (59 k€) ;
- au titre des exercices 2022 et 2023, les coûts de conseil des banques (respectivement 28 k€ et 130 k€) ;
- au titre de l'exercice 2023, les honoraires d'un conseil en gestion (30 k€).

Cette réévaluation a conduit à la diminution des frais d'exploitation de 59 k€ en 2021, 87 k€ en 2022 et 160 k€ en 2023. Il convient de relever également que le coût de certains honoraires d'avocats ont été neutralisés en raison de l'internalisation de la fonction de directeur juridique, avec un effet de -15 k€ par an sur le total des frais d'exploitation.

Le poste « Voyages & déplacements »⁸, d'un montant moyen de 130 k€ par an, a été ajusté en 2023 de 68 k€ pour aligner les frais de déplacement de la direction avec ceux de l'exercice précédent.

Le poste « Entretien & maintenance », d'un montant annuel de l'ordre de 120 k€ (2023)⁹ a fait également l'objet d'un ajustement à la baisse de 42 k€ en 2022 au titre d'un accident non remboursé par les assurances.

Enfin, nous avons neutralisé :

- la prise en charge par la Société d'une location immobilière¹⁰ non indispensable à l'activité (2022 et 2023 pour un montant annuel de 38 et 39 k€) ;
- le surcoût de 2022 par rapport à 2023 des locations de véhicules (impact de 62 k€ en 2022)¹¹ ;
- le coût d'un audit exceptionnel en 2021 et 2022¹² pour des montants respectifs de 32 k€ et 96 k€.

In fine, les ajustements complémentaires sur ces postes qui représentent plus de 75 % des coûts d'exploitation de la holding (avant ajustement), conduisent à un montant brut de frais d'exploitation capitalisés de 27,7 m€ (contre 29,9 m€ initialement) et à un montant net de 20,8 m€ (contre 22,4 m€), soit 24,77 % de l'ANR brut.

Compte tenu de ces ajustements et sur la base d'un cours de bourse moyen pondéré par les volume 20 jours au 17 mars 2025 de FDJ (33,40 €), le prix d'offre rehaussé de 220 € par action IDSUD extériorise une prime de 28,3 % sur la valeur centrale de 171,5 €. En retenant le prix d'offre initiale de 192,55 € par action IDSUD, la prime s'élève

³ Renvoi [f] du tableau en annexe après neutralisation des charges de personnel de l'activité Change, soit environ 45 % du montant total des frais capitalisés.

⁴ Y compris le président du directoire, monsieur Arnoult-Luciani.

⁵ Le rapport ATH de 2015 estime à 200 k€ par an la rémunération numéraire brute 2014 des dirigeants de société cotées au compartiment C.

⁶ Cf. renvoi [f] dans les ajustement du tableau de l'annexe.

⁷ Renvoi [a] du tableau en annexe.

⁸ Renvoi [b] du tableau en annexe.

⁹ Renvoi [c] du tableau en annexe.

¹⁰ Renvoi [d] du tableau en annexe.

¹¹ Renvoi [e] du tableau en annexe.

¹² Renvoi [g] du tableau en annexe.

à 12,3 % ; si l'on tient compte du cours de bourse de FDJ retenu dans notre rapport, soit 36,22 € par action, la prime extériorisée par le prix d'offre de 192,55 € par action IDSUD s'élève à 2,8 % (au lieu de 5%).

Le détail de nos calculs est présenté dans le tableau ci-dessous :

IDUSD SA	Nb de titres détenus	Valeur unitaire	Valeur Réévaluée	Prix de revient	Plus value/ (Moins value)	IS	ANR (approche 2)
ANR - valeur centrale k€							
Actif Net Comptable (30/06/2024)							8 592
Réduction de capital suite à l'OPRA de juillet 2024							(1 394)
Correction de la trésorerie suite à l'OPRA							(219)
Annulation du PCA pour dividendes Fdj, net d'IS							1 868
Réévaluation des actifs							
Française des jeux	2 171 094	33,40 €	72 516	435	72 081	(2 234)	69 847
IDSUD Energies			5 057	4 000	1 057	(32)	1 026
IDSUD Voyages			2 440	760	1 680	(50)	1 630
E.T Diffusion (TIAP)	256	2 755,13 €	705	405	300	(75)	225
Activité change/métaux précieux			2 206	782	1 424	(43)	1 381
Immobilier			3 300	887	2 413	(603)	1 809
Economies de frais de cotation					239	(60)	179
Coûts d'opération					(943)	236	(707)
ANR Brut							84 237
Coûts d'exploitation et de holding nets d'IS							(20 862)
Actif net réévalué							63 374
Actif net réévalué par action (€)							171,5 €
Prime/(décote)							28,3%

2.2 Analyse par comparaison

En faisant abstraction des particularités de la Société exposées ci-avant, il est possible d'analyser le niveau des charges d'exploitation par comparaison avec celles supportées par d'autres sociétés holdings.

Pour IDSUD, le montant annuel des frais d'exploitation avant IS retenu dans nos travaux représente 2,70 % (2,03 % après IS) du montant de l'ANR brut selon l'approche n°2 après ajustements décrits ci-dessus. Dans ce cadre, nous avons recherché les charges d'exploitation supportées par des sociétés holding cotées afin de positionner celles d'IDSUD parmi ses pairs.

Nous avons examiné le ratio Frais d'exploitation/ANR Brut pour 7 sociétés holdings françaises à fin septembre 2024¹³. Ils sont compris entre 0,6 % et 4,0 %, et en moyenne 1,8 % avant IS, en relevant que les ratios les plus élevées concernent les sociétés les plus petites.

En retenant ce ratio moyen de 1,8 %, le niveau annuel de charges d'exploitation ressort à 1,6 m€. Appliqué à l'ANR, les frais d'exploitation capitalisés nets d'IS ressortent à 13,9 m€ (soit 16,5 % de l'ANR brut) et la valeur centrale de l'ANR net s'établit à 190,3 €. Sur cette valeur, le prix d'offre rehaussé de 220 € par action IDSUD extériorise une prime de 15,6 % (et une prime de 1,2 % sur la base du prix d'offre initial).

Il faut relever que le prix d'Offre de 220 € par action IDSUD extériorise une prime jusqu'à un ratio Frais d'exploitation/ANR Brut de l'ordre de 0,5 %. Dans ce cas, les frais capitalisés représenteraient 4,5 % de l'ANR brut.

¹³ Wendel, Eurazeo, Peugeot Invest, Altamir, Burelle, IDI, Compagnie Lebon, sur la base des comptes clos au 31 décembre 2023.

Le tableau ci-dessous présente la valeur de l'ANR par action et la prime extériorisée par le prix d'Offre de 220 € en fonction du ratio Frais d'exploitation/ANR Brut.

Taux coûts d'expl./ANR Brut	-3,20%	-2,70%	-2,20%	-1,80%	-1,70%	-1,20%	-0,70%
Actif net réévalué par action	161,0 €	171,5 €	181,9 €	190,3 €	192,4 €	202,8 €	213,2 €
Prime(Décote)	36,6%	28,3%	20,9%	15,6%	14,4%	8,5%	3,2%

3. Mise à jour des objectifs de cours FDJ

Il nous a été également demandé de mettre à jour le tableau des objectifs de cours des analystes financiers suivant FDJ. Il figure ci-dessous :

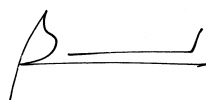
Date de mise à jour	Analyste	Objectif de cours	Horizon en mois (à l'émission)	Cours de référence	Date du cours de référence	Recommandation référence	Recommandation *	Ecart vs Cours de réf.	
17-mars-25	Deutsche Bank	42,0	12	30,6	13-mars-25	Achat	1	37 %	
14-mars-25	ESN CIC	42,0	12	37,1	17-févr.-25	Achat	1	13 %	
12-mars-25	Kepler Cheuvreux	44,0	12	31,3	11-mars-25	Achat	1	41 %	
07-mars-25	Oddo BHF	38,0	12	30,5	07-mars-25	Neutre	3	25 %	
06-mars-25	BNP Paribas Exane	47,0	12	37,7	05-mars-25	Surpondérer	2	25 %	
07-févr.-25	HSBC	30,7	12	36,5	06-févr.-25	Alléger	4	(16)%	
* 1 = Achat ; 2 = Surpondérer ou Renforcer ; 3 = Neutre ou Conserver ; 4 = Alléger ou Souspondérer ; 5 = Vendre									
Nombre d'observations		6							
5-mars-25	Moyenne	40,6	12,0	33,4			2,0	29 %	
13-mars-25	Mediane	42,0	12,0	30,9			1,0	31 %	
13-mars-25	Moyenne hors extrêmes	42,0	12,0	30,9			1,0	31 %	
7-mars-25	Minimum	38,0			30,5			1,0	13%
17-mars-25	Maximum	44,0			37,1			3,0	41%
	Ecart-type	2,5			3,2			1,0	13%

Pour rappel, les objectifs de cours sont des prévisions à 12 mois (en général) et qu'ils sont établis par des analystes « *sell side* ». Si nous retenons l'objectif de cours moyen ressortant du tableau ci-dessus, soit 40,6 €, le prix d'Offre de 220 € par action IDSUD extérioriserait une prime de 3,5 %, et une décote de 0,2 % sur la base de la médiane de 42 €, en précisant que ces cours sont supérieurs au plus haut atteint en 3 ans (40,99 € en janvier 2023) et que le cours actuel s'établit à 30,00 € au 18 mars 2025.

En conclusion, les précisions exposées supra ne modifient pas notre opinion relative quant au caractère équitable du prix d'Offre, réhaussé de 192,55 € à 220 €, par action IDSUD dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire.

Fait à Paris, le 19 mars 2025

BM&A Advisory & Support



Pierre Béal



Stéphane Marande

Associés

Annexe

Détail des frais d'exploitation capitalisés

IDSUD SA				
Compte de résultat	31-déc.-21	31-déc.-22	31-déc.-23	Renvoi
κ€	12 m.	12 m.	12 m.	
CA IDSUD SA	661	945	916	
- CA de l'activité change	(316)	(654)	(678)	
Produits d'exploitation	345	291	238	
Honoraires		(391)	(486)	[a]
Voyages et déplacements		(136)	(188)	[b]
Entretien et maintenance		(166)	(123)	[c]
Assurances		(118)	(102)	
Location immobilière		(61)	(63)	[d]
Réceptions		(59)	(59)	
Télécommunication		(76)	(57)	
Frais bancaires		(48)	(51)	
Location de véhicules		(102)	(40)	[e]
Autres locations		(41)	(36)	
Fournitures		(40)	(33)	
Energie		(18)	(31)	
Divers		(24)	(37)	
Autres achats et charges externes	(1 128)	(1 280)	(1 304)	
+ AACE de l'activité change	112	127	105	
- Fonds de solidarité change	(93)	(1)	-	
Impôts et taxes	(225)	(241)	(264)	
+ Impôts et taxes de l'activité change	7	8	7	
Salaires et charges	(1 455)	(1 433)	(1 422)	[f]
+ Charges de personnel de l'activité change	208	254	198	
Autres charges	(112)	(178)	(81)	[g]
Autres produits	183	85	36	
Reprises de provisions et transferts de charges	127	119	28	
Réintégration d'une charge de loyer	(105)	(111)	(113)	
Charge de loyer change	87	92	94	
Charges d'exploitation	(2 393)	(2 558)	(2 715)	
Dotations	(224)	(236)	(237)	
REX Holding	(2 271)	(2 502)	(2 714)	
Frais de déplacement	-	-	68	[b]
Honoraires Hysca	-	-	30	[a]
Honoraires des conseils	-	28	130	[a]
Honoraires de commissariat aux comptes	59	59	-	[a]
Rémunération audit exceptionnel	32	96	-	[g]
Neutralisation coût accident 2022		42	-	[c]
Neutralisation appartement Paris		38	39	[d]
Location véhicule (alignement 2023)		62	-	[e]
Coût salarial secrétariat général		157	-	[f]
Coût salarial contrôle de gestion			131	[f]
Coût salarial direction juridique			(15)	[f]
Total Ajustements	91	482	383	
Pertes d'exploitation	(2 181)	(2 021)	(2 331)	
Inflation	5,9 %	5,7 %	2,4 %	
Pertes d'exploitation corrigées de l'inflation	(2 309)	(2 135)	(2 388)	
Moyenne 3 ans			(2 277)	
Taux d'actualisation			10,5%	
Taux de croissance à l'infini			2,1%	
Pertes capitalisées			(27 817)	
Economie fiscale sur pertes capitalisées (@25 %)			6 954	
Pertes d'exploitation capitalisées nettes d'IS			(20 862)	

Ajustements complémentaires à notre rapport du 29 octobre 2024