

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

PROJET DE NOTE ÉTABLI PAR

LA SOCIÉTÉ FERMIÈRE DU CASINO MUNICIPAL DE CANNES

EN RÉPONSE

**AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ FERMIÈRE DU CASINO MUNICIPAL DE
CANNES**

INITIÉE PAR

LA SOCIÉTÉ DE PARTICIPATION DEAUVILLAISE



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** ») le 24 juillet 2026, conformément aux articles 231-19 et 231-26 de son règlement général (le « **RGAMF** »).

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

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19, et 261-1 et suivants du RGAMF, le rapport du cabinet BM&A, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), est inclus dans le présent Projet de Note 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 Fermière du Casino Municipal de Cannes (www.groupesfcmc.com) et peut être obtenu sans frais sur simple demande auprès de la Société Fermière du Casino Municipal de Cannes (1, Espace Lucien Barrière 06400 Cannes).

Conformément à l'article 231-28 du RGAMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société Fermière du Casino Municipal de Cannes seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait selon les mêmes modalités.

Table des Matières

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	3
1.1 Présentation de l'Offre	3
1.2 Contexte et motifs de l'Offre	3
1.2.1 <i>Motifs de l'Offre</i>	4
1.2.2 <i>Fusion SFCMC-SIEHM</i>	4
1.3 Rappel des principaux termes de l'Offre	5
1.3.1 <i>Principaux termes de l'Offre Publique de Retrait</i>	5
1.3.2 <i>Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait</i>	5
1.3.3 <i>Calendrier indicatif de l'Offre</i>	5
1.3.4 <i>Retrait Obligatoire suite à l'Offre Publique de Retrait</i>	5
1.3.5 <i>Restrictions concernant l'Offre à l'étranger</i>	6
1.3.6 <i>Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre</i>	6
2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	6
3. INTENTIONS DES ADMINISTRATEURS DE SFCMC	11
4. INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES	11
5. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	11
6. ÉLÉMENTS CONCERNANT LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	12
6.1 Structure et répartition du capital de la Société	12
6.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions	12
6.2.1 <i>Obligation de déclaration en matière de franchissement de seuils</i>	12
6.2.2 <i>Transfert d'actions</i>	12
6.3 Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	12
6.4 Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce	12
6.5 Liste des détenteurs de titres SFCMC comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	13
6.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel	13
6.7 Accords dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	13
6.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs, ainsi qu'à la modification des statuts de SFCMC	13
6.8.1 <i>Nomination et remplacement des administrateurs</i>	13
6.8.2 <i>Modification des statuts de SFCMC</i>	14
6.9 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions	14
6.10 Accords conclus par SFCMC étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de SFCMC	14
6.11 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs, les salariés ou les dirigeants s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange	14
7. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ	14
8. PERSONNES RESPONSABLES DU CONTENU DE LA NOTE EN RÉPONSE	15

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

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 du RGAMF, la Société de Participation Deauvillaise, une société par actions simplifiée dont le siège social est situé 33, Rue d'Artois, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 382 296 747 (« **SPD** » ou l'« **Initiateur** »), a déposé auprès de l'AMF le 1^{er} juillet 2026 un projet d'offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera suivie d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** » et, avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** ») sur la Société Fermière du Casino Municipal de Cannes, une société anonyme à conseil d'administration dont le siège est situé 1, Espace Lucien Barrière, 06400 Cannes, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Cannes sous le numéro 695 720 284 (« **SFCMC** » ou la « **Société** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000062101, mnémonique « **FCMC** », dont les conditions sont décrites ci-après ainsi que dans le projet de note d'information déposé par l'Initiateur le 1^{er} juillet 2026¹ (le « **Projet de Note d'Information** »).

L'Offre Publique de Retrait porte sur la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur soit un nombre d'actions de la Société susceptibles d'être apportées à l'Offre Publique de Retrait égal à 12.724 actions de la Société soit 7,82 % du capital et 4,98 % des droits de vote théoriques de SFCMC. Il est précisé qu'il n'existe aucune action auto-détenue par la Société à la date du Projet de Note en Réponse.

Il n'existe pas de titres de capital ou instruments financiers pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les actions composant le capital social de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse. Les actions SFCMC sont toutes de même catégorie et ordinaires.

À la date du présent Projet de Note en réponse, SPD détient directement 149.927 actions de la Société auxquelles sont attachés 255.612 droits de vote, représentant 92,18 % du capital et 95,02 % des droits de vote théoriques de la Société sur la base d'un nombre total de 162.651 actions de la Société représentant 269.007 droits de vote théoriques de la Société, en application de l'article 223-11 du RGAMF.

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pour une durée de 10 jours de négociation.

Dans la mesure où l'Initiateur détient directement plus de 90 % du capital et des droits de vote de la Société, l'Offre Publique de Retrait sera immédiatement suivie d'un Retrait Obligatoire. Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions SFCMC visées par l'Offre Publique de Retrait non apportées à celle-ci seront par conséquent transférées à l'Initiateur, moyennant une indemnisation exclusivement en numéraire égale au Prix d'Offre (soit 2.700 euros par action SFCMC), nette de tout frais.

Conformément à l'article 231-13 du RGAMF, l'Offre est présentée par BNP Paribas et Société Générale (les « **Établissements Présentateurs** »), qui garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur relatifs à l'Offre.

1.2 Contexte et motifs de l'Offre

Le contexte et les motifs de l'Offre sont plus détaillés au paragraphe 1.1. du Projet de Note d'Information.

¹ Un avis de dépôt a été publié le 1^{er} juillet 2026 par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org) sous le numéro 226C0945

1.2.1 Motifs de l'Offre

La Société est contrôlée par la famille Barrière-Desseigne via SPD, une société par actions simplifiée détenue à 100 % par la famille Barrière-Desseigne.

L'Offre s'inscrit dans le cadre des mesures de simplification des structures juridiques du groupe de la famille Barrière-Desseigne visant à réduire ses coûts de gestion administrative et gagner en efficacité opérationnelle ; la mise en œuvre du Retrait Obligatoire permettra à la Société de mettre fin à l'admission de ses titres à la négociation sur un marché réglementé et par conséquent de réduire les coûts induits par les obligations législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé.

En outre, de très importants travaux, tantôt structurels (gros œuvre), tantôt complémentaires de montée en gamme vont être réalisés sur l'Hôtel Le Majestic à Cannes. Alors que les architectes en charge de ce projet travaillent sur le cahier des charges détaillé, ces études préciseront le calendrier prévisionnel. L'importance, la durée et les aléas inhérents à ce projet, justifient également la fermeture du capital social à laquelle aboutira la réalisation de l'Offre.

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et 237-1 du RGAMF, les Établissements Présentateurs, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le 1^{er} juillet 2026 le projet d'Offre auprès de l'AMF, sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant la totalité des actions SFCMC non encore détenues à ce jour par l'Initiateur. En application des dispositions des articles 236-1 et suivants du RGAMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société la totalité des actions SFCMC qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait, au Prix d'Offre de 2.700 euros par action SFCMC (le « **Prix d'Offre** »), payable en numéraire pendant une période de 10 jours de négociation.

Le cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par M. Pierre Béal, a été désigné en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») avec pour mission de préparer un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du RGAMF. L'AMF a confirmé au préalable sa non-opposition à la désignation de l'Expert Indépendant, conformément à l'article 261-1-1, I du RGAMF.

L'Expert Indépendant a remis son rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire le 22 juillet 2026. Ce dernier est reproduit dans son intégralité en Annexe 1 et fait partie intégrante du présent Projet de Note en Réponse.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF, les administrateurs de la Société se sont réunis le 23 juillet 2026, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires, et ses salariés. La délibération du Conseil d'administration contenant l'avis motivé est reproduite en Section 2.

1.2.2 Fusion SFCMC-SIEHM

Le 21 mai 2026, SFCMC et la Société Immobilière et d'Exploitation Hôtel Majestic (« **SIEHM** ») ont signé un traité de fusion-absorption de SIEHM par SFCMC pour une parité d'échange fixée à 2,2 actions SFCMC pour 1 action SIEHM (la « **Fusion SFCMC-SIEHM** »).

Dans ce cadre, FINEXSI – Expert & Conseil Financier a été désigné le 28 janvier 2026 en qualité de Commissaire à la fusion par ordonnance du président du Tribunal de commerce de Cannes. Conformément aux dispositions de l'article L. 236-10 du Code de commerce, le commissaire à la fusion a rendu ses rapports concluant que la valeur des apports de SIEHM n'est pas surévaluée et correspond au moins à la valeur nominale des actions à émettre par SFCMC augmentée de la prime de fusion, et

que le rapport d'échange est équitable. Ces rapports sont disponibles sur les sites Internet de SFCMC et SIEHM.

L'assemblée générale extraordinaire de SIEHM a approuvé le projet de fusion par voie d'absorption de SIEHM par SFCMC le 30 juin 2026 et la Fusion SFCMC-SIEHM a définitivement été réalisée à cette même date. SFCMC détenant plus de 90 % des droits de vote de SIEHM, l'approbation du projet de fusion n'exige pas une décision de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de SFCMC conformément aux dispositions de l'article L. 236-12 du Code de commerce.

Au résultat de la Fusion SFCMC-SIEHM et à la date du présent Projet de Note en Réponse :

- SIEHM s'est trouvée dissoute sans liquidation ;
- le capital social de SFCMC a été porté de 1.891.968 euros à 1.951.812 euros, par l'émission de 4.987 actions nouvelles émises en rémunération de la fusion ; et
- SPD s'est vu attribuer 3.033 actions SFCMC et sa participation dans SFCMC a été portée à 92,18 % du capital et 95,02 % des droits de vote théoriques.

SPD a fait part de son intention de se porter acquéreur sur le marché, à un prix égal au Prix d'Offre, des actions SFCMC qui n'ont pu être attribuées individuellement et correspondant à des droits formant rompus mis en vente par SFCMC conformément aux dispositions des articles L. 228-6-1 et R. 228-12 du Code de commerce. A la date du présent Projet de Note en Réponse, SPD n'a pu acquérir aucune action SFCMC correspondant à des droits formant rompus au Prix d'Offre sur le marché, celles-ci ayant été acquises à un prix supérieur par d'autres acteurs du marché.

1.3 Rappel des principaux termes de l'Offre

1.3.1 Principaux termes de l'Offre Publique de Retrait

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et 237-1 du RGAMF, les Établissements Présentateurs, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le 1^{er} juillet 2026 le projet d'Offre auprès de l'AMF, sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant la totalité des actions SFCMC non encore détenues à ce jour par l'Initiateur.

Les Établissements Présentateurs garantissent, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

En application des dispositions des articles 236-1 et suivants du RGAMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société la totalité des actions SFCMC qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait, au Prix d'Offre de 2.700 euros par action SFCMC, payable en numéraire pendant une période de 10 jours de négociation.

1.3.2 Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait

La procédure d'apport à l'Offre est décrite au paragraphe 2.4 du Projet de Note d'Information.

1.3.3 Calendrier indicatif de l'Offre

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit au paragraphe 2.6 du Projet de Note d'Information.

1.3.4 Retrait Obligatoire suite à l'Offre Publique de Retrait

Conformément aux dispositions de l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du RGAMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les actions de la Société visées par l'Offre Publique de Retrait qui n'auront pas été présentées à cette dernière seront transférées à

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

l'Initiateur moyennant une indemnisation en numéraire identique au Prix d'Offre, soit 2.700 euros par action SFCMC, nette de tous frais.

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

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

1.3.5 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont décrites au paragraphe 2.10 du Projet de Note d'Information.

1.3.6 Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre. En particulier, il n'existe pas d'engagement d'apport ou de non-apport à l'Offre Publique de Retrait.

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

À la date du Projet de Note en Réponse, le Conseil d'administration de la Société est composé comme suit :

- Joy Desseigne-Barrière (Présidente du conseil d'administration) ;
- Alexandre Barrière ;
- Nathalie De Gaulle ;
- Dominique Mangin d'Ouince ;
- Alima Ossoukine² ;
- Charles Richez ; et
- Marie-Liesse Sautereau.

Grégory Rabuel est Directeur général de la Société et Charles Richez est Directeur général délégué de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF, les administrateurs de la Société se sont réunis le 23 juillet 2026 à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires, et ses salariés.

L'ensemble des membres du Conseil d'administration étaient présents ou représentés à cette réunion.

Préalablement à la réunion, les membres du Conseil d'administration ont eu connaissance :

- du Projet de Note d'Information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF, le 1^{er} juillet 2026 ;
- du rapport du cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par M. Pierre Béal, Expert Indépendant ; et
- du Projet de Note en Réponse de la Société, préparé conformément à l'article 231-19 du RGAMF et du projet de communiqué normé relatif au Projet de Note en Réponse.

Le Conseil d'administration de la Société, lors de cette réunion du 23 juillet 2026, a rendu l'avis motivé reproduit ci-dessous à l'unanimité de ses membres.

La délibération du Conseil d'administration contenant l'avis motivé est reproduite ci-dessous.

² Administrateur indépendant.

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

« Le Président indique au Conseil d'administration qu'il lui appartient, en application des dispositions de l'article 231-19, 4° du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), d'émettre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du projet d'offre publique de retrait déposé par la Société de Participation Deauvillaise (l'« **Initiateur** » ou « **SPD** »), suivie d'un retrait obligatoire (l'« **Offre** »), pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le Président précise que les documents suivants relatifs à l'Offre ont été remis aux membres du Conseil d'administration préalablement à la présente réunion :

- le projet de note d'information préparé par l'Initiateur (le « **Projet de Note d'Information** ») et déposé auprès de l'AMF le 1^{er} juillet 2026, qui décrit notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir, les caractéristiques de l'Offre ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par BNP Paribas et Société Générale, en tant que banques présentatrices de l'Offre (les « **Établissements Présentateurs** ») ;
- le rapport du Cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par M. Pierre Béal (l'« **Expert Indépendant** »), sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre en date du 22 juillet 2026 ; et
- le projet de note en réponse établi par la Société (le « **Projet de Note en Réponse** ») et le projet de communiqué normé relatif à ce Projet de Note en Réponse.

Le Président donne ensuite la parole à Maître Stéphanie Delage.

1. Rappel des termes de l'Offre et de son contexte

Il est rappelé que SPD a annoncé, le 8 décembre 2025, l'acquisition de l'intégralité de la participation de Casinvest au capital de la Société, soit 25,94% du capital de la Société, au prix ferme et définitif de 1.897 euros par action et son intention de déposer un projet d'offre publique de retrait assortie d'un retrait obligatoire visant le solde du capital de la Société, libellé au même prix par action que celui payé à Casinvest. SPD a annoncé le 28 mai 2026 relever le prix par action proposé dans le cadre de l'Offre à 2.700 euros, à la suite de discussions approfondies entre la Société, l'Initiateur, leurs conseils et l'Expert Indépendant.

Il est également rappelé que les Établissements Présentateurs, pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le 1^{er} juillet 2026 auprès de l'AMF le projet d'Offre au prix de 2.700 euros par action (le « **Prix d'Offre** »).

L'Offre s'inscrit dans le cadre des mesures de simplification des structures juridiques du groupe de la famille Barrière-Desseigne visant à réduire ses coûts de gestion administrative et gagner en efficacité opérationnelle, également illustrées par la fusion-absorption de la Société Immobilière et d'Exploitation de l'Hôtel Majestic par la Société, réalisée le 30 juin 2026 (la « **Fusion** »). La mise en œuvre du retrait obligatoire permettra à la Société de mettre fin à l'admission de ses titres à la négociation sur un marché réglementé et par conséquent de réduire les coûts induits par les obligations législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé.

En outre, de très importants travaux, tantôt structurels (gros œuvre), tantôt complémentaires de montée en gamme vont être réalisés sur l'Hôtel Le Majestic à Cannes. Alors que les architectes en charge de ce projet travaillent sur le cahier des charges détaillé, ces études préciseront le calendrier prévisionnel. L'importance, la durée et les aléas inhérents à ce projet, justifient également la fermeture du capital social à laquelle aboutira la réalisation de l'Offre. Le Conseil d'administration note que ce projet de travaux a constitué une part importante de l'analyse de l'Expert Indépendant, qui a pu s'entretenir à plusieurs reprises pour en apprécier la portée, les enjeux et le coût avec les équipes opérationnelles qui en portent la responsabilité ainsi qu'avec les prestataires impliqués.

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

Il est rappelé ensuite les diligences effectuées par le Conseil d'administration et notamment le processus de désignation de l'Expert Indépendant.

2. Rappel sur la désignation de l'Expert Indépendant

Le cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par M. Pierre Béal, a été désigné en qualité d'expert indépendant avec pour mission de préparer un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du RGAMF, celui-ci présentant selon la réglementation applicable tous les critères d'expérience requis, et tous les critères d'indépendance à l'égard des parties prenantes au projet d'Offre, ce qui a été confirmé dans sa lettre de mission. La Société n'étant pas en mesure de constituer un comité ad hoc, l'AMF a confirmé au préalable sa non-opposition à la désignation de l'Expert Indépendant, conformément à l'article 261-1-1, I du RGAMF. Le Conseil d'administration a été informé de cette désignation lors de sa séance du 20 janvier 2026, au cours de laquelle aucun administrateur ne s'est opposé à celle-ci.

La mission confiée à l'Expert Indépendant et la description de ses diligences sont présentées dans la lettre de mission en date du 28 janvier 2026, annexée à son rapport.

Il est indiqué enfin que cette nomination a fait l'objet d'un communiqué de presse de la Société en date du 16 janvier 2026.

3. Suivi des travaux de l'Expert Indépendant

Il est précisé tout d'abord que la Société s'est assurée que M. Pierre Béal disposait de toute l'information nécessaire au bon déroulement de ses travaux, et qu'il était correctement répondu à l'ensemble de ses requêtes documentaires. La Société s'est également assurée qu'il avait la possibilité d'interroger l'ensemble des interlocuteurs pertinents au sein de la Société, des Établissements Présentateurs et des conseils juridiques.

L'Expert Indépendant a pu s'entretenir à plusieurs reprises avec le management de la Société, les Établissements Présentateurs, les conseils juridiques de la Société et de l'Initiateur. L'Expert Indépendant a également pu visiter l'hôtel Majestic le 4 mai 2026 et échanger avec des consultants de l'équipe projet chargée de la rénovation de l'immeuble (assistance à maîtrise d'ouvrage et économiste). Des entretiens ont également eu lieu avec le cabinet Finexsi, représenté par M. Olivier Peronnet, Commissaire à la fusion désigné dans le cadre de la Fusion. L'Expert indépendant a également organisé une réunion le 4 juin 2026 avec certains actionnaires minoritaires de la Société souhaitant exposer leurs observations.

Il est rappelé également que les principales réunions suivantes se sont tenues entre l'Expert Indépendant et les directions juridiques et financières de la Société :

- Le 12 décembre 2025 : prise de contact avec l'Expert Indépendant pressenti à la suite de l'annonce du projet d'Offre le 8 décembre 2025 par l'Initiateur ;*
- Le 11 mars 2026, les 1^{er} et 29 avril 2026, les 5, 11, 13, 15 et 19 mai 2026 : points d'étape sur les travaux accomplis par l'Expert Indépendant ;*
- Les 13 mai et 7 juillet 2026 : points d'étape relatifs aux travaux envisagés sur l'Hôtel Le Majestic.*

Il est précisé qu'un plan d'affaires préparé par le management de la Société a été remis à l'Expert Indépendant.

Le Conseil d'administration indique ne pas avoir relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant. En particulier, le Conseil d'administration a pris

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

connaissance des questions et observations d'actionnaires qui ont été adressées à l'Initiateur, à la Société ou à l'Expert Indépendant et intégrées dans son rapport.

Le détail des interactions entre la Société et l'Expert Indépendant, ainsi que la liste des documents auxquels il a eu accès dans le cadre de sa mission, figurent de manière exhaustive dans son rapport.

4. Synthèse et conclusion du rapport de l'Expert Indépendant

L'Expert Indépendant a remis son rapport final au Conseil d'administration le 22 juillet 2026.

Les conclusions du rapport de l'Expert Indépendant sont les suivantes :

« Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action SFCMC auxquelles nous parvenons :

SFCMC		Valeur (en € par action)			Prime/ (Décote) vs Offre
Méthodes/Référence		basse	centrale	haute	
Cours de bourse SFCMC (8 décembre 2025)	36 mois	1 300,0	1 537,4	1 810,0	75,6 %
	24 mois	1 350,0	1 499,0	1 740,0	80,1 %
	12 mois	1 350,0	1 473,3	1 720,0	83,3 %
	6 mois	1 460,0	1 493,0	1 570,0	80,8 %
	3 mois	1 460,0	1 491,0	1 570,0	81,1 %
	20 jours	1 460,0	1 472,3	1 490,0	83,4 %
	Spot	1 490,0	1 490,0	1 490,0	81,2 %
DCF	Hors Majestic	573,7	712,5	851,4	n.s.
	Majestic	1 098,4	1 415,5	1 760,1	n.s.
	SFCMC consolidé	1 672,1	2 128,1	2 611,5	26,9 %
Multiples boursiers	VE/CA	734,2	1 303,4	1 872,6	107,1 %
	VE/EBITDAal	1 059,7	2 024,0	2 988,3	33,4 %
Sommes des parties	Expert Immo.	2 332,5	2 707,6	3 095,8	(0,3)%
	Transactions	2 201,2	2 734,8	3 305,3	(1,3)%
Opérations sur le capital	Fimalac (2023)	1 400,0	1 400,0	1 400,0	92,9 %
	Casinvest (2025)	1 897,0	1 897,0	1 897,0	42,3 %
ANC	31-oct.-25	2 023,2	2 023,2	2 023,2	33,5 %
	post fusion	2 020,5	2 020,5	2 020,5	33,6 %
	30-avr.-26	2 075,4	2 075,4	2 075,4	30,1 %

Dans nos travaux, nous avons retenu l'approche DCF à titre principal dans la mesure où cette méthode est selon nous la seule susceptible d'estimer la valeur intrinsèque de la Société en tenant pleinement compte des effets du cycle d'investissement engagé par le Groupe sur son principal actif, l'hôtel Majestic. Elle conduit à une valeur centrale de 2 128 € par action SFCMC, comprise dans une fourchette de 1 672 € et 2 611 €, qui extériorise une prime sur le prix d'Offre de 26,9 %.

Nous avons également tenu compte de la référence à la transaction réalisée entre Casinvest et l'Initiateur, SPD. En effet, cette transaction a été conclue entre parties indépendantes l'une de l'autre et à un prix ferme et définitif. Si l'on ne peut contester le fait que la transaction ait été réalisée sans mise en concurrence d'acquéreurs potentiels autres que SPD, il n'en demeure pas moins que qu'elle a concerné des investisseurs avertis, a porté sur une quote-part de capital conséquente (25,94 %) et a été payée comptant. Par ailleurs, nous relevons que le prix de la transaction est cohérent avec la valeur centrale de la méthode DCF (12 % d'écart). Pour ces raisons, nous avons retenu cette référence à titre principal.

A l'inverse, nous n'avons pas considéré pertinente la référence au cours de bourse en raison de la faible rotation du capital et du flottant, lui-même très étroit, dans un marché où l'action cote moins d'un jour sur deux. Nous observons qu'entre l'annonce de l'Offre, le 8 décembre 2025, et l'annonce du

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

rehaussement du prix d'Offre, le 28 mai 2026, le cours de SFCMC évolue entre 1 900 € et 2 500 € (atteint le 13 avril 2026) pour un VWAP de 2 403 € sur la période et dans un volume quatre fois supérieur au volume historique.

De la même manière, nous n'avons pas retenu la référence à l'actif net comptable consolidé, la méthode l'actualisation des dividendes (en raison de l'absence d'une politique de distribution stable) et la référence à la transaction Fimalac (en raison de son antériorité et d'une référence plus récente, Casinvest, portant sur une quote-part de capital plus importante).

En raison des biais qu'elles supportent, nous n'avons pas non plus retenu les méthodes suivantes mais les avons mises en œuvre à titre d'information :

- *La méthode des comparables boursiers, dans la mesure où il n'existe pas de sociétés directement comparables à SFCMC, que ce soit en termes de positionnement, de zone géographique et de mode d'exploitation... ;*
- *Méthode des comparables transactionnels, qui pâtissent des mêmes difficultés de mise en œuvre que la méthode des comparables boursiers s'agissant des critères de comparabilité.*

La méthode par la somme des parties, reposant sur des expertises immobilières, a été présentée à titre secondaire seulement, celle-ci présupposant de réaliser les actifs immobiliers afin d'en percevoir une contrepartie financière disponible. Ce scénario qui n'est envisagé ni par l'Initiateur ni par le management et qui est prohibé par le contrat de cession avec Casinvest durant cinq ans, repose donc sur un postulat totalement théorique.

Enfin, il convient de souligner que la présente Offre a vu son prix relevé à 2 700 € par action SFCMC contre 1 897 € envisagé initialement (+42,3 %). Ce rehaussement, annoncé le 28 mai 2026, est intervenu à la suite d'échanges menés avec la Société, l'Initiateur, leurs conseils respectifs et le commissaire à la fusion. Ainsi, le prix a été fixé par référence à la borne haute de l'approche DCF retenue à titre principal.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 2 700 € par action SFCMC proposé dans le cadre de l'offre publique de retrait 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. »

5. Avis Motivé du Conseil d'administration en application des dispositions de l'article 231-19, 4° du règlement général de l'AMF

La Direction générale de l'entreprise présente le projet d'avis au Conseil d'administration.

Le Conseil d'administration, après délibération et après avoir pris connaissance de toutes les informations mises à disposition de ses membres, notamment (i) des éléments d'appréciation du Prix d'Offre figurant dans le Projet de Note d'Information, (ii) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur dans le Projet de Note d'Information, et (iii) des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, à l'unanimité de ses membres :

constate que :

- *L'Offre s'inscrit dans le cadre des mesures de simplification des structures juridiques du groupe de la famille Barrière-Desseigne visant à réduire ses coûts de gestion administrative et gagner en efficacité opérationnelle, et des travaux importants à réaliser sur l'Hôtel Le Majestic sont envisagés à court terme ;*
- *L'Initiateur contrôle d'ores et déjà la Société, dont il détient à cette date 92,18% du capital et 95,02% des droits de vote théoriques ;*
- *L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non-détenues par l'Initiateur ;*

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

- *L'Offre représente une opportunité pour chaque actionnaire d'obtenir une liquidité immédiate sur tout ou partie de leur participation au Prix d'Offre ;*
- *Le Prix d'Offre extériorise une prime de 81,2% par rapport au cours de clôture du 8 décembre 2025 (soit le dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre du 8 décembre 2025), de 83,3%, 81,1%, 80,6% et 83,2% sur les moyennes pondérées par les volumes des cours de bourse sur une période respectivement d'un mois, de soixante jours, de 6 mois et de douze mois avant cette date ;*
- *L'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre le retrait obligatoire des actions de la Société et la radiation des actions de la Société du marché d'Euronext Paris à l'issue de l'offre publique de retrait ;*
- *La conclusion de l'Expert Indépendant est la suivante :
« Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 2 700 € par action SFCMC proposé dans le cadre de l'offre publique de retrait 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. »*

décide que l'Offre est conforme aux intérêts :

- *de la Société, le retrait obligatoire lui permettant de mettre fin aux coûts liés à l'admission de ses titres à la négociation sur un marché réglementé ;*
- *de ses salariés, en ce que la simplification des structures et la réduction des coûts leur bénéficient également ;*
- *de ses actionnaires, en leur permettant de bénéficier d'une liquidité immédiate avec un prix extériorisant une prime importante au regard des critères d'évaluation pertinents,*

recommande aux actionnaires de la Société (i) d'apporter leurs actions à l'offre publique de retrait au prix de 2.700 euros par action de la Société, ou (ii) de laisser l'acquisition de leurs actions se réaliser au prix de 2.700 euros par action de la Société dans le cadre du retrait obligatoire afin d'économiser des frais de transaction,

prend acte que le Directeur général finalisera et déposera le 24 juillet 2026 auprès de l'Autorité des Marchés Financiers le projet de note en réponse établi sous sa responsabilité, lequel inclura le rapport de l'Expert Indépendant et la position exprimée par le Conseil d'administration relativement à l'Offre dans sa séance de ce jour.

Après échanges, les membres du Conseil approuvent, à l'unanimité, la présente décision. »

3. INTENTIONS DES ADMINISTRATEURS DE SFCMC

A la date du présent Projet de Note en Réponse, aucun administrateur de SFCMC ne détient d'actions de la Société.

4. INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

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

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par M. Pierre Béal, a été désigné en qualité d'expert indépendant avec pour mission de préparer un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du RGAMF. L'AMF a confirmé au préalable sa non-opposition à la désignation de l'Expert Indépendant, conformément à l'article 261-1-1, I du RGAMF.

Ce rapport, en date du 22 juillet 2026, est reproduit dans son intégralité en Annexe 1 et fait partie intégrante du présent Projet de Note en Réponse.

6. ÉLÉMENTS CONCERNANT LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1 Structure et répartition du capital de la Société

Le capital social de la Société s'élève, à la date du présent Projet de Note en Réponse, à 1.951.812 euros, divisé en 162.651 actions ordinaires, entièrement libérées et toutes de même catégorie. Le nombre de droits de vote théoriques s'élève à 269.007. Le tableau ci-après présente, à la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de la Société, à la date du Projet de Note d'Information.

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques*
SPD (Initiateur)	149.927	92,18 %	255.612	95,02 %
Public	12.724	7,82 %	13.395	4,98 %
TOTAL	162.651	100 %	269.007	100 %

**Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droits de vote.*

La Société n'a pas émis d'autre titre de capital, ni aucun instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société. Par ailleurs, il n'existe aucune option de souscription d'actions de la Société.

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

À la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe aucune restriction statutaire à l'exercice des droits de vote et aux transferts des actions de la Société.

6.2.1 Obligation de déclaration en matière de franchissement de seuils

Les obligations légales prévues à l'article L. 233-7 du Code de commerce sont applicables. Les statuts de la Société ne prévoient pas d'obligations de déclaration de franchissements de seuils supplémentaires.

6.2.2 Transfert d'actions

Aucune clause des statuts n'a pour effet de restreindre les transferts d'actions de la Société.

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

À la date du Projet de Note en Réponse, aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce.

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

À la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social est réparti comme indiqué au paragraphe 6.1. Au cours des 12 derniers mois, la Société a reçu les déclarations suivantes concernant les franchissements légaux :

- le 30 juillet 2025³, SPD a déclaré avoir franchi en hausse, le 26 juillet 2025, le seuil de 2/3 des droits de vote de la Société et détenir 106 000 actions SFCMC représentant 211 684 droits de vote, soit 67,23 % du capital et 69,42 % des droits de vote de la Société ;
- le 31 juillet 2025⁴, la société Casinvest a déclaré avoir franchi en baisse, le 26 juillet 2025, les seuils de 30 % des droits de vote de la Société et détenir 40.894 actions SFCMC représentant 81.788 droits de vote, soit 25,94 % du capital et 26,82 % des droits de vote de la Société ;
- le 12 décembre 2025⁵, complété par un courrier du 31 mars 2026⁶, SPD a déclaré avoir franchi en hausse, le 11 décembre 2025, le seuil de 90 % du capital et des droits de vote et le seuil de 95 % des droits de vote de la Société et détenir 146.894 actions SFCMC représentant 252.579 droits de vote, soit 93,17 % du capital et 95,67 % des droits de vote de la Société ;
- le 16 décembre 2025⁷, la société Casinvest a déclaré avoir franchi en baisse, le 11 décembre 2025, les seuils de 25 %, 20 %, 15 %, 10 % et 5 % du capital et des droits de vote de la Société et ne plus détenir aucune action de la Société.

6.5 Liste des détenteurs de titres SFCMC comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

L'article 18 des statuts de la Société prévoit que les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire bénéficient d'un droit de vote double.

À la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

6.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

Néant.

6.7 Accords dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

À la date du Projet de Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions SFCMC et à l'exercice des droits de vote.

6.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs, ainsi qu'à la modification des statuts de SFCMC

6.8.1 *Nomination et remplacement des administrateurs*

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration sont décrites à l'article 11, I des statuts de la Société.

Le Conseil d'administration est composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, nommés par l'assemblée générale ordinaire pour une durée de six ans et sont rééligibles. Les membres sont nommés, renouvelés et révoqués dans les conditions légales et réglementaires en vigueur.

³ D&I n° 225C1300.

⁴ D&I n° 225C1307.

⁵ D&I n° 225C2124.

⁶ D&I n° 226C0467.

⁷ D&I n° 225C2142.

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

La limite d'âge des administrateurs personnes physiques (en ce compris le Président du Conseil d'administration) est fixée à 85 ans. Lorsqu'un administrateur (y compris le Président du Conseil d'administration) atteint cette limite d'âge, il est réputé démissionnaire d'office.

6.8.2 Modification des statuts de SFCMC

Conformément à l'article L. 225-96 du Code de commerce, l'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions.

6.9 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions

Aux termes de l'article 11, III des statuts de la Société, le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société, règle par ses délibérations les affaires qui la concernent, et procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

Aucune délégation de pouvoir ou de compétence en cours de validité n'a été accordée par l'assemblée générale des actionnaires au Conseil d'administration.

6.10 Accords conclus par SFCMC étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de SFCMC

Aucun accord conclu par SFCMC ne prendra fin en raison de l'Offre.

Il est précisé qu'en tant que propriétaire des marques "BARRIÈRE" et dérivées, la société GLB en contrepartie du paiement d'une redevance prenant la forme d'un minimum garanti de 10.000 € concède à la SFCMC le droit à l'utilisation de ses marques et logos. Ce contrat de licence de marques, contient une clause de changement de contrôle par laquelle le contrat prendra immédiatement fin, automatiquement et de plein droit en cas de changement de contrôle de SFCMC. L'Offre n'étant pas susceptible d'entraîner un changement de contrôle de SFCMC, ce contrat de licence de marques ne prendra pas fin dans le cadre de l'Offre.

6.11 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs, les salariés ou les dirigeants s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange

Néant.

7. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Conformément à l'article 231-28 du RGAMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Elles seront disponibles sur les sites internet de la Société (www.groupefcmc.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et pourront être obtenues sans frais auprès de SFCMC, 1, Espace Lucien Barrière 06400 Cannes.

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

8. PERSONNES RESPONSABLES DU CONTENU DE LA NOTE EN RÉPONSE

« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à 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. »

Grégory Rabuel
Directeur général de SFCMC

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

Annexe 1

Rapport de l'Expert Indépendant



Advisory & Support



I Société Fermière du Casino Municipal de Cannes

Expertise indépendante

**Offre publique de retrait suivie d'un
retrait obligatoire**

Juillet 2026

SOMMAIRE

1	CONTEXTE DE L'OPERATION.....	6
2	PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	8
2.1	Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois.....	8
2.2	Déclaration d'indépendance	8
2.3	Rémunération de l'expert	8
2.4	Diligences effectuées par l'expert	9
3	PRESENTATION DE LA SOCIETE.....	13
3.1	Présentation du Groupe Barrière	13
3.1.1	Historique du Groupe	13
3.1.2	Présentation générale des activités du Groupe	14
3.1.3	Organigramme juridique simplifié du Groupe.....	14
3.2	Présentation de SFCMC.....	16
3.2.1	Présentation de la Société	16
3.2.2	Historique de la société	16
3.2.3	Principaux actifs détenus/exploités.....	17
3.3	Analyse historique des comptes consolidés de SFCMC	18
3.3.1	Compte de résultat consolidé	18
3.3.1.1	Détail de l'activité	19
3.3.1.2	Focus sur l'EBITDA.....	21
3.3.1.3	Détail des autres seuils intermédiaires de gestion	21
3.3.2	Bilans consolidés.....	22
3.3.2.1	Immobilisations.....	23
3.3.2.2	Focus sur la valeur comptable des actifs détenus à Saint-Barthélemy.....	23
3.3.2.3	Détail de l'actif courant.....	23
3.3.2.4	Détail du passif comptable	24
3.4	Environnement concurrentiel et positionnement des actifs de la société (hors Majestic)	24
3.4.1	Démarche et proportionnalité de l'analyse.....	25
3.4.2	Hôtel Gray d'Albion	25
3.4.3	Boutiques du Majestic.....	25
3.4.4	Hôtel Barrière Le Fouquet's Saint-Barth.....	25
3.4.5	Plages du Majestic et du Gray d'Albion	26
3.4.6	Casino Barrière Le Croisette	26
3.4.7	Synthèse	26
3.5	Environnement concurrentiel et positionnement relatif du Majestic.....	26
3.5.1	Démarche et limites de l'analyse.....	27
3.5.2	Une intensification marquée de la concurrence de très haut de gamme sur la Croisette	28
3.5.3	Le positionnement du Majestic : un effort d'investissement d'ampleur inférieure	28
3.5.4	Marqueurs d'un repositionnement relatif	29
3.5.5	Dynamique du marché : un segment porteur et sélectif.....	30
3.5.6	Le programme d'investissement envisagé par le management.....	31
3.5.7	Incidences retenues dans nos travaux d'évaluation	31

3.5.8	Conclusion	31
3.6	Plan d'affaires 2026-2035 préparé par le management	32
3.6.1	Cadre général et approche retenue	32
3.6.2	Performance consolidée SFCMC.....	32
3.6.3	Prévisions «hors Majestic »	32
3.6.4	Prévisions « Majestic »	33
3.6.4.1	Impact du Majestic et des travaux de rénovation dans la dynamique du plan d'affaires	33
3.6.4.2	Traduction du programme de travaux dans les flux et incidences sur la modélisation.....	34
4	TRAVAUX D'ÉVALUATION	36
4.1	Opération connexe : Fusion-absorption de SIEHM par SFCMC.....	36
4.1.1	Description de l'opération.....	36
4.1.2	Travaux du commissaire à la fusion.....	36
4.2	Données financières utilisées dans les méthodes d'évaluation.....	37
4.2.1	Nombre de titres retenu.....	37
4.2.2	Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres	37
4.2.2.1	Endettement financier net.....	37
4.2.2.2	Impôts différés passifs	37
4.2.2.3	Capex techniques et patrimoniaux	38
4.2.2.4	Autres éléments de passage	38
4.2.3	Taux d'actualisation.....	39
4.3	Méthodes ou références non retenues.....	40
4.3.1	Actif net comptable consolidé.....	40
4.3.2	Approche par référence au cours de bourse de SFCMC.....	41
4.3.3	Actualisation des flux de dividendes	43
4.3.4	Référence à l'opération « Fimalac »	43
4.3.5	Multiples de sociétés cotées comparables.....	44
4.3.5.1	Approche méthodologique	44
4.3.5.2	Limites de l'approche mise en œuvre	45
4.3.5.3	Synthèse des multiples observés	45
4.3.5.4	Résultats présentés de l'approche.....	46
4.3.6	Somme des parties : Approche basée sur des multiples transactionnels	47
4.3.6.1	Biais affectant l'échantillon de comparables transactionnels	47
4.3.6.2	Sélection des échantillons de transactions comparables	48
4.3.6.3	Mise en œuvre et résultats.....	49
4.4	Méthode présentée à titre secondaire : Somme des parties basée sur des valeurs vénales issues des travaux d'expertise.....	50
4.4.1	Méthodologie	50
4.4.2	Valeurs retenues pour les actifs détenus	51
4.4.3	Retraitements retenus dans la mise en œuvre de l'approche	51
4.4.3.1	Impôt latent sur les plus-values (PropCo).....	51
4.4.3.2	Loyer de marché et valorisation de l'OpCo.....	52
4.4.3.3	Traitement des dépenses d'investissement de montée en gamme	52
4.4.3.4	Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.....	52
4.4.4	Résultats de l'approche	53
4.4.5	Analyses de sensibilités (valeur vénales).....	54
4.5	Références et méthodes retenues à titre principal.....	54
4.5.1	Opération récente sur le capital : acquisition de la participation Casinvest	54
4.5.2	Évaluation par la méthode de l'actualisation de flux de trésorerie	54
4.5.2.1	Mise en œuvre de la méthode sur le périmètre « Hors Majestic »	55
4.5.2.2	Mise en œuvre de la méthode sur le périmètre « Majestic »	56
4.5.2.3	Résultats consolidés.....	58

4.6	Synthèse générale des références et méthodes	59
5	ANALYSE DES TRAVAUX DES ÉVALUATEURS	60
5.1	Comparaison des méthodes et des références d'évaluation écartées	60
5.1.1	Actif net comptable et actif net réévalué	60
5.1.2	Somme des parties	60
5.2	Comparaison des méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif	61
5.2.1	Référence au cours de bourse	61
5.2.2	Transactions comparables	61
5.3	Comparaison des méthodes d'évaluation retenues à titre principal	62
5.3.1	Référence à la transaction Casinvest	62
5.3.2	Méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles	62
5.3.2.1	Approche générale retenue par les Évaluateurs	62
5.3.2.2	Taux d'actualisation et valeur terminale	62
5.3.2.3	Hypothèses opérationnelles et financières	64
5.3.2.4	Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres	64
5.3.2.5	Résultats de la méthode DCF	65
5.3.3	Synthèse de notre analyse des travaux des Évaluateurs	66
6	REPNSES AUX OBSERVATIONS DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES	67
6.1	Synthèse des observations transmises par les actionnaires minoritaires	67
6.2	Réponses aux observations des actionnaires minoritaires	68
6.2.1	Sur l'indépendance de l'expert et sa désignation	68
6.2.2	Sur les méthodes retenues et écartées	68
6.2.2.1	La référence à la transaction Casinvest	68
6.2.2.2	La méthode l'ANR et la méthode DCF	68
6.2.2.3	Sur la communication du plan d'affaires et l'approche DCF	69
6.2.2.4	Les méthodes alternatives	69
6.2.3	Sur les hypothèses utilisées dans notre approche multicritères	70
6.2.3.1	Conséquences de la publication des résultats du 1 ^{er} semestre 2025-2026	70
6.2.3.2	Conséquences de la rénovation des chambres du Majestic en 2024 et 2025	70
6.2.3.3	Insuffisance des multiples implicites de valorisation de SFCMC par rapport aux sociétés cotées comparables	70
6.2.3.4	Hypothèses retenues pour la mise en œuvre de la méthode des transactions comparables	71
6.2.3.5	Impact de la fiscalité dans le calcul de l'ANR	71
7	CONCLUSION	72
8	ANNEXES	74
8.1	Lettre de mission	74
8.2	Travaux de rénovation du Majestic	79
8.2.1	Chiffrage de l'enveloppe globale par le management	79
8.2.2	Calendrier prévu	80
8.2.3	Valeur présente des capex techniques et patrimoniaux	81
8.3	Références transactionnelles	82
8.3.1	Echantillon large sélectionné	82
8.3.2	Décomposition de l'échantillon	83
8.3.3	Facteurs influant sur la formation des prix	83
8.3.3.1	Catégorie de l'hôtel	83
8.3.3.2	Localisation de l'hôtel	84
8.3.3.3	OpCo / PropCo	85

8.3.3.4	Etat de l'actif	85
8.4	Comparables boursiers	86
8.4.1	Sélection des comparables boursiers	86
8.4.1.1	Objet de la démarche	86
8.4.1.2	Critères de sélection et barème de notation	86
8.4.1.3	Constitution de l'échantillon et seuil de sélection	86
8.4.1.4	Résultats du <i>screening</i>	87
8.4.1.5	Caractérisation de l'échantillon retenu	87
8.4.1.6	Limites et points de vigilance méthodologiques.....	88
8.4.2	Bêtas sectoriels.....	88
8.4.2.1	Bêta de l'échantillon de comparables boursiers.....	88
8.4.2.2	Bêtas observés au sein de l'indices GICS « Hôtellerie, restauration et loisirs »	89
8.4.2.3	Recoupement avec les bêtas sectoriels publiés par A. Damodaran (Europe)	90
8.4.3	Descriptions des comparables boursiers.....	91

1 CONTEXTE DE L'OPERATION

Par un communiqué de presse en date du 8 décembre 2025, la Société de Participation Deauvillaise¹ (ci-après « **SPD** » ou l'« **Initiateur** ») a annoncé la signature d'un accord prévoyant la cession par Casinvest² de sa participation dans la Société Fermière du Casino Municipal de Cannes (ci-après « **SFCMC** », la « **Société** » ou le « **Groupe** ») représentant 25,94 % du capital et 26,82 % des droits de vote à SPD, au prix ferme et définitif de 1 897 € par action. Cette transaction a été réalisée le 11 décembre 2025.

Dans ce même communiqué, il est également annoncé (i) la fusion par absorption de la Société Immobilière et d'Exploitation de l'Hôtel Majestic (ci-après la « **SIEHM** ») par SFCMC et, une fois la fusion réalisée, (ii) la volonté de SPD de déposer une offre publique de retrait assortie d'un retrait obligatoire (ci-après l'« **Offre** ») visant les actions SFCMC qu'elle ne détient pas, au prix unitaire de 1 897 €, dividende 2024-2025 attaché.

Le 21 mai 2026, SFCMC et SIEHM ont signé un traité de fusion fixant la parité d'échange à 2,20 actions SFCMC pour 1 action SIEHM. Le 28 mai 2026, SPD a annoncé le relèvement du prix d'Offre à 2 700 € par action SFCMC. Enfin, le 30 juin 2026, l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de SIEHM a approuvé le projet de fusion par absorption de SIEHM par SFCMC, entraînant la dissolution de SIEHM et l'émission de 4 987 actions nouvelles SFCMC en rémunération des actions SIEHM détenues par les actionnaires autres que SFCMC.

Les conséquences sur l'actionnariat de l'acquisition des actions auprès de Casinvest et de la fusion SFCMC-SIEHM sont résumées dans le tableau ci-dessous :

SFCMC	Avant le 11 déc. 2025		Cession Casinvest	Post cession Casinvest		Fusion SIEHM	Post cession Fusion SIEHM	
Actionnariat au 30 juin 2026	# actions	% actions	# actions	# actions	% actions	# actions	# actions	% actions
SPD	106 000	67,2%	40 894	146 894	93,2%	3 033	149 927	92,2%
Casinvest	40 894	25,9%	(40 894)	-	-	-	-	-
Actionnaires minoritaires	10 770	6,8%	-	10 770	6,8%	-	10 770	6,6%
Actionnaires minoritaires (post fusion SIEHM)	-	-	-	-	-	1 954	1 954	1,2%
Sous-total actionnaires minoritaires	10 770	6,8%	-	10 770	6,8%	1 954	12 724	7,8%
Total	157 664	100,0%	-	157 664	100,0%	4 987	162 651	100,0%

À l'issue de la fusion SFCMC-SIEHM, SPD détient 92,2 % du capital et 95 % des droits de vote théoriques ; l'Offre vise donc 12 724 actions SFCMC représentant 7,8 % du capital et 5 % des droits de vote théoriques.

Selon la note d'information, cette Offre s'inscrit dans le processus de simplification des structures du groupe de la famille Desseigne-Barrière avec pour objectif la réduction des coûts de gestion administrative et l'amélioration de l'efficacité opérationnelle.

La note d'information précise que l'Initiateur n'envisage pas de modifier la politique industrielle, commerciale et financière de la Société et que l'Offre n'aura pas d'impact sur l'emploi mais que la gouvernance de la Société sera modifiée si le retrait obligatoire est mis en œuvre. Il est également indiqué que l'Offre ne générera aucune synergie hormis les économies induites par la cessation de la cotation de la Société. S'agissant des dividendes, l'Initiateur indique qu'il est susceptible de faire évoluer la politique de distribution de la Société.

Enfin, l'Initiateur a assorti son Offre d'une demande de retrait obligatoire. Compte tenu du niveau de détention, les conditions du retrait obligatoire sont d'ores et déjà réunies. Ainsi, à l'issue de l'Offre les actions non apportées seront transférées à l'Initiateur moyennant un prix unitaire égal à celui de l'Offre soit 2 700 € par action SFCMC. D'autre part, à l'issue de l'Offre, l'Initiateur envisage l'apport des actions SFCMC à la société Groupe Lucien Barrière³.

¹ Société par actions simplifiée détenue à 100 % par la famille Desseigne-Barrière.

² Société civile immobilière indirectement contrôlée par le fonds souverain du Qatar, le Qatar Investment Authority.

³ Société anonyme contrôlée par SPD.

Dans ce contexte, le cabinet BM&A Advisory & Support a été mandaté le 16 janvier 2026 par la Société en qualité d'expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions SFCMC visées par l'Offre.

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°, dans la mesure où la société visée est déjà contrôlée avant le lancement de l'opération par l'initiateur de l'offre ;
- le paragraphe I, alinéa 4°, dans la mesure où il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée ;
- le paragraphe II, dans la mesure où un retrait obligatoire est envisagé dans le cadre de l'Offre.

La présent rapport 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
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
oct-24	Offre Publique d'Achat Simplifiée	IDSUD	Manandier	Banque Hottinguer
janv-25	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Compagnie du Cambodge	Bolloré SE	Natixis & Société Générale
janv-25	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	SIF Artois	Bolloré SE	Natixis & Société Générale
janv-25	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Financière Moncey	Bolloré SE	Natixis & Société Générale
sept-25	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Tronics	TDK Electronics AG	Gilbert Dupont
avr-26	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Media 6	Vasco SAS	CIC - Equity Capital Markets

2.2 Déclaration d'indépendance

Conformément aux normes générales de l'Ordre des Experts-Comptables, et en application de l'article 261-4, II, du règlement général de l'AMF, nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de nous avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission.

En particulier, nous confirmons, après avoir interrogé nos associés :

- n'être concernés par aucune des quatre hypothèses de conflit d'intérêts listées à l'article 1er de l'instruction AMF DOC-2006-08 relative à l'expertise indépendante, à savoir :
 - n'entretenir aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter notre indépendance ;
 - n'avoir procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des dix-huit mois précédant la date de désignation ;
 - ne détenir 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'avoir 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.
- ne pas être intervenus, par référence à l'article 261-4, I, alinéa 2, du règlement général de l'AMF, sur des opérations présentées par les établissements présentateurs de l'Offre (BNP et Société Générale) avec une fréquence susceptible de compromettre notre indépendance.

2.3 Rémunération de l'expert

La rémunération perçue par BM&A au titre de l'opération s'élève à 180 000 € hors taxes et débours. L'augmentation de la rémunération par rapport au budget d'honoraires prévu dans la lettre de mission est principalement due à l'allongement de la durée de la mission.

2.4 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission a été réalisée par Pierre Béal et Stéphane Marande, associés. Ils ont été assistés par Ryan Khennane, chef de mission, et Yves Précausta, Emanuel Goy ainsi qu'Axel Fauthoux et Hanelore Michard, consultants juniors.

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 de notre possible nomination en tant qu'expert indépendant le 9 décembre 2025. À la suite de la décision de non-opposition à notre désignation rendue le 15 janvier 2026 par l'AMF, nous avons été nommés en qualité d'expert indépendant le 16 janvier 2026, date à laquelle nous avons commencé nos travaux qui se sont achevés le 22 juillet 2026, date à laquelle nous avons remis la version définitive de notre rapport.

Au cours de notre mission, nous avons visité l'hôtel Majestic le 4 mai 2026 et avons échangé avec des consultants de l'équipe projet chargée de la rénovation de l'immeuble (Assistance à maîtrise d'ouvrage -AMO-, et économiste).

Au cours de nos travaux nous nous sommes principalement entretenus avec les personnes suivantes :

- Groupe Barrière – Management :
 - Philippe Perrot, Directeur Général Finance du Groupe Barrière ;
 - Fabrice Lehmann, directeur financier du groupe SFCMC ;
 - Franck-Philippe Georgin, Secrétaire Général du Groupe Barrière⁴ ;
 - Claire Tordjman Audouard, Directrice Juridique Groupe du Groupe Barrière ;
 - Julien Huel, Directeur Général Hôtellerie et Restauration ;
 - Charles Richez, Directeur Général de l'hôtel Barrière Le Majestic Cannes et Area GM (Gray d'Albion, Les Neiges Courchevel, Le Fouquet's Saint-Barth) ;
 - Ion Metulesco, Directeur Architecture & Patrimoine de Barrière ;
 - Marc Benamou, Directeur Technique Hôtellerie et Développement.
- BNP Paribas – Banquier évaluateur :
 - Géraldine Cabel, Senior Banker
 - Alexandre Bault, M&A Real Estate, Managing Director
 - Olivier Rinaudo, M&A Advisory for Listed Companies, Managing Director
 - Loïc Saint Germain M&A Advisory for Listed Companies, Director
 - Marjorie Barbier, M&A Real Estate, Director
 - Nicolas Marion, M&A Real Estate, Associate
 - Teresa Azevedo Almeida, M&A Real Estate, Associate
 - Benjamin Romeu, M&A Advisory for Listed Companies, Associate

⁴ A la date d'émission de notre rapport, monsieur Franck-Philippe Georgin ne fait plus partie des effectifs du groupe Barrière.

- Société Générale– Banquier évaluateur :
 - Lydie Ayme, Senior Banker
 - Asgar Sondarjee, M&A Advisory for Listed Companies, Director
 - Charles Veyrat, M&A Real Estate, Director
 - Dorian Barthel, M&A France, Vice President
 - Hédi Kolli, M&A Real Estate, Associate
 - Juliette Chabrol, M&A France, Analyst

- Osborne Clarke – Conseil de la Société
 - David Haccoun, Avocat associé;
 - Stéphanie Delage, Avocate associée ;
 - Warren Wilson, Avocat.

- Bompont Laut AARPI – Conseil de l’Initiateur
 - Dominique Bompont, Avocat à la Cour ;
 - Anne-Liz Salapian, Avocate à la Cour.

- Finexsi – Commissaire à la fusion
 - Olivier Peronnet, Associé, Commissaire à la fusion ;
 - Marc de la Bedoyere, Director ;
 - Quentin Baudesson, Manager
 - Kevin Da Silva, Analyst

- Equipe consultants travaux rénovation Majestic
 - Johan Delacroix, Directeur Immobilier, Constructa (AMO) ;
 - Marine Bourlier, Directrice des programmes adjointe, Constructa (AMO);
 - Sébastien Godet, Directeur, ECOTEM (économiste).

- Actionnaires minoritaires :
 - Nous avons reçu un total d’une quarantaine de courriels envoyés par 13 actionnaires minoritaires de sociétés du Groupe (SFCMC et SIEHM) ;
 - Nous avons rencontré les actionnaires minoritaires qui en ont fait la demande lors d’une réunion organisée par nos soins le jeudi 4 juin 2026 au cours de laquelle ils ont pu nous faire part directement de leurs observations.
 - Les réponses à leurs observations sont présentées au § 6.

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 du Groupe et de ses marchés,
- iii) l'organisation du Groupe, de sa structure juridique et l'évolution de celle-ci en ce compris la fusion-absorption de SIEHM par SFCMC ;
- iv) le chiffrage et l'impact sur l'activité de l'hôtel Majestic des travaux prévus par le Groupe
- v) la valeur patrimoniale des actifs détenus.

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 et la documentation y afférente (rapport d'évaluation des banques et de l'Expert) ;
- iii) analyser les comptes sociaux historiques de la Société pour étudier l'évolution de sa situation financière ;
- iv) analyser les comptes consolidés de SFCMC pour comprendre les fondements sur lesquels reposent le calcul de son actif net comptable consolidé afin de mettre en œuvre une approche de valeur par la somme des parties ;
- v) analyser les données financières prévisionnelles produites par le management du Groupe concernant les différentes activités de SFCMC ;
- vi) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d'espèce et analyser la sensibilité des valeurs aux variations des hypothèses structurantes ;
- vii) étudier les travaux d'évaluation mis en œuvre par les banques présentatrices afin de réaliser leur analyse ;
- viii) prendre connaissance des travaux d'évaluation des immeubles réalisés par l'expert immobilier ;
- ix) analyser et prendre en compte dans nos analyses les observations des actionnaires minoritaires que nous avons jugées pertinentes ;
- x) 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. Nos travaux se sont essentiellement appuyés sur les documents suivants :

- le projet de note d'information relative à l'Offre ;
- les rapports d'évaluation établis par BNP Paribas et Société Générale, en ce compris les versions dédiées à la fusion ;
- les rapports d'évaluation produits dans le cadre de l'opération de rachat des titres détenus par Fimalac en 2023 par les banques Lazard et Rothschild & Cie ;
- le plan d'affaires détaillé SFCMC, incluant notamment des éléments portant sur le plan d'affaires Majestic avec travaux ;

- les comptes consolidés de SFCMC, de 2020 à 2025 ;
- les comptes sociaux des entités du périmètre ;
- les conventions réglementées établies entre le Groupe et ses filiales ;
- les rapports d'évaluation immobilière établis par le cabinet Duff & Phelps pour l'hôtel Majestic (2017) et le Gray d'Albion (2019) ;
- les rapports d'évaluation de juin 2026 établis par Patrick Colomer, expert agréé par la Cour de cassation, portant sur la valeur vénale des murs de l'hôtel Majestic, des boutiques de l'hôtel Majestic et de l'hôtel Gray d'Albion ;
- la documentation disponible à date concernant les travaux de rénovation engagés par le Groupe sur l'hôtel Majestic (planning, chiffrage, bons de commande) ;
- les valeurs d'assurance 2025 déclarées par le Groupe pour ses actifs et les pertes d'exploitation associées à ces actifs ;
- les synthèses des travaux du cabinet Finexsi relatifs à l'opération de fusion SFCMC / SIEHM ;
- les courriers, notes et observations d'actionnaires minoritaires relatifs à l'opération et aux conditions de l'Offre ;

Nous avons principalement utilisé la base de données financières Workspace⁵ de LSEG et les outils développés par le cabinet sous la marque Fairness Finance. S'agissant des transactions immobilières, nous avons consulté la base de données CF News Immo à laquelle nous avons souscrit un abonnement pour les besoins de la mission. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente. Enfin, nous avons 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 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, nous limitant à en 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.

⁵ Ex Thomson-Reuters, ex Refinitiv.

3 PRESENTATION DE LA SOCIETE

3.1 Présentation du Groupe Barrière

Fondé au début du siècle dernier sur la côte normande, le groupe Barrière est un acteur de luxe français opérant principalement dans quatre secteurs : l'hôtellerie, les casinos, les restaurants et les loisirs.

En 2025, le Groupe employait 7 000 collaborateurs. Il est contrôlé par la famille Desseigne-Barrière, qui en détient la majorité du capital au travers de différentes sociétés holdings cotées et non cotées.

3.1.1 Historique du Groupe



Le Groupe Barrière trouve ses origines à Deauville en **1912**, lorsque Eugène Cornuché, associé à François André, alors propriétaire de cercles de jeux à Paris, développe le Casino de Deauville auquel il adjoint l'hôtel Le Normandy. Cette association entre jeux, hôtellerie haut de gamme et destinations de prestige constitue le socle du modèle qui caractérise encore aujourd'hui le Groupe.

En **1919**, la Société Fermière du Casino Municipal de Cannes (SFCMC) est créée afin d'exploiter le casino municipal de Cannes, inauguré en 1907. Cornuché, fort de son expérience deauvillaise, en prend la direction et engage l'agrandissement et la rénovation de l'établissement.

En **1962**, à la disparition de François André, son neveu Lucien Barrière lui succède à la tête des sociétés d'exploitation de casinos et d'hôtels. Sous sa direction, le Groupe se structure autour du triptyque casinos, hôtellerie de prestige et art de vivre à la française, dans une logique de continuité familiale.

En **1975**, Lucien Barrière soutient la création du Festival du film américain de Deauville, qui rattache durablement les actifs historiques du Groupe à l'univers du cinéma et de l'événementiel.

À partir de la fin des années **1990**, le Groupe se tourne vers l'hôtellerie de luxe urbaine. L'acquisition du Fouquet's, avenue des Champs-Élysées, en **1998**, puis l'ouverture de l'Hôtel Barrière Le Fouquet's Paris en **2006**, l'installent sur le segment du luxe parisien.

Les années **2000** marquent une première phase d'internationalisation, avec le Casino de Montreux en Suisse en **2003**, puis l'Hôtel & Ryads Barrière Le Naoura à Marrakech en **2009**.

En **2012**, le Groupe fête son centenaire et inaugure le Resort Barrière Ribeaupillé, ensemble intégré réunissant casino, hôtel, restauration et espaces de bien-être.

Plus récemment, le développement s'est poursuivi à l'international et dans la restauration premium : ouverture de l'Hôtel Barrière Fouquet's New York en **2022**, puis prise de participation majoritaire dans Loulou Groupe en **2024**.

3.1.2 Présentation générale des activités du Groupe

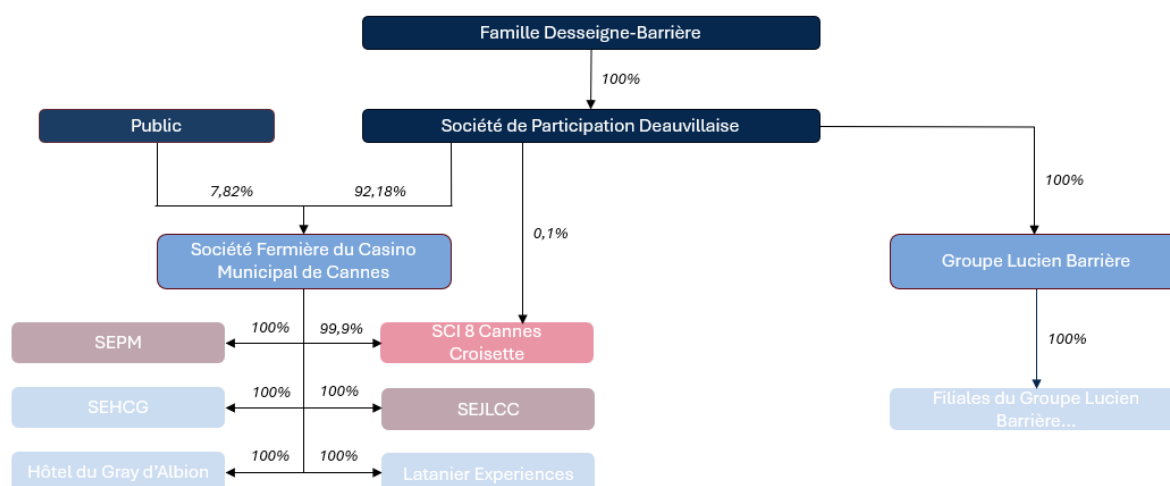
Le Groupe Barrière repose sur un modèle intégré, né du rapprochement entre casinos et hôtellerie de prestige. Au fil du temps, ce socle s'est étoffé d'activités connexes comme la restauration, les bars, les spas, les spectacles et les loisirs, qui lui permettent de proposer une offre complète dans des destinations à forte fréquentation touristique et événementielle.

En 2024, le Groupe exploitait 34 établissements de jeux, 21 hôtels, près de 200 restaurants et bars, 16 spas et 12 salles de spectacles, pour un chiffre d'affaires consolidé de 1,4 Md€. Celui-ci se répartit pour l'essentiel entre deux ensembles :

- Le **groupe SFCMC** (169 m€ de chiffre d'affaires brut et 153,6 m€ de CA net en 2024) rassemble les actifs cannois historiques : l'Hôtel Barrière Le Majestic Cannes, l'Hôtel Barrière Le Gray d'Albion et le casino de Cannes. Leur emplacement, à deux pas de la Croisette et du Palais des Festivals, les inscrit sur les segments de l'hôtellerie haut de gamme, du jeu et de l'événementiel. S'y ajoute le Fouquet's Saint-Barth, qui ouvre une exposition à l'hôtellerie de luxe internationale.
- Le **groupe Lucien Barrière** (ou GLB, 1,2 Md€ de chiffre d'affaires en 2024) regroupe le reste du portefeuille. Héritier du développement engagé à Deauville dès 1912, il réunit les casinos exploités en France et à l'étranger, les hôtels situés hors Cannes et Saint-Barthélemy, ainsi que les activités de restauration, bars, spas, spectacles et golfs.

3.1.3 Organigramme juridique simplifié du Groupe

Le Groupe s'organise autour de deux branches, SFCMC et GLB, détenues très majoritairement par la Société de Participation Deauvillaise (SPD), société holding de la famille Barrière :



NB : l'organigramme supra est présenté post-fusion de la SIEHM (Société immobilière et d'exploitation de l'hôtel Majestic) dans la SFCMC.

Société de Participation Deauvillaise : holding financière du groupe détenue par la famille Desseigne-Barrière. Son rôle est d'animer et d'administrer l'organisation et les liens capitalistiques entre les différentes sociétés consolidées.

SFCMC : Structure financière gérant les actifs hôteliers à Cannes et Saint-Barthélemy (Majestic, Gray d'Albion, Fouquet's Saint-Barth) ainsi que du Casino Croisette, à travers les structures suivantes :

- **SEPM** : La Société d'Exploitation de la Plage du Majestic est l'entité chargée de l'exploitation des services de plage. Situé de l'autre côté du boulevard de la Croisette, derrière le Majestic et face à la mer, la plage privée propose des locations de place (chaises longues, tables, espaces, ...), un restaurant/bar (le Ciro's Cannes), ainsi que des activités nautiques (parachutes, ski nautique, bouées, ...). La SEPM ne détient pas le terrain en raison de la législation mais détient une concession.
- **SEJLC** : La Société d'Exploitation des Jeux et Loisirs du Croisette désigne l'entité chargée de la gestion de l'établissement de jeux cannois, en l'occurrence le Casino Croisette. La SEJLC est une société d'exploitation ayant une concession sur le Casino Croisette et ne détient en propre que le matériel de jeux servant à l'activité du casino.
- **SEHCG** : La Société d'exploitation de l'Hôtel Fouquet's Saint-Barth est l'entité chargée de la gestion de l'hôtel 5 ★ Fouquet's Saint-Barth sur l'île de Saint-Barthélemy. L'hôtel comprend aussi en son sein 21 chambres, le restaurant Beefbar St Barth et son bar ainsi qu'un restaurant de plage.
- **Hôtel du Gray d'Albion** : La Société Hôtel Gray d'Albion est l'entité chargée de la gestion de l'hôtel 4 ★ Gray d'Albion, voisin du Majestic.
- **SEPGA** : La Société d'Exploitation de la Plage du Gray d'Albion est l'entité chargée de la gestion de la plage privée du Gray d'Albion, sur le modèle de la plage du Majestic avec location de chaises longues/espaces ainsi que d'un restaurant (le Mademoiselle Gray).
- **Latanier Expériences** : Société d'exploitation du *Do Brazil*, restaurant de plage proche du Fouquet's Saint-Barth.
- **SCI 8 Cannes Croisette** : Pur véhicule immobilier portant les boutiques adjacentes à l'hôtel Majestic (aile ouest).

Groupe Lucien Barrière : Deuxième structure financière consolidante du groupe chargée de la gestion des hôtels et casinos hors périmètre SFCMC.

3.2 Présentation de SFCMC

3.2.1 Présentation de la Société

La Société Fermière du Casino Municipal de Cannes, créée en 1919, est une société cotée sur le compartiment B d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000062101 et le mnémonique FCMC. Son activité s'articule principalement autour de l'exploitation d'actifs hôteliers et de jeux, comprenant trois hôtels : l'Hôtel Barrière Le Majestic Cannes, l'hôtel Barrière Le Gray d'Albion Cannes et l'hôtel Fouquet's Saint-Barth, ainsi que le casino Barrière Le Croisette Cannes.

3.2.2 Historique de la société



Le développement touristique de la Côte d'Azur à la Belle Époque pousse Cannes à se doter d'un établissement réunissant jeux, spectacles et divertissements. Après plusieurs projets avortés, et malgré les réticences d'une partie de la population et de l'aristocratie locale à voir un casino s'installer sur la Croisette, la concession d'un nouvel établissement est accordée à Henry Ruhl le 5 avril **1905** par le conseil municipal. Bâti sur les plans de l'architecte Camille Mari, le Casino municipal de Cannes est inauguré le 28 janvier 1907 ; la Société d'exploitation de Casinos et Hôtels Henri Ruhl & Cie en devient propriétaire en **1911**.

Au sortir de la Première Guerre mondiale, l'exploitation du casino est confiée à une nouvelle entité, la Société Fermière du Casino Municipal de Cannes, constituée le 18 novembre **1919**. Eugène Cornuché, déjà reconnu pour son rôle à Deauville, en prend la direction. Cette étape marque l'origine de l'ancrage cannois de SFCMC.

François André, qui succède à Cornuché, élargit le périmètre au-delà du seul secteur du jeu. En **1952**, il acquiert l'Hôtel Majestic via la Société Immobilière et d'Exploitation de l'Hôtel Majestic (SIEHM), donnant corps au modèle associant casino et hôtellerie de prestige.

À la fin des années **1970**, l'ancien casino municipal est démoli au profit du Palais des festivals et des congrès, inauguré en **1982**, qui abrite un établissement de jeux. L'activité évolue aussi dans les années 1980, avec la mise en service des premières machines à sous au Casino Barrière Cannes Croisette en 1988.

Dans les années **1990**, SFCMC poursuit la constitution de son pôle hôtelier cannois. En **1991**, elle rachète l'Hôtel Gray d'Albion, voisin du Majestic, et réunit ainsi les deux hôtels historiques qu'elle exploite encore aujourd'hui au cœur de Cannes. Le développement des jeux se prolonge au début des années **2000**. En 2003, SFCMC obtient la concession du Casino Barrière Les Princes, dont l'exploitation est portée par la Société Casinotière du Littoral Cannois (SCLC). L'établissement ouvre en **2004**.

À partir de **2015**, le périmètre s'étend au-delà de Cannes avec la création de la Société d'Exploitation de l'Hôtel Fouquet's Saint-Barth, dans le cadre de la prise à bail d'un complexe hôtelier. Après rénovation, le Fouquet's Saint-Barth est inauguré le 16 octobre **2020**.

Plus récemment, le périmètre opérationnel s'est renforcé à travers deux opérations. D'une part, en **2022**, SFCMC crée la Société d'Exploitation des Jeux et Loisirs du Croisette, dans le cadre de la nouvelle délégation de service public du Casino Le Croisette, attribuée pour douze ans à compter du 1er novembre **2022**. D'autre part, en **2024**, le groupe acquiert, via sa filiale dédiée, l'intégralité des parts de CG Capital, société propriétaire des murs et du terrain du Fouquet's Saint-Barth ainsi que de l'immeuble Normandie à Saint-Barthélemy.

SFCMC a longtemps exploité deux établissements de jeux à Cannes : le Casino Le Croisette, situé au sein du Palais des Festivals et des Congrès, qu'elle exploite sous enseigne Barrière depuis 1997 dans le cadre de délégations de service public successives, et le Casino Les Princes, situé sous l'actuel hôtel JW Marriott. Dans le cadre du renouvellement des délégations cannoises intervenu en **2021-2022**, le Groupe s'est recentré sur son casino historique et ne s'est pas porté candidat au renouvellement de Les Princes, dont l'exploitation a été reprise fin **2021** par Jesta Fontainebleau, propriétaire de l'hôtel, puis par le groupe Partouche en **2025**. À la date du présent rapport, l'activité de jeux de la Société est ainsi concentrée sur le seul Casino Le Croisette.

La Société Casinotière du Littoral Cannois (SCLC), entité qui portait l'exploitation de Les Princes, demeure par ailleurs partie à un contentieux l'opposant à Jesta Fontainebleau à la suite de la reprise de l'établissement, non définitivement tranché à la date des derniers comptes disponibles ; il ne présente pas, à notre appréciation, d'incidence significative sur notre évaluation.

3.2.3 Principaux actifs détenus/exploités

SFCMC repose sur un modèle intégré associant hôtellerie de prestige, restauration, activités de plage et jeux, développé autour d'un cœur d'actifs cannois historiques et complété d'une implantation à Saint-Barthélemy. Le Groupe présente une structure de bilan *asset-heavy* : il détient en propre les murs de ses principaux actifs hôteliers, tandis que les activités de plage et de jeux sont exercées dans le cadre de concessions et d'une délégation de service public.

Cette distinction de mode de détention structure l'appréhension de la valeur des actifs (cf. §4) : (i) les actifs immobiliers détenus en propre, le Majestic et ses boutiques, le Gray d'Albion, le Fouquet's Saint-Barth et l'immeuble Normandie, combinent la composante « murs » (PropCo) et la composante « exploitation » (OpCo) ; (ii) les activités exercées sous concession ou délégation, plages du Majestic et du Gray d'Albion, Casino Le Croisette, ne s'appuient pas sur des actifs détenus et sont appréhendées au sein de la composante « exploitation » (OpCo).

Le pôle hôtelier concentre l'essentiel de l'activité (de l'ordre de 80 % du chiffre d'affaires récent, cf. §3.3), l'Hôtel Le Majestic constituant le principal contributeur à la valeur de la Société (cf. §3.5 et §4). Les principaux actifs et activités se présentent comme suit :

Actif / activité	Nature	Localisation	Mode de détention / exploitation	Entité porteuse
Hôtel Barrière Le Majestic	Hôtel 5★	Cannes (Croisette)	Murs détenus (PropCo) + Exploitation (OpCo)	SFCMC (ex-SIEHM)
Boutiques du Majestic	Locaux commerciaux loués à des enseignes de luxe (Prada, Miu Miu, Moncler, Buccellati, Gucci...)	Cannes (Croisette)	Murs détenus (PropCo)	SFCMC / SCI 8 Cannes Croisette (terrains)
Hôtel Barrière Le Gray d'Albion	Hôtel 4★	Cannes	Murs détenus (PropCo) + Exploitation (OpCo)	Société Hôtel Gray d'Albion
Plage du Majestic	Plage privée et restaurant (Ciro's Cannes)	Cannes	Concession du domaine public (OpCo)	SEPM
Plage du Gray d'Albion	Plage privée et restaurant (Mademoiselle Gray)	Cannes	Concession du domaine public (OpCo)	SEPGA
Casino Barrière Le Croisette	Établissement de jeux	Cannes (Palais des Festivals)	Délégation de service public, 12 ans à compter du 1er nov. 2022 (OpCo)	SEJLC
Hôtel Fouquet's Saint-Barth	Hôtel 5★ (21 chambres) et restaurant Beefbar St Barth	Saint-Barthélemy	Murs détenus (PropCo) + Exploitation (OpCo)	SEHCG (exploitation) / CG Capital (murs)
Immeuble Normandie	Actif immobilier	Saint-Barthélemy	Murs détenus (PropCo) + Exploitation (OpCo)	CG Capital
Restaurant Do Brazil	Restaurant de plage (participation)	Saint-Barthélemy (Shellona Beach)	Participation	Latanier Expériences

3.3 Analyse historique des comptes consolidés de SFCMC

Les comptes consolidés présentés ci-après correspondent aux comptes consolidés de SFCMC au titre des exercices clos entre le 31 octobre 2020 et le 31 octobre 2025, établis conformément au référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union européenne. Nos analyses ont été arrêtées au 31 octobre 2025, dernière date de clôture disponible et antérieure à la date d'effet comptable et fiscal de la fusion-absorption de SIEHM par SFCMC, fixée au 1er novembre 2025.

Dans le contexte de l'opération, nous avons retenu les comptes consolidés comme principale base d'analyse. Ils permettent d'appréhender le périmètre économique du groupe SFCMC, ses activités opérationnelles ainsi que les actifs significatifs portés directement ou indirectement par ses filiales.

3.3.1 Compte de résultat consolidé

Le compte de résultat simplifié des exercices fiscaux à compter de 2020 est présenté ci-après :

SFCMC Compte de résultat m€	31-oct.-20 12 m.	31-oct.-21 12 m.	31-oct.-22 12 m.	31-oct.-23 12 m.	31-oct.-24 12 m.	31-oct.-25 12 m.	TCAM 2022-25
Casinos	25.6	20.0	32.6	35.0	32.6	32.1	(0.5%)
Hôtellerie	39.9	63.0	128.3	126.4	133.7	141.5	3.3%
Autres	3.2	2.8	3.5	3.9	4.4	4.9	12.2%
Inter-segments	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.3)	(1.4)	(1.7)	11.7%
Chiffre d'affaires brut	67.5	84.6	163.1	164.0	169.3	176.8	2.7%
% croissance	n/a	25.2%	92.9%	0.5%	3.3%	4.4%	
Prélèvements	(12.5)	(8.6)	(15.4)	(16.8)	(15.8)	(15.7)	0.6%
Chiffre d'affaires net	55.1	76.0	147.7	147.2	153.6	161.2	2.9%
% croissance	n/a	38.0%	94.5%	(0.4%)	4.3%	5.0%	
Autres produits	3.9	7.8	-	-	-	-	
Produits d'exploitation	58.9	83.8	147.7	147.2	153.6	161.2	
% croissance	n/a	42.2%	76.3%	(0.4%)	4.3%	5.0%	
Marchandises/matières premières	(3.5)	(4.2)	(7.3)	(7.2)	(7.8)	(8.2)	3.7%
Loyers (hors IFRS 16)	(0.4)	(0.9)	(1.4)	(1.0)	(1.0)	(0.9)	(15.6%)
Impôts et taxes	(2.3)	(2.0)	(2.0)	(2.3)	(2.0)	(2.0)	0.1%
Honoraires et sous-traitance	(3.7)	(4.3)	(5.8)	(6.0)	(6.8)	(6.3)	3.0%
Cahier des charges	(0.8)	(0.7)	(0.5)	(0.5)	(0.6)	(0.5)	1.5%
Energie	(1.5)	(1.6)	(2.7)	(3.2)	(2.2)	(2.6)	(1.0%)
Marketing et communication	(3.6)	(3.9)	(8.9)	(8.9)	(9.6)	(9.9)	3.5%
Entretien et maintenance	(3.6)	(3.6)	(5.4)	(6.0)	(5.9)	(6.1)	3.9%
Autres charges d'exploitation	(8.7)	(6.1)	(9.7)	(11.6)	(13.6)	(13.7)	12.0%
Salaires et charges	(32.6)	(28.2)	(49.5)	(52.8)	(54.7)	(56.4)	4.4%
Charges d'exploitation	(60.6)	(55.6)	(93.4)	(99.5)	(104.1)	(106.6)	4.5%
% croissance		(8.1%)	67.9%	6.5%	4.6%	2.4%	
Ebitda IFRS	(1.6)	28.2	54.4	47.7	49.5	54.6	0.1%
Ebitda en % du CA net	(2.9%)	37.1%	36.8%	32.4%	32.2%	33.9%	
Ebitdaal	(6.9)	23.4	52.1	39.9	47.2	53.4	0.8%
Ebitdaal en % du CA net	(12.6%)	30.8%	35.3%	27.1%	30.7%	33.1%	
Dotation aux amortissements	(15.1)	(18.1)	(16.3)	(14.0)	(13.0)	(13.5)	(6.1%)
Dot/Repr. de provision	(0.4)	1.1	2.8	0.4	(0.9)	(0.4)	
Résultat opérationnel	(17.1)	11.2	40.9	34.1	35.5	40.7	(0.2%)
RESOP en % du CA	(25.3%)	13.2%	25.1%	20.8%	21.0%	23.0%	
EBITal	(17.6)	10.7	40.4	33.5	35.1	40.9	0.4%
RESOP en % du CA	141.4%	(123.8%)	(262.5%)	(199.2%)	(222.9%)	(261.1%)	
Autres charges et produits	(0.3)	(1.4)	0.3	(13.5)	(3.2)	(1.3)	
Résultat financier	(0.3)	(0.4)	(0.3)	1.5	2.1	1.5	
Impôt société	4.3	(5.1)	(12.8)	(10.8)	(10.7)	(11.5)	
Résultat net	(13.4)	4.3	28.1	11.2	23.8	29.4	1.5%
RN en % du CA brut	(19.8%)	5.1%	17.2%	6.9%	14.0%	16.6%	
RN en % du CA net	(24.3%)	5.6%	19.0%	7.6%	15.5%	18.2%	

Source : Rapports annuels 2020 à 2025

Le compte de résultat consolidé fait apparaître une activité en croissance soutenue sur la période récente, le chiffre d'affaires brut progressant de 163,1 m€ en 2022 à 176,8 m€ en 2025 et le résultat net s'établissant à 29,4 m€ en 2025 (16,6 % du chiffre d'affaires brut). Les exercices 2020 et 2021, présentés à titre indicatif, ne sont pas représentatifs de l'activité normative : la crise sanitaire a entraîné une réduction significative du nombre de jours d'ouverture des établissements, avec notamment des fermetures d'hôtels, de casinos et de plages, ainsi qu'une restriction de la clientèle internationale. Ces exercices ont en outre été affectés par plusieurs dispositifs de soutien

mis en place durant la crise, incluant notamment le chômage partiel, des exonérations de charges sociales, l'aide aux coûts fixes, le fonds de soutien et des prêts garantis par l'État. Nos analyses portent en conséquence principalement sur la période 2022-2025.

Il convient également de rappeler la forte saisonnalité de l'activité du Groupe, le second semestre concentrant 71,7 % du chiffre d'affaires de l'exercice 2024-2025, ce qui limite la portée d'une extrapolation linéaire des performances semestrielles dans l'appréciation de la trajectoire annuelle.

3.3.1.1 Détail de l'activité

Le chiffre d'affaires brut ressort à 176,8 m€ en 2025 (vs 169,3 m€ en n-1), en progression de +4,4 %. Sur la période 2022-2025, la croissance annuelle moyenne s'établit à +2,7 % en brut (+3,0 % en net), avec une accélération sur les deux derniers exercices (+3,3 % puis +4,4 % en brut ; +4,3 % puis +5,0 % en net). Ce taux moyen est toutefois pénalisé par une base 2022 élevée, l'exercice 2022 ayant bénéficié de gains de parts de marché non récurrents du Majestic à la faveur de la fermeture pour travaux du Carlton (cf. infra).

L'activité demeure très majoritairement portée par le pôle hôtellerie, qui représente 141,5 m€, soit 80 % du chiffre d'affaires brut (près de 88% du chiffre d'affaires net), et concentre l'intégralité de la croissance. Le secteur a bénéficié d'un contexte porteur, la fréquentation hôtelière cannoise ayant par exemple atteint un pic en août 2024 avec un taux d'occupation de 92,6 %⁶ (vs 87,6 % l'année précédente), le plus élevé des Alpes-Maritimes, soutenu par un calendrier événementiel dense et un cycle soutenu d'investissements hôteliers sur la Croisette.

Le pôle casinos est globalement stable autour de 32 m€ (32,1 m€ vs 32,6 m€ en n-1). Les prélèvements, stables à 15,7 m€, correspondent aux taxes et contributions perçues par l'État sur les produits des jeux et ne concernent que le Casino Le Croisette ; nets de ces prélèvements, les produits des jeux ressortent à 16,4 m€. Le segment « Autres » demeure marginal à 4,9 m€.

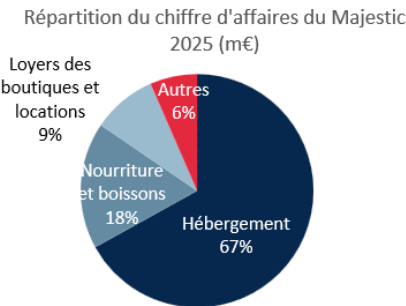
Cette lecture nette des prélèvements est essentielle pour apprécier la contribution économique du pôle casinos, dont le poids apparent dans le chiffre d'affaires brut est sensiblement supérieur à sa contribution effective à la rentabilité consolidée.

Après prélèvements, les produits d'exploitation ressortent à 161,2 m€ (vs 153,6 m€ en n-1), en croissance de +5,0 %. Depuis 2022, l'écart entre produits d'exploitation et chiffre d'affaires net est devenu marginal, les autres produits d'exploitation liés aux dispositifs exceptionnels observés durant la crise sanitaire ayant pratiquement disparu.

Le segment hôtelier se répartit entre les trois hôtels du groupe SFCMC :

Le Majestic	2022	2023	2024	2025
# de chambres	349	349	349	349
# jours d'ouverture	288	307	316	328
RMC (en €)	830	823	903	956
Taux d'occupation	71 %	65 %	60 %	57 %
RevPAR (en €)	581	531	536	536

Source : Rapport annuel 2025



L'hôtel du Majestic affiche un chiffre d'affaires en hausse à 91,7 m€ (vs 88,8 m€ en n-1) porté par les activités hôtelières pures avec un segment hébergement en hausse de +2,3 m€ à 61,4 m€ (vs 59,1 m€ en n-1) explicable en partie par 12 jours d'ouverture supplémentaires (soit 328 jours contre 316 jours en 2024), et une stabilité du chiffre d'affaires moyen par jour de 187,2 k€ (vs 187 k€ en n-1).

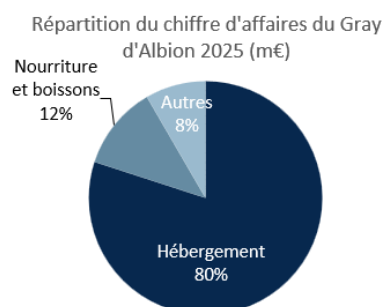
⁶ Selon un communiqué de presse de la mairie de Cannes du 3 septembre 2024.

Cependant, le taux d'occupation poursuit son repli à -3,2% avec un RevPAR⁷ globalement stable à 536,2 € par chambre (vs 535,8 € en n-1). Ainsi, la croissance du segment hébergement résulte principalement de l'augmentation du nombre de jours d'ouverture et d'un effet prix favorable, qui compensent le recul du taux d'occupation. Il convient de préciser que 2022 n'est pas une année représentative de l'activité en raison de la fermeture pour travaux du Carlton permettant au Majestic d'obtenir des gains de parts de marché non récurrents.

Le chiffre d'affaires Nourritures et Boissons est en légère croissance à 16,1 m€ (vs 15,9 m€) tandis que les loyers des boutiques connaissent une croissance à 8,2 m€ (vs 7,2 m€ en n-1).

Le Gray d'Albion	2022	2023	2024	2025
# de chambres	200	200	200	200
# jours d'ouverture	267	305	314	319
RMC (en €)	369	381	393	423
Taux d'occupation	75 %	70 %	67 %	64 %
RevPAR (en €)	275	264	261	269

Source : Rapport annuel 2025

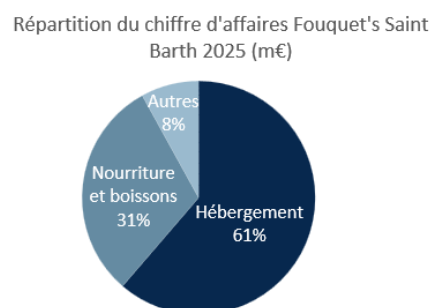


L'hôtel du Gray d'Albion connaît également une progression de son chiffre d'affaires, quoique plus modérée que celle observée au Majestic. Le segment hébergement croît à 17,2 m€ (vs 16,4 m€ en n-1). L'hôtel a aussi augmenté ses jours d'ouverture à 319 (vs 314 jours en n-1) avec une croissance du chiffre d'affaires moyen par jour de 53,9 k€ (vs 52,2 k€ en n-1). Le taux d'occupation diminue à 64,2 % (vs 66,6 % en n-1) mais avec un RevPAR en augmentation à 269,3 € (vs 261,3 € en n-1). Ainsi, l'hôtel du Gray d'Albion affiche une croissance portée par un effet prix au moins aussi marqué que celui observé au Majestic avec une forte augmentation de la RMC⁸ à 422,5 € (vs 392,6 € en n-1) malgré une contraction du taux d'occupation.

Par ailleurs, le chiffre d'affaires Nourritures et Boissons est en légère croissance à 2,5 m€ (vs 2,3 m€ en n-1). Le chiffre d'affaires Autres reste stable à 1,8 m€ (iso n-1).

Fouquet's Saint Barth	2022	2023	2024	2025
# de chambres	21	21	21	21
# jours d'ouverture	317	291	291	289
RMC (en €)	2 374	2 164	2 098	2 403
Taux d'occupation	52 %	49 %	61 %	60 %
RevPAR (en €)	1 111	988	1 205	1 383

Source : Rapport annuel 2025



L'hôtel Fouquet's Saint-Barth, quant à lui, affiche une croissance forte avec un chiffre d'affaires à 13,7 m€ (vs 11,2 m€ en n-1). Le segment hébergement s'établit à 8,4 m€ (vs 7,4 m€ en n-1) avec une très légère diminution des jours à 289 (vs 291 jours en n-1), soit un chiffre d'affaires moyen par jour de 29 k€ (vs 25,4 k€ en n-1). La RMC s'apprécie à 2 402,9 € (vs 2 098,3 € en n-1) tout comme le RevPAR à 1 383,8 € (vs 1 204,8 € en n-1) du fait d'un effet prix avec un taux d'occupation à 60,3 % (vs 61,2 % en n-1). Il convient de rappeler que le Fouquet's Saint-Barth est un hôtel inauguré en 2020 se situant sur un segment ultra-luxe avec seulement 21 chambres dont l'entrée de gamme est la suite junior.

Aussi, le chiffre d'affaires de Nourritures et Boissons est en très forte augmentation à 4,2 m€ (vs 3,2 m€ en n-1) avec le succès du Beef Bar.

⁷ RevPAR : Revenu par chambre disponible (*Revenue Per Available Room*).

⁸ RMC : Revenu Moyen par Chambre (revenu moyen par chambre louée).

Les comptes 2025 doivent par ailleurs être appréciés en tenant compte des évolutions de périmètre intervenues postérieurement à la clôture, notamment l'acquisition, le 3 novembre 2025, des 50 % restants de Latanier Expériences. Cette opération, réalisée après le 31 octobre 2025, n'est pas reflétée dans les comptes consolidés de l'exercice.

3.3.1.2 Focus sur l'EBITDA

Les charges d'exploitation s'établissent à 106,6 m€ (vs 104,1 m€ en n-1), en hausse de +2,4 % seulement, à un rythme sensiblement inférieur à celui de l'activité (+5,0 %) : la structure de coûts fait ainsi jouer un effet de levier opérationnel favorable à la marge. Les frais de personnel constituent le premier poste de charges à 56,4 m€ (soit 53 % des charges d'exploitation ; vs 54,7 m€ en n-1), en progression malgré une baisse des effectifs à 842 ETP (vs 850 ETP en n-1). Cette évolution reflète une déformation du mix (108 cadres vs 107, 734 employés et apprentis vs 743) et pourrait également traduire des effets de revalorisation salariale.

L'EBITDA IFRS progresse à 54,6 m€ (vs 49,5 m€ en n-1), soit une marge de 33,9 % du chiffre d'affaires net (vs 32,2 % en n-1). Retraité sur une base post-loyers (EBITDAaL), il ressort à 53,4 m€, soit 33,1 %. Neutre au regard du mode de détention immobilière, cet agrégat est en principe privilégié pour les comparaisons sectorielles et l'approche par les multiples (cf. §4.3.5).

L'EBITDA est très majoritairement généré par le pôle hôtellerie (48,4 m€, soit près de 89 % de l'excédent brut d'exploitation ; vs 45,5 m€ en n-1). Le pôle casinos est en revanche presque à l'équilibre au niveau de l'EBITDA (0,8 m€ pour 16,4 m€ de produits des jeux nets de prélèvements), ce qui limite fortement sa contribution à la valeur. Le segment « Autres » contribue pour 5,4 m€, montant à interpréter avec prudence compte tenu des allocations analytiques inter-segments.

3.3.1.3 Détail des autres seuils intermédiaires de gestion

Les dotations aux amortissements sont stables à 13,5 m€ (dont 1,4 m€ au titre d'IFRS 16 et environ 11 m€ afférents aux actifs corporels, principalement les hôtels). Ce niveau d'amortissement comptable, faible au regard de la valeur des actifs hôteliers exploités par le Groupe, apparaît sensiblement inférieur aux besoins d'investissement mis en évidence par les projets de rénovation et de repositionnement des établissements. À cet égard, le programme de rénovation du Majestic, dont l'enveloppe est estimée à environ 328 m€, illustre l'ampleur des investissements susceptibles d'être engagés sur le cycle de détention des actifs.

Cette situation confirme que la rentabilité comptable historique ne peut être extrapolée sans tenir compte des besoins de réinvestissement nécessaires à la conservation, à la modernisation et au repositionnement des actifs. Cet écart constitue un élément structurant de notre évaluation et justifie le traitement spécifique retenu pour les capex techniques et patrimoniaux (cf. §8.2.3).

Les autres charges et produits opérationnels (1,3 m€ en 2025) recouvrent des frais liés à des litiges avec le personnel, à un redressement fiscal et aux honoraires relatifs à l'acquisition des titres Latanier Expériences. Ce poste avait pesé plus lourdement en 2023 (13,5 m€ de charges nettes), expliquant l'essentiel du recul du résultat net cette année-là (11,2 m€) ; son caractère largement non récurrent doit être pris en considération dans l'appréciation de la rentabilité normative.

Le résultat financier demeure positif à 0,7 m€ en 2025, principalement sous l'effet de la rémunération de la trésorerie excédentaire et des placements à terme ; en intégrant la quote-part de résultat des coentreprises et entreprises associées, la contribution financière et assimilée ressort à environ 1,5 m€.

Après une charge d'impôt de 11,5 m€ (taux effectif de l'ordre de 28 %), le résultat net s'affiche en hausse à 29,4 m€ (vs 23,8 m€ en n-1), soit une marge par rapport au chiffre d'affaires brut de 16,6% (vs 14,0 % en n-1).

En synthèse, SFCMC présente une activité en croissance, très concentrée sur l'hôtellerie de luxe et, en son sein, sur le Majestic, avec des niveaux de marge élevés et en amélioration. Cette performance doit toutefois être appréciée au regard de la forte saisonnalité de l'activité, le second semestre concentrant l'essentiel du chiffre d'affaires annuel, et de la contribution limitée du pôle casinos une fois les prélèvements spécifiques aux jeux pris en compte. La

structure financière, en trésorerie nette, demeure solide. Cette rentabilité historique doit néanmoins être mise en perspective avec un niveau d’amortissements comptables faible relativement aux besoins de réinvestissement à venir : l’ampleur du programme de rénovation du Majestic constitue ainsi l’un des principaux enjeux d’évaluation, compte tenu de son incidence potentielle sur la création de valeur future du Groupe.

3.3.2 Bilans consolidés

Les bilans consolidés de SFCMC depuis l'exercice 2020 sont présentés ci-après :

SFCMC Bilan-Actif m€	31-oct-20 12 m.	31-oct-21 12 m.	31-oct-22 12 m.	31-oct-23 12 m.	31-oct-24 12 m.	31-oct-25 12 m.
Marques	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Logiciels	0.1	0.1	0.1	0.0	0.4	0.3
Autres immob.incorp.	0.3	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
Immob. incorp.	0.4	0.2	0.2	0.4	0.7	0.6
Terrains	259.4	259.4	259.4	259.4	260.5	260.5
Constructions & aménagements	82.8	78.9	72.5	58.1	50.0	52.2
Installations techniques	8.6	6.1	5.0	4.9	4.6	5.4
Autres immob.corporelles	6.5	6.0	5.7	4.9	37.5	39.6
Droits d'utilisation IFRS 16	32.4	28.1	37.8	30.6	11.7	11.2
Immob. en cours	1.7	1.2	0.9	1.3	2.2	2.5
Immob. corp.	391.4	379.7	381.2	359.2	366.5	371.4
Immob. fin.	7.9	2.8	3.8	4.8	2.8	2.7
Actif immobilisé	399.7	382.8	385.3	364.4	370.1	374.8
Stocks	1.2	1.1	1.3	1.5	1.5	1.8
Créances clients	6.1	4.9	6.6	7.3	6.8	6.4
Actif courant expl.	7.3	6.0	7.9	8.7	8.3	8.2
Créances fiscales et sociales	0.9	1.6	1.9	3.7	3.3	2.7
Créances d'impôt sur les sociétés	2.3	1.3	-	-	-	-
Subventions à recevoir	2.2	7.7	0.4	0.6	0.6	0.6
Autres créances courantes	4.5	3.4	3.1	4.6	5.6	4.6
Charges constatées d'avance	1.1	2.3	2.2	2.2	2.5	2.6
Actif courant hors expl.	11.1	16.3	7.6	11.2	12.1	10.5
Trésorerie et équivalents	11.8	60.6	100.6	76.6	79.2	97.3
Total actif	430.0	465.7	501.3	460.9	469.6	490.8

SFCMC Bilan-Passif m€	31-oct-20 12 m.	31-oct-21 12 m.	31-oct-22 12 m.	31-oct-23 12 m.	31-oct-24 12 m.	31-oct-25 12 m.
Capital social	2.1	2.1	2.1	1.9	1.9	1.9
Primes	19.7	19.7	19.7	19.7	19.7	19.7
Autres réserves	253.9	241.3	245.8	235.4	245.9	268.9
Résultat de l'exercice	(13.1)	3.9	27.1	10.4	22.8	28.5
Capitaux propres (pdg)	262.6	267.0	294.8	267.5	290.3	319.0
Intérêts minoritaires	6.6	7.0	7.9	7.8	8.7	9.7
Capitaux propres	269.2	274.0	302.7	275.3	299.0	328.6
Provisions IAS 19	5.4	4.4	3.7	3.3	3.4	3.2
Provisions pour litiges	4.9	3.7	0.9	0.5	1.3	1.0
Autres provisions	-	-	-	-	0.2	-
Provisions	10.3	8.2	4.6	3.8	4.9	4.2
Banques	20.8	50.0	40.0	33.8	25.4	15.2
Autres dettes financières	-	0.8	0.9	1.1	1.1	1.2
Crédit bail	-	-	-	-	13.3	11.8
Dettes de loyer IFRS 16	34.6	30.4	40.2	37.3	12.1	11.6
Impôts différés passifs	61.0	62.1	61.9	63.1	61.3	61.0
Emprunts et dettes assimilées	116.5	143.3	143.0	135.3	113.2	100.7
Dettes fournisseurs	6.7	9.8	11.4	10.2	12.7	15.8
Passifs sur contrats	13.5	14.1	10.1	11.5	14.3	13.7
Autres dettes	13.8	16.3	25.1	24.9	25.5	26.9
Passif courant d'expl.	34.0	40.2	46.6	46.6	52.4	56.5
Dettes fisc. & sociales	-	-	4.4	-	0.1	0.7
Passif courant hors expl.	-	-	4.4	-	0.1	0.7
Total passif	430.0	465.7	501.3	460.9	469.6	490.7

Sources : Rapports annuels 2020 à 2025

Le bilan consolidé confirme le profil fortement patrimonial du Groupe, avec un total bilan de 490,7 m€ au 31 octobre 2025, composé principalement d’actifs non courants liés aux ensembles hôteliers détenus ou exploités par le Groupe, et complété par une trésorerie disponible significative de 97,3 m€.

3.3.2.1 Immobilisations

L'actif immobilisé de SFCMC est principalement composé d'actifs corporels et assimilés, représentant 371,4 m€ au 31 octobre 2025, correspondant aux immobilisations corporelles proprement dites, aux immobilisations issues d'opérations de crédit-bail et aux droits d'utilisation comptabilisés en application d'IFRS 16. Ces actifs reflètent principalement les ensembles hôteliers détenus ou exploités par le Groupe, au premier rang desquels le Majestic, le Gray d'Albion et le Fouquet's Saint-Barth. Les constructions et aménagements s'établissent à 52,2 m€ et matérialisent les différents actifs hôteliers avec des amortissements cumulés de 176,9 m€, soit environ 77 % de leur valeur brute. L'augmentation des constructions et aménagements par rapport à 2024 est liée à une hausse des investissements notamment sur l'hôtel Majestic et le casino Croisette d'un montant de 8,2 m€ (vs 2,6 m€ en n-1).

Les principaux ensembles hôteliers présentent, au 31 octobre 2025, des valeurs nettes comptables de 249,3 m€ pour le Majestic, 49,5 m€ pour le Gray d'Albion et 51,1 m€ pour le Fouquet's Saint-Barth après prise en compte de la dépréciation comptabilisée antérieurement sur ce dernier actif.

Les immobilisations incorporelles demeurent limitées et correspondent principalement aux outils nécessaires à l'exploitation des établissements.

La participation de 50 % détenue dans Latanier Expériences est, quant à elle, comptabilisée en participation mise en équivalence, pour une valeur nette de 1,1 m€ au 31 octobre 2025 ; son acquisition à 100 %, intervenue postérieurement à la clôture, sera reflétée dans les comptes consolidés de l'exercice suivant.

Il convient toutefois de rappeler que les actifs de Saint-Barthélemy demeurent grevés par la dépréciation comptabilisée en 2023, aucune reprise n'ayant été constatée dans les comptes consolidés au 31 octobre 2025.

3.3.2.2 Focus sur la valeur comptable des actifs détenus à Saint-Barthélemy

Compte tenu de son acquisition récente, de son utilisation dans certaines méthodes d'évaluation développées infra et de remarques d'actionnaires minoritaires, nous avons cherché à déterminer la valeur nette comptable des actifs détenus à Saint-Barthélemy dans les comptes consolidés de la Société.

Au 31 octobre 2025, la valeur nette comptable de l'ensemble hôtelier Fouquet's Saint-Barth ressort à 51,1 m€, après prise en compte d'une dépréciation cumulée de 11,7 m€, pour une valeur brute de 62,8 m€. Cette valeur doit être lue comme la valeur comptable globale de l'ensemble hôtelier, indépendamment de la ventilation comptable entre immobilisations corporelles détenues en propre et immobilisations issues d'opérations de crédit-bail.

SFCMC Valeur de Saint Barthélemy m€			
	Valeur brute	Dépréciation	Valeur nette
Actifs issus d'opérations de crédit bail (cf. notes 3.1 et 3.2 des comptes consolidés) :			
Terrains	12.3	-	12.3
Constructions	25.6	(6.4)	19.2
Total Saint Barthélemy (cf. note 3.1)	62.8	(11.7)	51.1
soit immobilisation corporelles	25.0	(5.3)	19.7

Cette interprétation est cohérente avec le rapprochement des agrégats bilanciaux. La note 3.1 des comptes consolidés présente les trois ensembles hôteliers pour une valeur nette totale de 349,9 m€, correspondant au Majestic pour 249,3 m€, au Gray d'Albion pour 49,5 m€ et au Fouquet's Saint-Barth pour 51,1 m€. Or le poste bilanciel « immobilisations corporelles » s'élève à 328,8 m€ seulement. Dès lors, le total de 349,9 m€ ne peut pas être exclusivement logé dans les immobilisations corporelles ; il intègre nécessairement le poste distinct d'immobilisations issues d'opérations de crédit-bail, qui s'élève à 31,4 m€ et se rattache au Fouquet's Saint-Barth. En conséquence, le montant de 51,1 m€ inclut déjà la composante financée par crédit-bail et ne saurait être majoré de ce même montant sans double comptage.

3.3.2.3 Détail de l'actif courant

L'actif courant hors trésorerie demeure stable, avec 8,2 m€ d'actifs d'exploitation et 10,5 m€ d'actifs hors exploitation.

La trésorerie et les équivalents de trésorerie progressent sensiblement à 97,3 m€ au 31 octobre 2025, contre 79,2 m€ un an plus tôt. Cette évolution reflète la forte génération de trésorerie opérationnelle de l'exercice, avec un flux net généré par l'activité de 45,7 m€, partiellement absorbé par les investissements sur actifs existants et de rénovation, qui ressortent à 17,8 m€ en 2025. Ces investissements concernent principalement l'Hôtel Majestic et sa plage ainsi que le Casino Croisette.

3.3.2.4 Détail du passif comptable

Les capitaux propres ressortent augmentés à 328,6 m€ (vs 299 m€ en n-1) en raison du reclassement du résultat net de n-1 en réserves et de la progression du résultat net de l'exercice (+5,7 m€ par rapport à n-1). Au 31 octobre 2025, le capital social était stable à 1,9 m€ pour 157 664 actions avec une valeur nominale par action de 12 €. Par ailleurs, la société n'a pas distribué de dividendes sur les trois derniers exercices. En effet, la dernière distribution était de 13,5 m€ en 2022.

Les intérêts non contrôlants s'élèvent à 9,7 m€ au 31 octobre 2025, contre 8,7 m€ un an plus tôt. Ils correspondent aux participations minoritaires présentes dans certaines filiales consolidées et doivent être distingués de la participation détenue dans Latanier Expériences, laquelle demeure comptabilisée par mise en équivalence à hauteur de 50 % au 31 octobre 2025.

Les dettes financières diminuent à 28,2 m€ au 31 octobre 2025, contre 39,8 m€ un an plus tôt. Elles comprennent 16,4 m€ de dettes financières hors opérations de crédit-bail et 11,8 m€ de dettes issues d'opérations de crédit-bail. Après prise en compte de la trésorerie active de 97,3 m€, le Groupe présente une trésorerie nette positive de 69,1 m€. La baisse de l'endettement financier s'explique notamment par les remboursements intervenus sur les prêts garantis par l'État, dont le solde ressort à 13,9 m€ au 31 octobre 2025, avec un échéancier de remboursement courant jusqu'en juin 2027.

Le passif non courant comprend par ailleurs 61,0 m€ d'impôts différés passifs, principalement liés aux écarts d'évaluation constatés sur les actifs immobiliers du Groupe. Ce poste, qui ne constitue pas une dette financière exigible en continuité d'exploitation, fait l'objet d'un traitement spécifique dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres et dans l'approche patrimoniale présentée infra.

Le passif courant d'exploitation s'élève à 56,5 m€ (vs 52,4 m€ en n-1) avec une croissance des dettes fournisseurs. En conséquence, le besoin en fonds de roulement ressort structurellement négatif, à environ -38 m€ au 31 octobre 2025, soit -23,8 % du chiffre d'affaires net, traduisant une ressource de financement opérationnelle significative, principalement liée au poids des dettes fournisseurs, des passifs sur contrats et des autres tiers au passif courant.

En synthèse, le bilan consolidé de SFCMC traduit un profil fortement patrimonial, caractérisé par le poids prépondérant des actifs hôteliers détenus ou exploités par le Groupe, une trésorerie nette positive et un besoin en fonds de roulement structurellement favorable. Cette situation financière solide doit toutefois être appréciée au regard des investissements significatifs à venir, en particulier sur le Majestic, ainsi que des retraitements spécifiques retenus dans nos travaux d'évaluation, notamment au titre des capex techniques et patrimoniaux et des impôts différés passifs.

3.4 Environnement concurrentiel et positionnement des actifs de la société (hors Majestic)

Le Majestic constituant le principal contributeur à la valeur de la SFCMC, il fait l'objet de l'analyse concurrentielle circonstanciée développée au §3.5. Les autres actifs exploités par la Société, l'Hôtel Gray d'Albion, l'Hôtel Barrière Le Fouquet's Saint-Barth à Saint-Barthélemy, les plages du Majestic et du Gray d'Albion, et le Casino Le Croisette, appellent une analyse proportionnée à leur contribution à la valeur et aux risques spécifiques qu'ils présentent. La présente section en synthétise le positionnement, l'environnement concurrentiel et les incidences retenues dans nos travaux.

3.4.1 Démarche et proportionnalité de l'analyse

Nous ne disposons pas, pour ces actifs, d'un jeu d'indicateurs concurrentiels comparable à celui mobilisé pour le Majestic (indices de RevPAR, de prix moyen et de taux d'occupation rapportés à un *compset*, *Net Promoter Score*). L'analyse qui suit revêt en conséquence un caractère plus qualitatif : elle repose sur les caractéristiques intrinsèques de chaque actif, sur les données d'exploitation communiquées par le management et, pour les actifs immobiliers détenus en propre, sur les expertises de valeur vénale produites dans le cadre de l'opération. Cette calibration nous paraît proportionnée, ces actifs pesant moins que le Majestic dans la valeur de la Société et ne présentant pas la même exposition à la dynamique de repositionnement du très haut de gamme cannois qui fonde l'analyse du §3.5.

Deux distinctions structurent l'analyse. Premièrement, le mode de détention : le Gray d'Albion et le Fouquet's Saint-Barth sont exploités (« OpCo ») dans des murs détenus (« PropCo »), tandis que les plages et le Casino Le Croisette sont exercés dans le cadre de concessions et d'une délégation, dont la valeur est captée au sein de l'exploitation (OpCo seulement) et non du patrimoine immobilier (cf. §4). Deuxièmement, le degré d'exposition concurrentielle : le Gray d'Albion, positionné sur le segment 4★, et le Fouquet's Saint-Barth, situé sur un marché distinct, ne sont pas soumis à la même intensité concurrentielle que le Majestic.

3.4.2 Hôtel Gray d'Albion

L'Hôtel Gray d'Albion est un établissement situé à Cannes, à proximité immédiate du Majestic, dont il partage l'ancrage sur la Croisette et les synergies de clientèle et d'exploitation propres au pôle cannois de la Société. Ses murs sont détenus en propre et ont fait l'objet, comme ceux du Majestic, d'une expertise de valeur vénale dans le cadre de l'opération (cf. §4).

Positionné sur le segment supérieur (4★) et non sur celui du très haut de gamme, le Gray d'Albion est structurellement moins exposé que le Majestic à la course à l'investissement engagée par les palaces cannois (Carlton, Martinez), qui vise une clientèle 5★ / Palace.

La valeur de l'actif est appréhendée selon la même architecture que le Majestic. Le management n'identifie pas, à ce stade, de besoin d'investissement lourd ni de risque de repositionnement d'ampleur comparable à celui du Majestic.

3.4.3 Boutiques du Majestic

Le Majestic comporte, en pied d'immeuble sur la Croisette, un ensemble de locaux commerciaux donnés à bail à des enseignes de luxe (Prada, Miu Miu, Moncler, Buccellati, Gucci...). Ces boutiques constituent, aux côtés de l'hôtel, un actif immobilier détenu en propre. Économiquement, il s'agit d'une activité de bailleur commercial, distincte de l'exploitation hôtelière : les revenus correspondent à des loyers perçus de tiers.

La valeur de cet actif relève de la logique du commerce de luxe (*retail* haut de gamme) et non de l'hôtellerie : elle tient à l'emplacement, l'un des plus recherchés du marché européen du luxe, et à la qualité des enseignes et des baux. Elle est donc largement décorrélée des enjeux de repositionnement hôtelier analysés au §3.5 et présente un profil de risque de nature immobilière et locative (vacance, renouvellement des baux, évolution des loyers de marché du commerce de prestige).

3.4.4 Hôtel Barrière Le Fouquet's Saint-Barth

Le Fouquet's Saint-Barth est un établissement 5★ de petite capacité (21 chambres) situé à Saint-Barthélemy, complété d'une offre de restauration (Beefbar St Barth) et d'un restaurant de plage. Rénové puis inauguré en octobre 2020, il constitue un actif haut de gamme récent. Ses murs, ainsi que l'immeuble Normandie, ont été acquis en 2024 (acquisition de CG Capital).

L'actif opère sur un marché distinct de celui de Cannes, l'hôtellerie ultra-luxe caribéenne, caractérisé par une forte saisonnalité et une clientèle internationale, principalement américaine. Sa rénovation récente le place, à la

différence du Majestic, hors de tout besoin immédiat de remise à niveau ou de repositionnement. Nous ne disposons pas d'expertise de valeur vénale ni d'indicateurs concurrentiels spécifiques à cet actif.

L'établissement n'étant pas assujéti à l'impôt sur les sociétés, les loyers de marché qui lui sont afférents sont retenus bruts d'IS (cf. §4), et il est exclu du champ du dispositif de l'article 34 (cf. §4.2.2).

3.4.5 Plages du Majestic et du Gray d'Albion

La Société exploite deux plages privées sur la Croisette, adossées respectivement au Majestic (restaurant Ciro's) et au Gray d'Albion (restaurant Mademoiselle Gray). Ces activités saisonnières sont exercées non pas sur des actifs détenus en propre, mais dans le cadre de concessions d'occupation du domaine public, la législation ne permettant pas la détention du foncier.

La performance de ces activités est complémentaire de celle des hôtels auxquels elles sont adossées et sensible à la saisonnalité et aux conditions d'exploitation (durée d'ouverture, météo). Le principal facteur de valeur ne relève pas de l'intensité concurrentielle mais de la sécurité juridique, de la durée résiduelle des titres d'occupation du domaine public et de leurs conditions de renouvellement.

S'agissant d'activités exercées sous concession, leur valeur est captée au sein de l'OpCo et non de la PropCo (cf. §4).

3.4.6 Casino Barrière Le Croisette

L'activité de jeux est exercée par le Casino Le Croisette dans le cadre d'une délégation de service public d'une durée de douze ans, courant à compter du 1er novembre 2022. Le casino génère un chiffre d'affaires de l'ordre de 32 m€ (2025), stable, mais contribue modestement à l'excédent brut d'exploitation de la Société (de l'ordre de 0,4 à 0,8 m€ sur la période récente), l'essentiel de la rentabilité provenant du pôle hôtelier.

Au-delà de sa contribution directe, le casino occupe une place structurante dans le modèle intégré jeux / hôtellerie : c'est en sa qualité d'exploitant du casino que le Groupe a bénéficié de l'abattement de l'article 34 de la loi de finances rectificative pour 1995, adossé aux investissements hôteliers agréés (cf. §4.2.2). Les principaux facteurs de valeur et de risque sont donc (i) l'horizon de la délégation de service public (visibilité de douze ans, échéance à l'automne 2034 et incertitude de renouvellement) et (ii) le dispositif de l'article 34, dont le maintien est subordonné à la conservation du lien entre exploitation du casino et détention hôtelière.

La valeur de l'activité casinotière est captée au sein de l'OpCo, sur l'horizon de la délégation avec une hypothèse volontariste de renouvellement à l'infini de celle-ci (cf. §4). Dans le scénario patrimonial de dissociation propriété / exploitation, la rupture du lien entre détention des murs hôteliers et exploitation déclenche le reversement de l'abattement article 34, estimé à 40,9 m€ (cf. §4.4).

3.4.7 Synthèse

À la différence du Majestic, les autres actifs de la Société ne présentent pas de problématique de repositionnement concurrentiel de nature à affecter significativement les hypothèses de nos travaux. Les principaux enjeux de valeur qui leur sont attachés sont d'une autre nature : le mode de détention (murs détenus pour le Gray d'Albion et le Fouquet's Saint-Barth, concessions et délégation pour les plages et le casino), le traitement fiscal spécifique du Fouquet's Saint-Barth (hors IS, hors article 34), la sécurité et durée des titres d'occupation et de la délégation, et l'articulation du casino avec le dispositif de l'article 34. Ces enjeux sont traités dans nos travaux d'évaluation au §4.

3.5 Environnement concurrentiel et positionnement relatif du Majestic

L'Hôtel Barrière Le Majestic Cannes (ci-après « le Majestic » ou « l'Hôtel ») constitue le principal contributeur à la valeur de la SFCMC (cf. §4 infra). La présente section a pour objet d'apprécier dans quelle mesure l'évolution récente de l'offre concurrente de très haut de gamme sur la Croisette, au premier rang de laquelle les rénovations de l'InterContinental Carlton et de l'Hôtel Martinez, est susceptible d'affecter le positionnement relatif de l'Hôtel, et d'en tirer les conséquences sur les hypothèses retenues dans nos travaux d'évaluation.

3.5.1 Démarche et limites de l'analyse

Nos diligences combinent des sources publiques (presse sectorielle et générale, organismes de classement, données de conjoncture hôtelière) et l'examen des données d'exploitation de l'actif communiquées dans le cadre de la mission. La notion d'« attractivité » n'étant pas directement mesurable, nous l'avons déclinée en indicateurs opérables : le prix moyen, le taux d'occupation et le revenu par chambre disponible (RevPAR), appréciés autant que possible au regard d'un échantillon concurrentiel (le Carlton et le Martinez) ; la part de marché, notamment sur la captation de la période du Festival ; le positionnement institutionnel (classement, distinction Palace, réseaux de distribution) ; et le niveau d'e-réputation.

Les éléments d'information internes communiqués par le management (notamment le document interne « *Rénovation de l'Hôtel Majestic – Présentation des scénarios et recommandation, Septembre 2025* ») permettent notamment d'objectiver l'évolution des indicateurs d'exploitation du Majestic. En particulier, l'analyse du *RevPAR index* met en évidence une érosion continue de la position relative de l'établissement au sein de son panel de référence (*compset MKG*) : d'une nette surperformance en 2019, l'indice est revenu à parité, puis est passé sous le seuil de 100 en 2025, traduisant une perte progressive de compétitivité relative au fil des rénovations concurrentes.

Ces indices, calculés sur la période de haute saison (1er mars - 31 août, incluant le Festival), rapportent la performance du Majestic à celle de son *compset MKG*, composé de ses concurrents directs haut de gamme : le Carlton, le Martinez et le Marriott (cf. §3.5.2). Ils objectivent un décrochage simultané sur le taux d'occupation, le prix moyen et le RevPAR, ainsi que la rétrogradation de l'Hôtel du 1er au 2e rang de son panel à compter de 2024 :

Evolution de l'indice RevPar du Majestic				
Indice (base 100 = compset)	2019	2023	2024	2025
Indice taux d'occupation	129	124	105	98
Indice prix moyen (RMC)	123	100	102	96
Indice RevPAR	159	123	108	94
Rang dans le compset	1	1	2	2

Source : données de parts de marché MKG communiquées par le management (indices arrondis). Un indice supérieur à 100 traduit une performance de l'Hôtel supérieure à la moyenne de son compset, un indice inférieur à 100 une sous-performance. Le décrochage est le plus marqué sur le RevPAR (de 159 en 2019 à 94 en 2025), cohérent avec un marché tiré par le prix (cf. §3.5.5) et avec l'asymétrie d'effort d'investissement décrite au §3.5.3.

Ces constats sont corroborés par l'analyse du *Net Promoter Score* (NPS), indicateur de satisfaction client mesurant la propension des clients à recommander l'établissement (différence entre la proportion de « promoteurs » et de « détracteurs »). Le NPS du Majestic ressort en progression sur longue période, passant de 52 % à 71 % entre 2019 et 2025, mais présente une volatilité marquée avec des baisses significatives en haute saison.

Selon les analyses internes, cette volatilité estivale s'expliquerait principalement par l'augmentation du niveau d'exigence de la clientèle, accentuée par la hausse des tarifs pratiqués et par une exposition croissante à une clientèle de loisirs et internationale habituée aux standards des établissements récemment rénovés du segment luxe.

Cette dégradation en période de forte occupation, concomitante à des niveaux tarifaires élevés, traduit une incapacité du produit à soutenir durablement son positionnement prix, révélant une érosion du *pricing power* de l'établissement.

L'ensemble de ces éléments converge avec les analyses opérationnelles du management faisant état d'une obsolescence partielle du produit et d'une déconnexion croissante entre qualité perçue et niveau de prix pratiqué.

Ces analyses internes caractérisent l'obsolescence de manière circonstanciée. Sur le plan du produit, les chambres et salles de bain y sont décrites comme datées, en deçà des attentes actuelles du segment 5★, et les espaces communs (lobby, circulations, restauration) ne répondraient plus aux codes contemporains du luxe expérientiel. Sur le plan technique et patrimonial, plusieurs désordres sont relevés, insuffisance de la climatisation, défauts d'acoustique, vétusté des réseaux et désordres structurels (fuites, ventilation insuffisante), traduisant une dégradation avancée du bâti et des systèmes.

Cette dernière dimension éclaire la nature des travaux de gros œuvre différés (cf. §4.2.2.3 et annexe 8.2 infra) : elle relève d’une remise à niveau inhérente à la conservation et à l’exploitation de l’actif, que tout propriétaire serait conduit à engager, distincte de l’effort discrétionnaire de montée en gamme.

Au plan de l’e-réputation, un échantillon d’avis clients publics examiné dans la même documentation corrobore ce diagnostic⁹, plusieurs commentaires pointant explicitement le caractère daté des chambres et des circulations, des dysfonctionnements d’équipements et le retard pris sur le Carlton et le Martinez rénovés. Ces verbatims, de nature qualitative, ne constituent pas une mesure comparative de notation en ligne, mais convergent avec les indices de marché et le NPS.

Dans ce contexte, au-delà d’un positionnement relatif défavorable, les données internes permettent de caractériser une dégradation économique objectivée de la performance intrinsèque du Majestic, en dépit d’un marché local globalement porteur.

3.5.2 Une intensification marquée de la concurrence de très haut de gamme sur la Croisette

InterContinental Carlton : Le Carlton a fait l’objet d’une rénovation-extension d’une ampleur exceptionnelle, conduite par son propriétaire Katara Hospitality et l’exploitant IHG : chantier engagé à compter de 2016, fermeture totale de l’établissement de décembre 2020 à sa réouverture le 13 mars 2023. L’investissement, diversement chiffré selon les sources entre environ 250 m€ (budget initial) et 350-380 m€ (communications ultérieures), est présenté comme l’un des plus importants jamais réalisés dans l’hôtellerie européenne. Au-delà d’une rénovation, l’opération a consisté en une extension structurelle (création de deux ailes, soit de l’ordre de 20 000 m² supplémentaires, résidences, jardin paysager et piscine à débordement, espaces de conférences), assortie d’un repositionnement de marque sous l’enseigne « Carlton Cannes, a Regent Hotel ».

Hôtel Martinez : Le Martinez, détenu par un actionnaire qatari (Constellation Hotels Holdings) et exploité par Hyatt, a engagé un programme de rénovation étalé sur une décennie (refonte des chambres et des espaces communs, plage, façade, spa, suite penthouse). Cet effort a été couronné, le 2 juin 2026, par l’obtention de la distinction « Palace » d’Atout France : le Martinez devient le premier établissement cannois à entrer dans la Collection Palace depuis la création du label en 2010.

Marriott : Le Marriott a également été rénové (façade, lobby et chambres) entre octobre 2019 et juillet 2021. Ces trois établissements, le Carlton, le Martinez et le Marriott, constituent le compset de référence retenu par le panel MKG pour l’appréciation de la performance relative du Majestic.

Concurrents cannois				
	Majestic (avant rénovation)	Carlton	Martinez	Marriott
Propriétaire	SFCMC (Groupe Barrière)	Katara Hospitality (Qatar)	Constellation Hotels (Qatar)	Jesta Group (Canada)
Exploitant / enseigne	Barrière	IHG – Regent	Hyatt – Unbound	Marriott – JW Marriott
Investissement récent	≈ 100 M€ (2008-2018) ; rénovation des chambres 2025 (montant non public)	≈ 300-380 M€ (2016-2023)	Programme décennal (montant non public)	Rénovation 2019-2021 (façade, lobby, chambres) ; ≈70 m€
Chantier lourd / réouverture	Pas de fermeture totale	Fermeture 2020 – réouverture mars 2023	Phasé, sans fermeture longue	Phasé (2019-2021), sans fermeture longue
Capacité (ordre de grandeur)	≈ 349 ch. (dont ≈ 80 suites)	≈ 332 ch. (dont ≈ 52 suites)	≈ 409 ch.	≈ 262 ch. (dont ≈ 50 suites)
Distinction Palace (Atout France)	Non	Non (à ce jour)	Oui (juin 2026)	Non

Sources : nature et calendrier des rénovations, présentation interne « Rénovation de l’Hôtel Majestic », septembre 2025 (compset MKG) ; propriétaire, enseigne et capacité du JW Marriott Cannes, sources publiques (site de l’établissement, Office de tourisme de Cannes, Wikipédia). La capacité ressort à 261-262 chambres selon les sources (dont ≈ 45-50 suites).

3.5.3 Le positionnement du Majestic : un effort d’investissement d’ampleur inférieure

Il importe de souligner que le Majestic n’est pas un actif demeuré en l’état pendant que ses concurrents se rénovaient. L’Hôtel a connu des extensions et des montées en gamme successives et a supporté de l’ordre de 100 m€

⁹ Qui est également confirmé par un actionnaire minoritaire lors de la séance de questions réponses de l’Assemblée Générale SFCMC s’étant déroulée le 30 juin 2026.

de travaux sur la décennie 2008-2018, puis une rénovation des chambres et suites confiée à l'architecte d'intérieur Isabelle Stanislas, livrée en 2025. Le Majestic conserve par ailleurs des atouts propres : un emplacement de premier ordre à proximité immédiate du Palais des Festivals, une forte capacité de captation lors du Festival, l'appartenance au réseau *The Leading Hotels of the World* et les synergies du groupe Barrière (hôtellerie et jeux).

La question pertinente n'est donc pas uniquement celle d'une dégradation de l'Hôtel, mais celle de l'asymétrie d'ampleur des investissements : un programme de rénovation des chambres ne se compare pas à une extension structurelle de 300-380 m€ (Carlton) ni à un programme décennal sanctionné par l'obtention du label Palace (Martinez). C'est ce différentiel d'intensité capitalistique, dans un segment où le standard de référence a été relevé, qui fonde l'appréciation d'un repositionnement relatif.

Le management nous a toutefois indiqué que ce moindre effort d'investissement apparent résulte, pour partie, du report dans le temps de travaux structurels (gros œuvre) d'un montant supérieur à 130 m€, dont l'exécution nécessiterait la fermeture de l'Hôtel. Le différé de ces dépenses lourdes, et non une absence de besoins, explique ainsi une part de l'écart constaté avec les rénovations concurrentes. Il constitue par ailleurs, sur le plan de l'évaluation, une charge latente que l'actif devra supporter (cf. §4.2.2 et §8.2.3 infra).

3.5.4 Marqueurs d'un repositionnement relatif

Distinction Palace et exigence de capex récurrent : L'obtention de la distinction Palace par le Martinez le 2 juin 2026, première attribution à un établissement cannois depuis la création du label en 2010¹⁰ et alors que le Majestic ne figure pas parmi les 33 établissements distingués à cette date, matérialise un écart de référencement auprès des prescripteurs internationaux du très haut de gamme (*Virtuoso, Leading Hotels of the World*). Cet écart, la distinction étant déclarative, peut toutefois traduire un choix de non-candidature autant qu'un différentiel de prestations et ne saurait s'interpréter comme l'indice d'un sous-entretien de l'actif, l'essentiel de l'écart d'intensité capitalistique avec le Martinez tenant au report des travaux structurels supérieurs à 130 m€ analysé supra (cf. § 4.2.2), et non à une absence de besoins. Sa portée réside surtout dans la dynamique du référentiel : la réforme du 24 janvier 2024, en ramenant la durée du label de cinq à trois ans¹¹, a converti l'investissement de mise à niveau en obligation récurrente, comme l'a illustré le cycle de juin 2026 (sortie de la Collection du Park Hyatt Paris-Vendôme, du Mandarin Oriental Paris, de l'Hôtel du Palais et du Byblos, les motifs rendus publics pour les trois premiers renvoyant à un défaut de rénovation et de renouvellement des infrastructures¹²). Le très haut de gamme s'apparente ainsi à une course à l'excellence où l'absence de réinvestissement au rythme du marché expose, à terme, à une érosion du pouvoir de fixation des prix, le différé de gros œuvre du Majestic en constituant la contrepartie sous forme de charge latente pesant sur l'actif (cf. § 8.2.3 infra).

Évolution de la hiérarchie perçue : À la veille de la vague de rénovations (2020), la presse spécialisée plaçait le Majestic en tête des grands hôtels cannois, devant le Martinez et le Carlton ; en 2026, le Carlton rénové est classé premier établissement de Cannes par les médias du secteur. Ce glissement, issu de sources éditoriales par nature subjectives, n'a qu'une valeur indiciaire mais converge avec les autres constats.

Marque et distribution : Le Carlton (réseau mondial IHG / marque Regent) et le Martinez (réseau Hyatt) bénéficient d'une portée de distribution internationale et de programmes de fidélité globaux, là où la marque Barrière, d'une grande force sur le marché français, présente une empreinte internationale plus étroite.

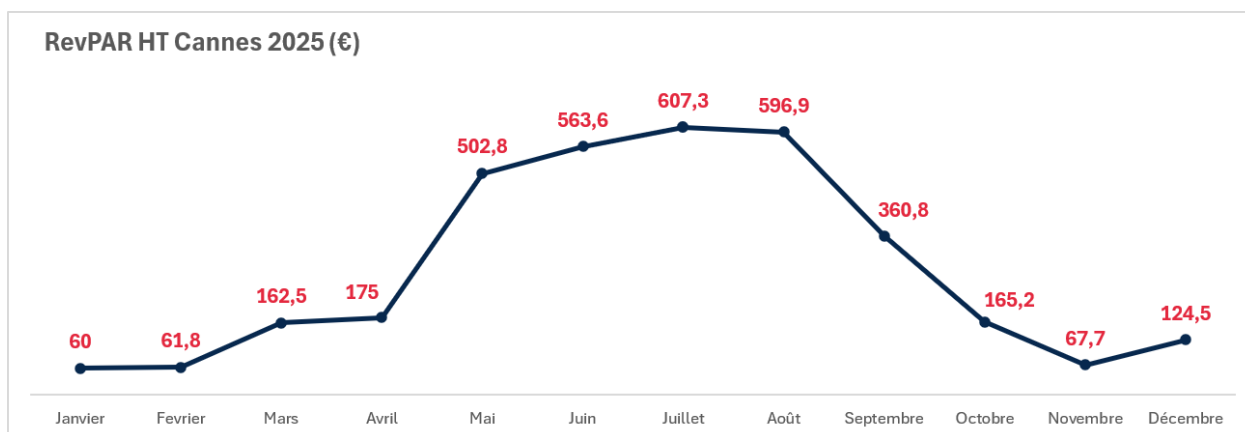
Éléments de pondération en sens inverse : L'analyse ne saurait être univoque. A titre d'exemple, le restaurant gastronomique du Martinez (La Palme d'Or) est sans étoile Michelin depuis 2023, tandis que le Majestic conserve une offre de restauration de signature (Fouquet's).

¹⁰ Atout France, communiqué du 2 juin 2026.

¹¹ Arrêté du 24 janvier 2024, JO du 2 février 2024, en vigueur le 1er octobre 2024.

¹² Le Figaro, 17 mai 2026 (repris par L'Écho touristique et Euronews) ; sur le calendrier du Mandarin Oriental, La Revue des Hôtels, juin 2026.

3.5.5 Dynamique du marché : un segment porteur et sélectif



Sources : Baromètre MKG mensuel de l'activité hôtelière et para hôtelière de la région sud publié par l'office du tourisme de la région PACA

Le contexte de marché n'est pas celui d'une contraction. Le RevPAR du segment haut de gamme et luxe de la Côte d'Azur ressort de l'ordre de 166 € (haut de gamme) et 443 € (luxe) en moyenne annuelle 2025. Cannes se situe en haut de fourchette à environ 297 € (tout positionnement). Sur l'ensemble de l'année 2025, le RevPAR du segment haut de gamme de la Côte d'Azur progresse de 7,8 % par rapport à 2024, celui du segment luxe de 10,1 %, et le marché cannois de 12,0 %. Ces indicateurs suggèrent qu'en 2025, les segments les plus haut de gamme ont bénéficié d'une dynamique de croissance particulièrement favorable. La demande premium constitue le moteur de la création de valeur du marché.

Cette hiérarchie a une lecture économique précise : elle mesure le rendement de la montée en gamme. Chaque cran de positionnement supplémentaire se traduit par une croissance plus rapide du RevPAR. L'écart de 4,2 points de croissance entre le marché cannois (+12,0 %) et le haut de gamme départemental (+7,8 %), et de 2,3 points entre le luxe (+10,1 %) et ce même haut de gamme, chiffrent la prime dont bénéficient les actifs capables de se hisser, et de se maintenir, au sommet de la fourchette. Cette prime est de nature tarifaire : dans un marché où la progression provient davantage du prix que du volume, c'est le prix moyen qui porte la croissance, et celui-ci apparaît étroitement corrélé à la qualité perçue, au niveau de prestations offert et au degré de modernité des établissements.

Le principal risque d'un sous-investissement n'est pas une baisse de fréquentation. Un établissement de premier rang conserve généralement son attractivité. En revanche, il risque de ne plus bénéficier pleinement de la dynamique des segments les plus porteurs. Faute de maintenir son niveau d'excellence, sa croissance tarifaire pourrait progressivement converger vers celle du haut de gamme traditionnel (+7,8 %), tandis que les actifs récemment rénovés continueraient de capter la prime de marché. Le risque est donc avant tout un décrochage de trajectoire et de création de valeur, davantage qu'un décrochage commercial.

Cet effet, apparemment modeste sur une seule année, devient déterminant sur un horizon de détention. À titre illustratif, à écarts de croissance maintenus, un actif évoluant sur la trajectoire du haut de gamme (+7,8 % par an) accuserait, au bout de cinq ans, un RevPAR inférieur d'environ 17 % à celui qu'aurait permis la trajectoire cannoise de premier rang (+12 % par an). C'est cet écart cumulé qui constitue le véritable coût de l'ajournement des travaux. Il ne représente pas ce que l'établissement perdrait, mais ce qu'il renoncerait à capter.

Le risque associé à un sous-investissement relatif ne se traduit donc pas prioritairement par une baisse de fréquentation, mais par une moindre capacité à capter la progression tarifaire encaissée par les concurrents rénovés, et par une exposition accrue sur le segment, très concentré, de la période du Festival.

3.5.6 Le programme d'investissement envisagé par le management

Le management nous a communiqué les orientations d'investissement suivantes (cf. annexe 8.2) :

- des travaux structurels (gros œuvre) supérieurs à 130 m€, jusqu'ici différés, dont l'exécution nécessite la fermeture de l'hôtel ;
- des travaux complémentaires de montée en gamme de près de 200 m€, destinés à repositionner l'établissement au niveau requis pour prétendre à la distinction Palace, notamment par une réduction du nombre total de chambres.

Ces deux volets portent l'enveloppe d'investissement envisagée à un ordre de grandeur d'environ 330 m€, comparable à celui de la rénovation-extension du Carlton, ce qui fournit un repère externe de vraisemblance des coûts, et de risque de dépassement (cf. annexe 8.2). La stratégie ainsi décrite confirme, du point de vue du management lui-même, l'existence d'un repositionnement concurrentiel à opérer, et fait de l'Hôtel un actif appelé à une transformation lourde plutôt qu'au seul maintien de son exploitation en l'état.

3.5.7 Incidences retenues dans nos travaux d'évaluation

Nous avons tiré de l'ensemble de ces éléments les conséquences suivantes :

- **Charge latente des travaux structurels différés et perte d'exploitation en période de fermeture** : Le report des travaux de gros œuvre (> 130 m€) n'éteint pas la dépense correspondante et est susceptible de l'accroître (inflation des coûts de construction, caractère de plus en plus impératif des interventions). Nous avons intégré cette charge dans les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres, (cf. § 4.2.2), la perte d'excédent brut d'exploitation qu'entraînerait la fermeture nécessaire à sa réalisation étant intégrée dans les flux du plan d'affaires (cf. § 3.6), incidence d'autant plus sensible que la recette de l'Hôtel est concentrée sur la période du Festival. L'omission de ces éléments conduirait à surestimer la valeur de l'actif.
- **Programme de montée en gamme et arbitrage volume / prix** : La réduction du nombre de chambres diminue la capacité offerte tout en visant un relèvement du prix moyen et du RevPAR. L'effet net sur les produits et sur la valeur étant, par construction, incertain, nous avons apprécié la vraisemblance du plan d'affaires en vérifiant que la progression tarifaire projetée compense la perte de volume et procure un rendement positif au capital investi.
- **Caractère aléatoire de l'obtention du statut Palace** : La distinction Palace, qui est décernée par un jury (Atout France), n'est pas acquise, l'Hôtel n'ayant à notre connaissance jamais été distingué. Elle emporte de surcroît depuis la réforme de 2024 un renouvellement triennal et un capex récurrent.
- **Statut patrimonial et aléa sur les coûts** : Sur une enveloppe de l'ordre de 330 m€, le risque de dépassement (prescriptions de conservation, aléas de chantier, allongement des délais) a été traité par des analyses de sensibilités (cf. § 4.4 et § 4.5.2 notamment).
- **Cohérence du modèle et absence de double comptage** : Nous nous sommes assurés que la prime de qualité attendue de la montée en gamme (relèvement du prix moyen, du RevPAR et de l'excédent brut d'exploitation) et son coût (capital investi et pertes d'exploitation de fermeture) n'apparaissent chacun qu'une seule fois et dans un même cadre d'évaluation. En particulier, lorsque les murs sont retenus en valeur après travaux, la valeur actuelle du projet de repositionnement ne doit pas être ajoutée, celle-ci étant déjà capitalisée dans cette valeur. Symétriquement, partout où les produits de l'état rénové sont crédités, l'intégralité du capex et des pertes de fermeture correspondants est portée en regard.

3.5.8 Conclusion

Il ressort de nos diligences un faisceau d'indices convergents d'un positionnement relatif défavorable du Majestic depuis 2023, sous l'effet d'un effort d'investissement concurrent d'une intensité exceptionnelle (Carlton) et de

l'obtention par le Martinez de la première distinction Palace cannoise. Ce constat doit toutefois être correctement circonscrit : il ne traduit pas un recul absolu de l'activité de l'Hôtel, le marché cannois du luxe demeurant porteur, mais un risque pesant sur le pouvoir de fixation des prix relatif et une exigence de réinvestissement pour défendre, voire rehausser, le positionnement de l'actif.

Les décisions communiquées par le management : report de travaux structurels supérieurs à 130 m€ et programme complémentaire de montée en gamme de près de 200 m€ visant le statut de Palace, notamment par une réduction du nombre de chambres, confirment de l'intérieur la réalité de ce repositionnement. Elles déplacent l'enjeu d'évaluation vers le traitement, dans nos travaux, de la charge d'investissement latente, de la perte d'exploitation en période de fermeture et du caractère incertain de la prime de repositionnement, ainsi qu'exposé ci-dessus et dans les sections correspondantes du présent rapport.

3.6 Plan d'affaires 2026-2035 préparé par le management

3.6.1 Cadre général et approche retenue

Le Groupe nous a transmis des plans d'affaires détaillés 2026 - 2030 pour l'ensemble des principaux actifs du Groupe. S'agissant du Majestic et compte tenu des travaux de rénovation prévus sur la période 2030-2031, des flux ont été anticipés jusqu'en 2035.

Compte tenu de ce qui précède et de l'effet des travaux sur les flux, nous avons décomposé nos analyses entre un plan d'affaires couvrant le périmètre SFCMC « hors Majestic », et un plan d'affaires « Majestic seul », intégrant les effets différés des travaux (phase de disruption puis montée en puissance).

Il ressort de nos analyses détaillées *infra* que la performance récurrente du Groupe (« hors Majestic ») est caractérisée par une forte rentabilité mais une croissance limitée et que la performance prospective du Majestic après rénovation est, quant à elle, marquée par un potentiel de création de valeur significatif assorti d'un risque d'exécution et d'un profil de flux plus volatil.

Cette double approche permet d'isoler la contribution incrémentale du projet et de tester la sensibilité de la valeur à un actif fortement capitalistique et faisant l'objet d'un programme de rénovation majeur.

3.6.2 Performance consolidée SFCMC

Le plan d'affaires du management consolidé s'appuie sur les plans d'affaires hors Majestic et Majestic incluant les travaux. Sur ce périmètre SFCMC consolidé, le Groupe affiche en 2025 un chiffre d'affaires net de 161,2 m€ pour un EBITDA de 53,4 m€, soit une marge de 33,1 %, traduisant un niveau de rentabilité élevé et relativement stable sur le plan.

Cette performance repose quasi exclusivement sur l'activité hôtelière, qui génère 141,5 m€ de chiffre d'affaires (soit 88 % du total) et environ 48,4 m€ d'EBITDA (environ 90 % de la rentabilité consolidée). La structure économique du Groupe est ainsi très fortement concentrée sur ses actifs hôteliers *premium* qui contribuent majoritairement à la création de valeur.

Dans la projection à court terme (budget 2026), le plan prolonge ce socle économique sans rupture majeure. Le chiffre d'affaires consolidé atteint environ 170 m€ dès 2026, tandis que l'EBITDA reste stable autour de 53 m€, soit un maintien de la marge à un niveau proche de 33 %. À ce stade, en l'absence d'« effet Majestic », la dynamique retenue par le management apparaît donc caractérisée par une croissance organique limitée, cohérente avec un portefeuille d'actifs matures opérant dans un marché fortement concurrentiel.

3.6.3 Prévisions « hors Majestic »

Le plan d'affaires « hors Majestic » préparé par le management traduit une progression mesurée de l'activité, avec une croissance du chiffre d'affaires globalement normative sur l'horizon 2026-2030, de l'ordre de 2,5 % à 3,0 % par an, et une marge d'EBITDA cible qui se stabilise autour de 21 % à 22 %.

Cette trajectoire ne repose toutefois pas sur une dynamique homogène entre les actifs :

- Le **Gray d'Albion** constitue le principal contributeur opérationnel du périmètre hors Majestic : les prévisions traduisent une activité globalement stabilisée, avec une marge d'EBITDA élevée mais sans amélioration marquée sur l'horizon du plan. Les plages présentent une contribution plus limitée et plus volatile, avec une normalisation progressive de leur rentabilité après des niveaux récents plus favorables.
- L'**actif de Saint-Barthélemy** est présenté comme ayant déjà retrouvé l'équilibre, le plan retenant ensuite une trajectoire essentiellement stabilisée.
- À l'inverse, le **Casino Croisette** demeure un actif à faible contribution : le management anticipe une amélioration progressive, mais la marge cible reste modeste et ne transforme pas substantiellement l'économie du périmètre.
- Enfin, les **coûts de structure** portés par SFCMC restent négatifs, mais leur poids relatif demeure contenu dans la construction du plan.

Dans l'ensemble, les prévisions hors Majestic apparaissent donc moins comme un scénario de croissance offensive que comme un scénario de maintien / normalisation de la performance existante, avec une création de valeur principalement liée à la préservation d'une marge d'EBITDA cible proche de son niveau normatif plutôt qu'à une accélération significative des revenus.

L'analyse économique de ce scénario met en évidence des leviers de croissance structurellement limités. Ce scénario reflète ainsi une situation de « plateau » opérationnel : le Groupe dispose d'une rentabilité élevée et stable, mais avec un potentiel de croissance organique relativement limité en l'absence d'investissement transformant. Il constitue dès lors un point de référence économique pertinent pour mesurer l'effet incrémental du « projet Majestic ».

3.6.4 Prévisions « Majestic »

Compte tenu du poids de l'Hôtel Barrière Le Majestic Cannes dans l'activité et la valeur de SFCMC, ainsi que de l'importance du programme de rénovation envisagé, nous avons analysé séparément le plan d'affaires relatif à cet actif. Cette approche permet d'apprécier distinctement, d'une part, la performance normative du périmètre hors Majestic et, d'autre part, les effets spécifiques du programme de travaux sur les flux prévisionnels du Majestic et, par voie de conséquence, sur le plan d'affaires consolidé de SFCMC.

3.6.4.1 Impact du Majestic et des travaux de rénovation dans la dynamique du plan d'affaires

Les prévisions communiquées par le management font apparaître une trajectoire marquée par trois phases principales :

- La première, correspondant aux exercices **2026 à 2028**, s'inscrit dans la continuité de l'exploitation actuelle, sous réserve des premiers effets liés à la préparation du programme de rénovation.
- La deuxième phase, couvrant principalement les exercices **2029 à 2031**, traduit l'impact des travaux sur l'exploitation de l'hôtel, avec une réduction significative de l'activité, puis une fermeture totale de l'établissement. Cette phase se traduit mécaniquement par une forte baisse du chiffre d'affaires et de la rentabilité opérationnelle, certaines charges fixes ne pouvant être intégralement ajustées pendant la période de fermeture.
- Enfin, la troisième phase correspond à la réouverture progressive de l'hôtel en **2032** et à la montée en puissance attendue de l'actif rénové jusqu'en **2035**.

À compter de la réouverture complète, le plan d'affaires du management retient un accroissement sensible des indicateurs d'exploitation du Majestic, avec un parc ramené à un peu plus de 300 chambres, un taux d'occupation payant cible supérieur à 60 % et une RMC / ADR nettement supérieure à 1 300 € en année stabilisée, faisant ressortir un RevPAR implicite supérieur à 800 €. Cette trajectoire traduit un arbitrage volume / prix assumé, la réduction du

nombre de chambres étant compensée par une hausse attendue du prix moyen et du RevPAR. Elle conduit à un chiffre d'affaires hébergement cible supérieur à 85 m€.

La comparaison de ces niveaux cibles avec des références externes publiques confirme l'ambition du Groupe sur ce projet :

Référence	Segment / périmètre	Base	TO	PM (€)	RevPAR (€)	Source
Majestic : pré-rénovation	5★ / luxe - Cannes	2025 (B)	61%	874	532	Mngt
Majestic : post-rénovation (stabilisé)	5★ / Palace - Cannes	2035 (BP)	> 60 %	> 1 300	> 800	Plan d'affaires
Carlton (comparable direct)	5★ - Cannes	2025 (B)	55%	1 100	605	Mngt
Cannes Luxe	Segment luxe - Cannes	2024 (R)	59%	716	425	Mngt
Cannes — HG & luxe	Haut de gamme + luxe - Cannes	2025 (R)	n.d. ⁽¹⁾	n.d. ⁽¹⁾	262	MKG ⁽²⁾
Côte d'Azur — HG & luxe	Haut de gamme + luxe - littoral PACA	2025 (R)	n.d. ⁽¹⁾	n.d. ⁽¹⁾	250	MKG ⁽²⁾
Paris - luxe	Segment luxe - Paris	2025 (R)	n.d. ⁽¹⁾	710 ⁽³⁾	511	MKG ⁽²⁾
Paris - palaces	Palaces - Paris	2025 (R)	60%	1 328	801	MKG ⁽²⁾
Paris - 5★	5 étoiles - Paris	2025 (R)	n.d. ⁽¹⁾	n.d. ⁽¹⁾	n.d. ⁽¹⁾	MKG ⁽²⁾
France - HG & luxe	Haut de gamme + luxe - national	2025 (R)	n.d. ⁽¹⁾	n.d. ⁽¹⁾	186	MKG ⁽²⁾

(1) n.d. : donnée non diffusée publiquement ; seul le RevPAR est repris dans la presse professionnelle.

(2) MKG Consulting, repris par Hospitality ON, « Collection Palace 2026 » (décembre 2025). France HG & luxe : RevPAR de décembre 2025.

(3) Prix moyen de décembre 2025 (pas de PM annuel publié pour ce segment) ; le RevPAR de 511 € est annuel.

L'EBITDA atteindrait ainsi environ 45 m€ en 2035, soit une marge de l'ordre de 38 %, en nette augmentation par rapport au niveau anticipé en 2026-2029 mais limitée par les obligations liées à l'obtention et au maintien du statut de Palace.

Cette trajectoire doit toutefois être appréciée au regard du caractère significatif du programme d'investissement sous-jacent. Le budget de rénovation communiqué par le management représente un montant élevé au regard du nombre de clés de l'hôtel et traduit la nature très lourde du programme envisagé. Dans nos travaux d'évaluation, nous avons donc porté une attention particulière à la distinction entre, d'une part, les investissements nécessaires au maintien de l'actif dans son état concurrentiel de référence et, d'autre part, les investissements susceptibles de contribuer à une amélioration future de la performance (cf. § 3.5 et annexe 8.2).

L'analyse du plan d'affaires du Majestic appelle ainsi une lecture prudente. Les hypothèses retenues par le management apparaissent cohérentes avec la logique économique du programme présenté : une phase temporaire de dégradation des flux liée aux travaux, suivie d'une amélioration de la performance opérationnelle rendue possible par le repositionnement de l'hôtel. Pour autant, cette trajectoire demeure dépendante de plusieurs paramètres structurants, notamment le respect du calendrier de travaux, la maîtrise de l'enveloppe d'investissement, les conditions de réouverture de l'établissement et la capacité effective du Majestic à atteindre les niveaux de prix moyen, de RevPAR et de marge retenus dans le plan. Ces éléments ont été pris en compte dans notre appréciation de la cohérence d'ensemble des prévisions et dans les analyses de sensibilité mises en œuvre dans le cadre de nos travaux d'évaluation.

3.6.4.2 Traduction du programme de travaux dans les flux et incidences sur la modélisation

Le programme de rénovation est le principal facteur de déformation des flux prévisionnels du Majestic et le point le plus structurant de la modélisation. La nécessité des travaux, le dimensionnement de l'enveloppe et la fiabilité du chiffrage étant traités par ailleurs (cf. § 3.5 et annexe 8.2), la présente section se limite à leur traduction dans les flux et à ses conséquences sur l'évaluation.

Deux natures de dépenses, deux traitements : Comme détaillé en annexe 8.2, nous avons scindé l'enveloppe d'investissements en deux. Les capex techniques et patrimoniaux, simple rattrapage de maintenance non créateur de valeur, sont assimilés à une dette : déduits du passage à la valeur des capitaux propres pour leur valeur actualisée nette d'économie fiscale (78,2 m€), ils ne transitent pas par les flux. Les capex de montée en gamme, qui portent le repositionnement, sont au contraire intégrés aux flux d'exploitation. Ce double traitement isole la seule composante destructrice de valeur et écarte tout double compte.

Un profil de trésorerie en deux temps : L'essentiel des investissements se concentre sur 2030-2031 (de l'ordre de 115 m€ de décaissement en 2031 pour le seul Majestic). Cumulé à la fermeture de l'établissement, il creuse le *free*

cash-flow, fortement négatif sur 2029-2031. Le profil s'inverse à la réouverture, sous l'effet du redressement de l'EBITDA, du retour des capex à un niveau normatif et d'une meilleure absorption du BFR : la consommation de trésorerie de la phase de travaux n'est que la contrepartie différée de la création de valeur attendue. Au niveau du résultat opérationnel, la hausse des dotations (de l'ordre de 30 m€ à terme, en consolidé) rend la remontée plus progressive que celle de l'EBITDA (le cash-flow se rétablit rapidement après 2032, la rentabilité comptable plus lentement).

Incidences complémentaires : La réalisation des travaux ouvre, en continuité d'exploitation, le bénéfice de l'abattement de l'article 34 au titre du casino, dont la valeur actualisée est ajoutée aux capitaux propres. Le risque de dépassement, inhérent au stade programmatique du chiffrage, n'est pas intégré au scénario central mais traité en sensibilité, de manière symétrique .

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.

4.1 Opération connexe : Fusion-absorption de SIEHM par SFCMC

4.1.1 Description de l'opération

Préalablement à l'Offre, SFCMC a absorbé par voie de fusion la société Hôtel Majestic Société Immobilière et d'Exploitation (« SIEHM »), qu'elle détenait déjà à 96,33 %. Annoncée avec le rachat par SPD du bloc de 25,94 % cédé par Casinvest et le projet d'OPR-RO qui s'ensuit, l'opération vise à simplifier l'organigramme du Groupe Barrière : elle loge directement chez SFCMC les actifs et passifs de SIEHM, qui porte principalement l'Hôtel Barrière Le Majestic Cannes, actif emblématique du Groupe.

Sur les plans comptable et fiscal, la fusion prend effet rétroactivement au 1er novembre 2025. Les apports sont retenus à leur valeur nette comptable, soit un actif net de 152,6 m€, étant précisé que cet enregistrement comptable ne préjuge pas de la valeur réelle des actifs de SIEHM retenue par ailleurs dans nos travaux.

Le rapport d'échange a été arrêté à 2,20 actions SFCMC pour 1 action SIEHM. Les titres SIEHM déjà détenus par SFCMC ne participant pas à l'échange, celui-ci ne porte que sur les 2 267 actions restantes, d'où l'émission de 4 987 actions SFCMC nouvelles (augmentation de capital nominale de 59,8 k€) portant le capital à 162 651 actions.

L'opération dégage une prime de fusion de 5,5 m€, quote-part d'actif net revenant aux actionnaires minoritaires de SIEHM, nette du nominal émis, et un boni de fusion de 135,9 m€, correspondant à la quote-part d'actif net attachée aux 96,33 % déjà détenus, rapportée à la valeur comptable des titres SIEHM (11,0 m€). Ce boni est un profit purement comptable et intragroupe, sans création de valeur : il s'élimine intégralement en consolidé et n'affecte pas la situation patrimoniale du Groupe.

4.1.2 Travaux du commissaire à la fusion

Finexsi, désigné commissaire à la fusion, était chargé d'apprécier l'équité du rapport d'échange, et non le prix de l'Offre. Ses travaux ont porté sur les valeurs relatives de SIEHM et de SFCMC, en tenant compte notamment des plans d'affaires, des expertises immobilières, des travaux des banques-conseils et des incidences du programme de rénovation du Majestic, dont l'enveloppe est estimée entre 300 m€ et 350 m€.

Finexsi a privilégié une approche DCF, assortie de sensibilités sur le coût des travaux et sur les performances post-travaux, faisant ressortir une parité de 2,18x à 2,37x sur le plan du management et de 2,19x à 2,32x en sensibilité. À titre secondaire, un scénario théorique de *sale and lease back* des murs aboutit à 2,07x ; à titre indicatif, l'approche par transactions comparables aboutit à une fourchette de 2,12x à 2,17x.

La parité retenue par les parties, 2,20 actions SFCMC pour 1 action SIEHM, se situe dans le bas de la fourchette DCF, mais au-dessus des approches par comparables et du *sale and lease back*. Sur cette base, Finexsi a conclu au caractère équitable du rapport d'échange. Nous relevons que ce positionnement, légèrement dilutif pour les actionnaires de SFCMC, reste sans effet matériel (émission limitée à 3,1 % du capital).

Nous avons intégré les effets de cette fusion en retenant le périmètre et le nombre d'actions SFCMC post-fusion. Nous observons par ailleurs que les résultats des travaux de Finexsi, communiqués au fil de leur production, convergent avec les nôtres et n'appellent pas d'observation à ce titre.

4.2 Données financières utilisées dans les méthodes d'évaluation

4.2.1 Nombre de titres retenu

Les présents travaux d'évaluation s'appuient sur un nombre d'actions inscrit à la cote ajusté des effets de la fusion de 162 651 actions.

SFCMC	
Nombre d'actions pris en compte	30-juin-26
Nombre d'actions avant fusion SFCMC	157 664
Nombre total d'actions SIEHM	61 824
SFCMC	96.3 %
Nombre d'actions SIEHM apporté	2 267
Parité retenue	2.20
Nombre d'actions créé suite à la fusion	4 987
Nombre d'actions retenu	162 651

4.2.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

La valeur des capitaux propres est obtenue à partir de la valeur d'entreprise par application des éléments de passage suivants, arrêtés au 31 octobre 2025 :

SFCMC		
Eléments de passage de la VE à la VCP		
m€	31-oct.-25	30-avr.-26
Dette financière (hors IFRS16)	(89.2)	(89.2)
dont Impôts différés passifs	(61.0)	(61.0)
Dette financière ajustée des IDP	(28.2)	(28.2)
Capex techniques et patrimoniaux	(77.8)	(77.8)
Disponibilités et équivalents	97.3	75.8
Trésorerie Latanier	1.9	-
Position financière nette	(6.8)	(30.2)
Intérêts minoritaires	-	-
Provisions pour R&C	(0.8)	(2.9)
Provisions pour retraite	(2.4)	
Actifs financiers	0.4	0.4
Acquisition de 50 % de Latanier	(12.0)	-
Valeur du mécanisme art.34	14.5	14.5
Autres éléments	(0.3)	12.0
Total	(7.0)	(18.2)

Note méthodologique : la Société a publié ses comptes semestriels le 2 juillet 2026. Les éléments de passage correspondants sont présentés à titre d'information dans le tableau récapitulatif, mais nos travaux d'évaluation restent fondés sur les éléments arrêtés au 31 octobre 2025 afin de projeter des années pleines, hors incidence de la saisonnalité.

4.2.2.1 Endettement financier net

La dette financière retenue est appréciée hors dettes de loyers relevant de la norme IFRS 16. Nous avons exclu les dettes de loyers IFRS 16, dès lors que les actifs sous-jacents, notamment les droits d'utilisation afférents aux concessions du Casino Croisette et des plages, sont valorisés au sein de l'exploitation. La dette financière ainsi définie, qui inclut les dettes issues d'opérations de crédit-bail, ressort à 28,2 m€ après retraitement des impôts différés passifs (cf. infra).

Après prise en compte des disponibilités et équivalents de trésorerie (97,3 m€), de la trésorerie de la société Latanier dont l'acquisition a été finalisée postérieurement à l'arrêté des comptes (1,9 m€) et des capex techniques (cf. infra), la position financière nette ressort à -6,8 m€. Le traitement réservé aux impôts différés passifs, isolés de la dette financière, est précisé ci-après.

4.2.2.2 Impôts différés passifs

Les impôts différés passifs isolés dans le *bridge*, soit 61,0 m€, proviennent pour l'essentiel de la réévaluation à la juste valeur du terrain du Majestic (58,9 m€) et, marginalement, des constructions (2,2 m€), option exercée lors de

la première adoption des IFRS au 1er novembre 2004. En application d'IAS 12, cet écart donne lieu à la constatation d'un impôt différé passif, selon une approche bilancielle et sans actualisation.

Le terrain n'étant pas amortissable, cet écart ne se résorbe pas par l'exploitation : il ne se dénoue qu'à la cession de l'actif, seule à rendre exigible l'impôt sur la plus-value. L'IDP n'est donc ni une dette financière à échéance, ni un décaissement attendu en continuité d'exploitation. Nous l'isolons à ce titre de l'endettement, qui ressort après retraitement à 28,2 m€.

N'étant pas exigible, l'IDP n'est pas déduit dans le bridge : sa prise en compte est renvoyée à chaque méthode selon qu'elle suppose ou non la cession des murs :

- Dans les **approches patrimoniales**, qui dissocient propriété et exploitation, la fiscalité de cession est intégrée en totalité, en deux volets complémentaires : l'impôt sur la plus-value déterminé à partir des valeurs nettes comptables issue des comptes consolidés et réintégration de l'IDP. Leur somme équivaut à l'impôt total dû en cas de cession, assis sur l'écart entre la valeur vénale et la valeur fiscale, sans double comptage.
- Dans **l'approche DCF**, qui ne suppose aucune cession, cet impôt n'a pas vocation à être décaissé et n'est donc pas déduit. En effet, le DCF valorise les murs par les flux qu'ils génèrent, non par leur valeur de réalisation : la plus-value latente sur le terrain n'y est jamais captée. Déduire l'impôt qui en serait la contrepartie, tout en excluant la plus-value qui le fait naître, créerait une asymétrie pénalisant la valeur, ce qui ferait peser sur l'évaluation une charge dont le fait générateur, la cession, est précisément écarté par les hypothèses.

4.2.2.3 Capex techniques et patrimoniaux

Les dépenses d'investissement à caractère technique et patrimonial (77,8 m€) correspondent aux travaux de gros œuvre et de remise à niveau structurelle des actifs. Constitutives d'un rattrapage d'investissements de maintenance qui auraient dû être engagés antérieurement, elles ne sont pas créatrices de valeur et sont, à ce titre, assimilées à une dette et déduites du passage à la valeur des capitaux propres. Elles se distinguent des dépenses de montée en gamme, créatrices de valeur, qui sont intégrées aux flux d'exploitation actualisés et traitées séparément (cf. annexe 8.2.3).

Corrélativement, et pour éviter toute double prise en compte, les flux d'exploitation actualisés retenus pour la valorisation de l'exploitation excluent le décaissement de ces capex comme l'amortissement et l'économie d'impôt qui en découlent, l'intégralité de leur charge économique, nette de bouclier fiscal, étant portée par le présent retraitement (cf. annexe 8.2.3).

4.2.2.4 Autres éléments de passage

Intérêts minoritaires : l'évaluation étant conduite postérieurement à la fusion de SIEHM et de SFCMC, il ne subsiste pas d'intérêts minoritaires résiduels à déduire.

Provisions pour risques et charges et provisions pour retraite : déduites en tant qu'engagements de la société, conformément à leur valeur comptable, nette de l'économie d'IS correspondante.

Actifs financiers : ajoutés à la valeur des capitaux propres.

Acquisition de 50 % de Latanier : la Société a acquis, postérieurement à la clôture, la totalité des parts restantes de la société Latanier Expériences. Le décaissement correspondant est déduit du passage à la valeur des capitaux propres, la société étant désormais sous contrôle exclusif du Groupe.

Valeur du mécanisme article 34 : dans l'hypothèse de la poursuite de l'exploitation, le Groupe, en sa qualité d'exploitant d'un casino, conserve le bénéfice de l'abattement supplémentaire prévu à l'article 34 de la loi de finances rectificative pour 1995 au titre des travaux de rénovation. La valeur actualisée de l'économie de prélèvement sur le produit brut des jeux correspondante est ajoutée à la valeur des capitaux propres. Cet avantage, propre au scénario de continuité d'exploitation, est neutralisé dans l'approche patrimoniale, laquelle, reposant sur

une dissociation de la propriété des murs et de l'exploitation, conduit au contraire au remboursement des abattements antérieurs (cf. § 4.4.3).

Après prise en compte de l'ensemble de ces éléments, le total des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres ressort à -7,0 m€.

4.2.3 Taux d'actualisation

Les taux d'actualisation appliqués à l'approche par les flux de trésorerie actualisés ont été déterminés à partir des données publiées par Fairness Finance. Ils représentent un coût d'opportunité pour un actionnaire minoritaire qui aurait à réaliser un investissement de même risque. Cette approche du taux d'actualisation repose sur des données observées sur les marchés financiers, décomposées pour faire apparaître les différentes primes de risque complémentaires dont il convient de tenir compte pour appliquer une approche MEDAF du coût des fonds propres à des flux futurs.

Appréciation du taux d'actualisation	30/06/2026 (lissage 6 mois)				
	Référence / Calcul	Secteur	SFCMC		
			f.basse	Val.centrale	f.haute
Estimation du bêta anticipé :					
Bêta de l'actif économique	β_u	0.83	0.45	0.62	0.70
Lever cible en fonds propres	$L_e = DN / VFP$	36.0 %	36.0 %	36.0 %	-
Taux d'impôt sur les sociétés	T_{IS}	25.0 %	25.0 %	25.0 %	25.0 %
Bêta avec levier	β_L	1.06	0.57	0.79	0.70
TRI implicite ex-ante du marché	TRI_M	8.9 %	8.9 %	8.9 %	8.9 %
Taux sans risque (10 ans)	R_f	3.1 %	3.1 %	3.1 %	3.1 %
Prime de risque actions	$\Pi_E = TRI_M - R_f$	5.8 %	5.8 %	5.8 %	5.8 %
dont prime de biais optimiste large caps	Π_O	2.1 %	2.1 %	2.1 %	2.1 %
dont prime de risque de défaut large caps	Π_D	0.8 %	0.8 %	0.8 %	0.8 %
dont prime AAA	Π_{AAA}	(0.0)%	(0.0)%	(0.0)%	(0.0)%
Sous-total biais large caps + prime AAA	$\Pi_{LC} = \Pi_O + \Pi_D + \Pi_{AAA}$	2.9 %	2.9 %	2.9 %	2.9 %
Prime MEDAF résultante	$\Pi_R = \Pi_E - \Pi_{LC}$	2.9 %	2.9 %	2.9 %	2.9 %
Prime MEDAF affectée du bêta	$\Pi_R \times \beta_L$	3.0 %	1.6 %	2.3 %	2.0 %
Prime de taille observée	A	1.5 %	3.3 %	3.3 %	3.3 %
Biais de prévision small cap	B	-	(1.9)%	(1.1)%	(0.5)%
Prime résiduelle de taille	$\Pi_T = A + B$	1.5 %	1.4 %	2.2 %	2.8 %
Prime de risque pays	Π_P	-	0.3 %	0.3 %	0.3 %
Coût des fonds propres	$k_e = R_f + \Pi_R \times \beta_L + \Pi_{LC} + \Pi_T + \Pi_P$	10.6 %	9.4 %	10.8 %	11.1 %
Taux sans risque	R_f	3.1 %	3.1 %	3.1 %	3.1 %
Spread de crédit	S_C	1.5 %	2.0 %	1.7 %	1.1 %
Prime de risque pays	Π_P	-	0.3 %	0.3 %	0.3 %
Coût de la dette avant IS : kd	$k_d = R_f + S_C + \Pi_P$	4.7 %	5.4 %	5.1 %	4.6 %
Charge d'intérêt après IS	$k_{dIS} = K_d \times (1 - T_{IS})$	3.5 %	4.1 %	3.8 %	3.4 %
Lever cible en valeur d'entreprise	$L_{VE} = DN / (DN + VFP)$	26.5 %	26.5 %	26.5 %	-
Coût moyen pondéré du capital	$CMPC = L_{VE} \times K_{dIS} + (1 - L_{VE}) \times K_e$	8.7 %	8.0 %	8.9 %	11.1 %
Inflation cible EUR	i_ϵ	2.0 %	1.8 %	1.8 %	1.8 %
Inflation cible locale	i_p	2.0 %	1.8 %	1.8 %	1.8 %
Coût moyen pondéré du capital ajusté	$CMPC = (1 + CMPC_\epsilon) \times (1 + i_p) / (1 + i_\epsilon) - 1$	8.7 %	8.0 %	8.9 %	11.1 %

Sur la base de cette appréciation, nous avons retenu un coût moyen pondéré du capital de 8,9 % en valeur centrale, dans une fourchette comprise entre 8,0 % et 11,1 %.

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 sociétés cotées de la zone euro au 30 juin 2026 (lissage 6 mois, source : Fairness Finance), qui permet d'égaler 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, pondéré par leur poids dans le PIB ; il constitue, selon nous, la meilleure estimation du rendement sans risque sur l'horizon d'investissement d'un investisseur en actions.
- **Prime de risque actions** : écart entre le TRI implicite du marché et le taux sans risque.

- **Prime AAA** : écart de rendement observé à date entre les emprunts d'État et les obligations *corporate* AAA émises en euros. Cet écart correspond à la composante de la prime de risque actions reflétant 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 actions pour le marché dans son ensemble, et donc pour les « large cap », sur lesquelles le bêta ne s'applique pas (estimation Fairness Finance).
- **Prime de risque MEDAF** : prime de risque résiduelle, au sens du MEDAF, sur laquelle s'applique le coefficient bêta.
- **Fourchettes de bêtas de l'actif économique (désendetté) retenues** : cf. annexe 8.4.2.
- **Prime résiduelle de taille** : surcroît de rendement exigé par les investisseurs en bourse, à date, pour les sociétés cotées et liquides de la taille de SFCMC. Cette prime traduit l'effet taille résiduel observé, en défaveur des sociétés dont la capitalisation est inférieure à 2,7 Md€ en zone euro. Cette prime a été ajustée à la baisse pour tenir compte d'un risque crédit *investment grade* et de la notoriété des actifs exploités.
- **Prime de risque pays** : Différentiel de spread de CDS¹³ observé au 30 juin 2026 entre les emprunts d'états français et ceux des pays de la zone euro, selon une définition identique à celle retenue pour le taux sans risque.
- **Coût de la dette avant IS** : coût de la dette au 30 mai 2026 applicable à une société notée BBB pour une maturité de 5 ans (source : LSEG Workspace et Fairness Finance).
- **Taux d'impôt sur les sociétés** : nous avons retenu un taux d'impôt sur les sociétés Groupe de 25 % (contre un taux marginal français de 25,83 % incluant le contribution, sociale), du fait de l'effet du statut fiscal particulier de Saint-Barthélemy pris en compte dans les flux du plan d'affaires.
- **Levier cible** : fourchette de leviers exprimés en valeur d'entreprise (dette financière nette rapportée à la valeur d'entreprise) estimée pour SFCMC, retenue à hauteur du levier moyen des comparables boursiers du secteur hôtelier et casinotier, le Groupe présentant à date, soit avant financement des travaux de rénovation, une trésorerie nette positive.
- **Retraitement de l'inflation** : nous avons cherché à tenir compte de l'effet cumulatif éventuel de l'inflation sur le taux d'actualisation en appliquant la formule de Fisher. Compte tenu de la localisation des activités du Groupe en zone euro (France métropolitaine et Saint-Barthélemy), l'effet ainsi déterminé n'est pas significatif.

4.3 Méthodes ou références non retenues

4.3.1 Actif net comptable consolidé

La prise en compte de l'actif net comptable consolidé 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.

Pour information, le prix d'Offre extériorise une prime de 33,6 % par rapport à cette référence déterminée post fusion à partir des comptes consolidés au 31 octobre 2025 (30,5 % s'agissant de l'ANC issu des comptes semestriels au 30 avril 2026).

¹³ Credit Default Swap : instrument financier permettant de se garantir contre le risque de défaut.

4.3.2 Approche par référence au cours de bourse de SFCMC

Le 5 décembre 2025, soit la dernière séance de cotation avant l'annonce du rachat de la participation de Casinvest par SPD le 8 décembre 2025, le cours de l'action SFCMC s'élevait à 1 490 €. Le nombre total d'actions en circulation s'établissait à 157 664, avec un flottant très limité, la famille Barrière contrôlant directement et indirectement, via la SPD, l'essentiel du capital de la Société.

Liquidité du titre au 8 décembre 2025 (date du communiqué relatif au rachat de la participation de Casinvest) :

Notamment en raison d'un flottant très étroit (6,83 % du capital), le volume d'échanges sur les 20 derniers jours de bourse précédant l'annonce de l'offre s'élève à seulement 35 actions. Par ailleurs, le titre qui n'est couvert par aucun analyste financier, ne cote qu'environ un jour sur deux.

Cette très faible liquidité limite fortement la pertinence des cours observés, qui ont évolué dans une fourchette comprise entre 1 350 € et 1 720 € au cours des douze derniers mois pour une rotation du capital limitée à 0,5 % (rotation du flottant de 7,5 %).

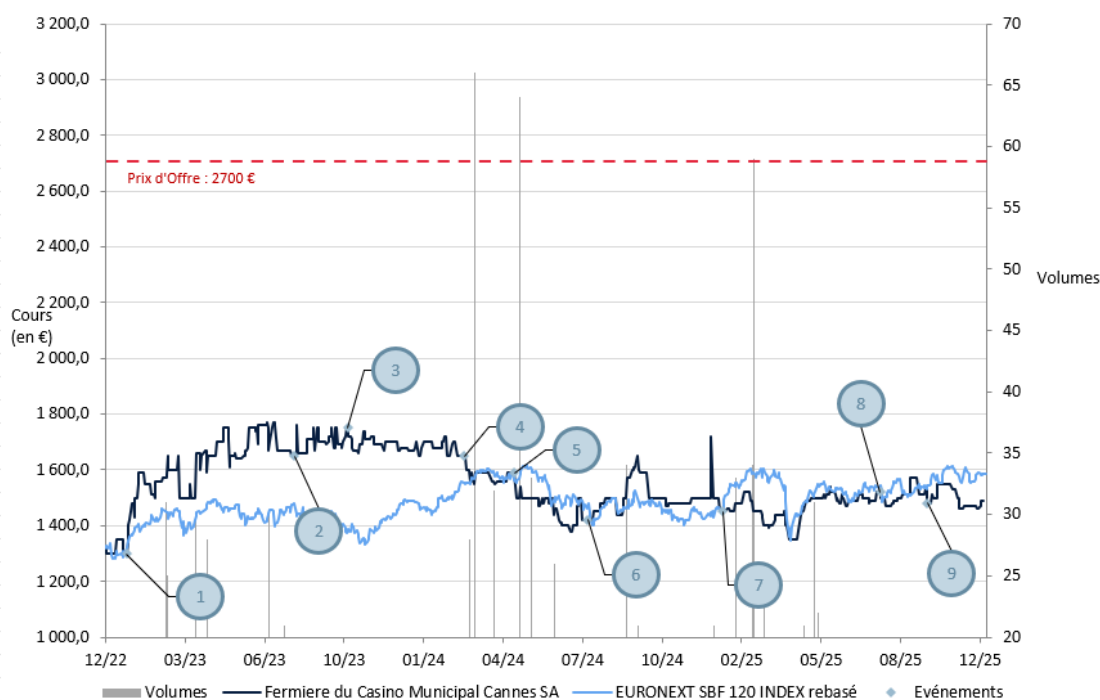
Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée(1)	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	1 810.00	1 300.00	1 537.40	2 114	2.8	1.30%	19.63%	42.30%
24 mois	1 740.00	1 350.00	1 499.02	1 463	2.9	0.93%	13.58%	41.26%
12 mois	1 720.00	1 350.00	1 473.25	805	3.2	0.51%	7.47%	45.10%
6 mois	1 570.00	1 460.00	1 492.96	186	1.4	0.12%	1.73%	41.22%
3 mois	1 570.00	1 460.00	1 490.98	92	1.4	0.06%	0.85%	35.38%
20 jours	1 490.00	1 460.00	1 472.29	35	1.8	0.02%	0.02%	45.00%
Spot	1 490.00	1 490.00	1 490.00	0	0.0	0.00%	0.00%	

(1) Cours moyens journaliers pondérés par les volumes, source : LSEG Workspace.

Compte tenu d'un flottant extrêmement étroit et d'un volume d'échange très limité, la référence au cours de bourse n'est pas pertinente pour estimer la valeur de la Société et nous ne la présentons qu'à titre indicatif.

Evolution du cours de bourse sur les 36 derniers mois :

Evolution des cours et des volumes (36 mois)



Le 3 janvier 2022 (①), Le titre entame un rebond marqué en début d'année. Le marché salue la pleine reprise postpandémique sur la Croisette et l'entrée en vigueur du renouvellement de la concession du Casino Croisette par la ville de Cannes pour une période 12 ans au début de l'exercice.

Le **31 juillet 2023** (②), SFCMC annonce la conclusion d'un accord actant la sortie du groupe Fimalac (via sa holding FHC) de son capital. Le Conseil d'Administration du 27 juillet approuve d'importantes évolutions de gouvernance liées à cette réorganisation.

Le **5 octobre 2023** (③), SFCMC rachète à FHC (Fimalac) 17 518 actions (10% du capital) à 1 400 €/titres et les annule. FHC sort totalement du capital.

Le **27 février 2024** (④), La société annonce la mise à disposition de son rapport financier annuel 2022/2023 incluant la déclaration de performance extra-financière.

Le **30 avril 2024** (⑤), la filiale SEHCGSB acquiert 100% des parts de CG Capital, propriétaire des murs de l'hôtel Fouquet's Saint-Barth à St-Barth.

Le **30 juillet 2024** (⑥), Le Conseil d'Administration du 30 juillet approuve une nouvelle convention réglementée entre la SFCMC, GLB et la Société de Participation Deauvillaise (SPD) concernant les prestations d'animation et de conseils stratégiques de la holding.

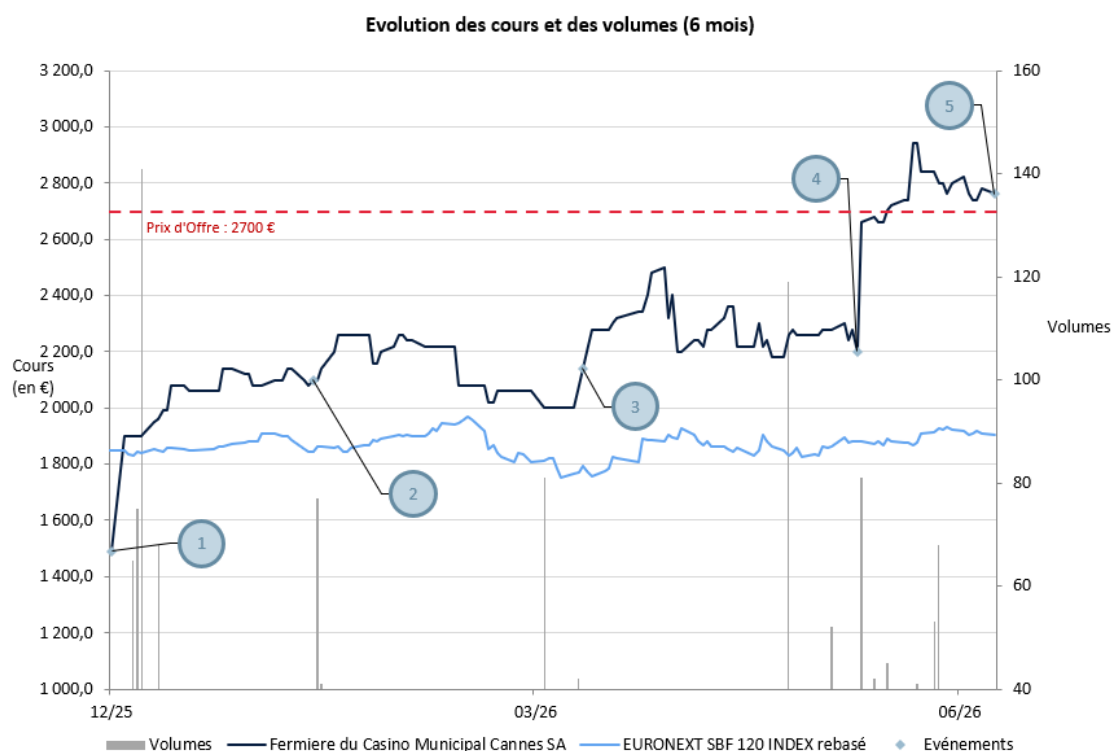
Le **14 janvier 2025** (⑦), SFCMC met à disposition du marché son avis financier consolidé pour la période arrêtée au 31 octobre 2024. Avec un CA en hausse à 169,3 m€ et un résultat net part du groupe de 22,8 m€ (vs 10,4 m€ en 2023).

Le **29 juillet 2025** (⑧), Annonce un accord pour le rachat de l'intégralité de sa filiale Latanier Expériences.

Le **26 septembre 2025** (⑨), Finalisation de l'acquisition des 50 % de Latanier Expériences. Cette intégration dope immédiatement le chiffre d'affaires du pôle restauration de la SFCMC.

Evolution du cours de bourse depuis l'annonce :

Note méthodologique : les cours observés depuis l'annonce intègrent des anticipations spécifiques liées à l'opération, et non la seule valeur intrinsèque des titres. Ils ne sont donc pas pertinents pour juger du caractère équitable du prix proposé.



Le **8 décembre 2025** (①) la SPD, holding de la famille Barrière, annonce l'acquisition de la participation de 25,94 % détenue par Casinvest au prix ferme de 1 897 € par action ainsi que la fusion de SIEHM dans SFCMC suivie d'une Offre Publique de Retrait (OPR) assortie d'un retrait obligatoire dans le courant du S1 2026.

Le **21 janvier 2026** (②), CA de 176,9 m€ (+4,5 %) et un résultat net de 28,5 m€ (+25 %). Intégration de Latanier Expériences à 100 % depuis le 3 novembre 2025.

Le **25 mars 2026** (③), l'Assemblée générale ordinaire des actionnaires de la SFCMC se réunit pour entériner les comptes. Dans le prolongement de cette AG et à l'approche de la finalisation de l'OPR, le titre enregistre une dernière accélération fulgurante avec des pics de volume massifs.

Le **28 mai 2026** (④), La Société de Participation Deauvillaise (SPD) annonce sa décision d'augmenter à 2 700 € le prix du projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur les actions de la Société Fermière du Casino Municipal de Cannes (SFCMC), annoncé le 8 décembre 2025. Ce rehaussement intervient à la suite d'échanges approfondis entre SPD, SFCMC, leurs conseils et l'expert indépendant chargé d'attester du caractère équitable du prix.

Le **30 juin 2026** (⑤), l'Assemblée Générale Extraordinaire de la SFCMC se réunit et vote définitivement la fusion par absorption de la SIEHM.

4.3.3 Actualisation des flux de dividendes

Deux méthodes reposant exclusivement sur le dividende peuvent être envisagées. La première détermine la valeur d'une société par capitalisation du dividende (méthode du rendement) ; la seconde se fonde sur l'actualisation des dividendes prévisionnels (méthode DDM).

La méthode du rendement revient à appliquer au dividende l'inverse d'un taux de rendement de marché. Elle suppose (i) que l'historique du dividende présente un certain pouvoir prédictif quant aux capacités bénéficiaires futures de la société et (ii) une certaine homogénéité des taux de distribution au sein des sociétés comparables retenues.

La méthode de l'actualisation des dividendes, qui appréhende directement les flux revenant à l'actionnaire, repose sur une logique actuarielle proche de celle de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF). Sa principale limite tient toutefois à la nécessité de retenir une hypothèse de calendrier de distribution des flux disponibles pour l'actionnaire, difficile à justifier à un horizon plutôt qu'à un autre lorsque la politique de distribution de la société n'est pas établie.

Au cas d'espèce, SFCMC n'a pas distribué de dividende au titre des deux derniers exercices, les assemblées générales des 26 mars 2024 et 25 mars 2025 ayant décidé de ne pas procéder à une distribution au titre des exercices clos respectivement les 31 octobre 2023 et 31 octobre 2024 (cf. note 7.2 des comptes consolidés). Sa politique de distribution n'est donc ni régulière, ni représentative de sa capacité bénéficiaire. Le besoin de financer des montants significatifs de travaux de rénovation, auxquels est notamment affectée la trésorerie disponible du Groupe, pèse en outre sur la capacité distributive à court et moyen terme.

Dans ces conditions, les méthodes fondées sur le dividende apparaissent inopérantes. Nous leur avons préféré l'approche par les flux de trésorerie actualisés, détaillée ci-après, qui appréhende l'ensemble des flux susceptibles de revenir à l'actionnaire, y compris ceux temporairement réinvestis dans la montée en gamme des actifs, sans requérir d'hypothèse arbitraire sur leur calendrier de distribution, et rend ainsi mieux compte de la création de valeur à moyen et long terme.

4.3.4 Référence à l'opération « Fimalac »

Au cours de l'été 2023, le groupe Fimalac, holding de M. Marc Ladreit de Lacharrière et partenaire de la famille Desseigne-Barrière depuis 2011, s'est désengagé de la galaxie Barrière. Ce désengagement a comporté deux volets : d'une part, la cession à la famille Desseigne-Barrière, via la SPD, de la participation de 40 % détenue par Fimalac dans Groupe Lucien Barrière, pour un montant d'environ 325 m€ (réalisée le 28 juillet 2023) ; d'autre part, la cession de la participation de 10 % que Fimalac détenait, par l'intermédiaire de la société FHC, dans le capital de la Société.

La cession de la participation détenue dans la Société a été réalisée sous la forme d'un rachat par la Société de ses propres actions, suivi de leur annulation. Aux termes de l'accord conclu le 21 juillet 2023 (annoncé le 28 juin 2023), le prix de rachat a été fixé à 1 400 € par action. Ce prix faisait ressortir une décote de 17,2 % par rapport au cours de

clôture du 23 juin 2023 et au cours moyen pondéré par les volumes (VWAP) du dernier mois, et des décotes de 15,5 %, 11,6 % et 5,0 % par rapport aux VWAP des trois, six et douze derniers mois. L'assemblée générale mixte du 4 octobre 2023 a autorisé la mise en œuvre du programme de rachat (portant sur 10 % du capital, prix unitaire maximum de 1 760 €) ainsi que l'annulation des actions rachetées. Le conseil d'administration du 5 octobre 2023 a en conséquence procédé au rachat des 17 518 actions détenues par FHC, soit un montant total de 24 525 200 €, puis à leur annulation. À l'issue de l'opération, le capital de la Société a été ramené à 157 664 actions et FHC n'en détenait plus aucun titre.

Cette opération porte sur les actions de la Société elle-même et procède d'un prix négocié entre parties informées ; elle constitue à ce titre un point d'observation utile. Sa portée comme référence d'évaluation dans le cadre de l'Offre demeure toutefois limitée, pour plusieurs raisons. En premier lieu, elle est ancienne au regard de la date d'évaluation et antérieure à des événements déterminants pour la valeur de la Société : l'engagement du programme de rénovation et de montée en gamme de l'hôtel Majestic et la fusion-absorption de SIEHM notamment.

En deuxième lieu, le prix a été arrêté en intégrant une décote explicite (17,2 %) par rapport à un cours de bourse lui-même peu significatif en raison de l'étroitesse du flottant, et dans le cadre spécifique du désengagement de Fimalac, ce qui en limite la représentativité comme valeur de marché.

En dernier lieu, le prix de 1 400 € par action ressort sensiblement inférieur à la référence de transaction la plus récente sur le capital de la Société (acquisition de la participation Casinvest à 1 897 € par action en décembre 2025, cf. §4.5.1), l'écart reflétant à la fois l'intervalle de près de deux ans et demi, la réévaluation des perspectives du Groupe et la décote négociée propre à l'opération de 2023.

En conséquence, nous ne retenons pas l'opération Fimalac de 2023 comme référence pour l'appréciation du prix proposé aux actionnaires minoritaires et ne la mentionnons qu'à titre d'information.

Par ailleurs, deux travaux de valorisation antérieurs portant sur SFCMC et réalisés dans le contexte de l'opération Fimalac ont été portés à notre connaissance : les éléments préliminaires préparés par Rothschild & Cie en janvier 2023, dans une optique stratégique et majoritaire préparée à l'attention exclusive de SPD, et les travaux réalisés par Lazard en juin 2023 dans le cadre de l'opération Fimalac, en continuité d'exploitation.

Nous avons eu accès à ces deux rapports et vérifié que les valeurs qui en ressortent demeurent globalement cohérentes avec les conclusions de nos propres travaux, une fois ramenées à des paramètres homogènes. L'approche DCF de Rothschild & Cie repose ainsi sur un taux d'actualisation de 7,7 % ; porté à un niveau comparable au nôtre (de l'ordre de 9 %), il réduit l'écart de valeur à un niveau peu significatif. Les travaux de Lazard reposaient pour leur part sur une enveloppe de rénovation du Majestic nettement inférieure à celle estimée aujourd'hui par le Groupe, dont la prise en compte réduit d'autant la valeur qui en ressort.

Compte tenu de leur ancienneté, de leur finalité propre et des restrictions d'utilisation qui s'y attachent, ces travaux ne sont pas intégrés à notre faisceau de méthodes et références retenues et ne sont mentionnés qu'à titre d'information.

4.3.5 Multiples de sociétés cotées comparables

Les méthodes analogiques permettent d'évaluer une société en appliquant à ses agrégats financiers des multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables (comparables boursiers) ou ressortant de transactions récentes portant sur des entités comparables (comparables transactionnels). Les multiples transactionnels sont mobilisés dans le cadre de l'approche par somme des parties exposée au § 4.4. La présente section porte sur l'approche par les comparables boursiers, appliquée au niveau consolidé de la Société.

4.3.5.1 Approche méthodologique

L'échantillon retenu, dont la constitution est détaillée en annexe 8.4.1, réunit quatorze sociétés cotées des secteurs hôtelier et casinotier. Nous avons retenu les multiples de valeur d'entreprise rapportée au chiffre d'affaires (VE/CA)

et à l'EBITDA après loyers (VE/EBITDAaL), par homogénéité avec le traitement de la norme IFRS 16 dans les autres approches. Les multiples ont été appréciés en médiane et en moyenne hors valeurs extrêmes.

Deux considérations conduisent à ne pas retenir cette approche pour la formation de notre opinion :

- En premier lieu, la Société présente un caractère unique. Elle combine, au sein d'un même ensemble intégré, l'exploitation d'un casino soumis au régime français des jeux, une hôtellerie de palace et un patrimoine immobilier d'exception. Aucune société cotée ne reproduit ce profil : les comparables retenus n'en partagent qu'une partie des dimensions (cf. annexe 8.4.1). L'échantillon retient donc des sociétés qui offrent au moins une des caractéristiques de SFCMC (taille, positionnement, emplacement, activité...) mais aucune d'entre elles ne présente un niveau de comparabilité suffisant pour la retenir seule. Il en résulte une dispersion élevée des multiples observés (de 2,4x à 18,1x pour le seul VE/EBITDAaL 2025) qui affaiblit la robustesse de toute valeur centrale.
- En second lieu, et de manière déterminante, l'effet du programme de rénovation et de montée en gamme du Majestic ne peut être appréhendé de manière pertinente par des multiples de marché. Ce programme emporte une réduction marquée de l'activité durant la phase de travaux : le chiffre d'affaires évolue d'environ 171 m€ en 2029 à un point bas de 94 m€ en 2030, l'EBITDAaL devient transitoirement négatif en 2030 et 2031, avant une montée en puissance des agrégats à compter de 2032 (EBITDAaL de l'ordre de 66 m€ en 2035). Or les multiples boursiers sont établis à partir de sociétés en régime de croisière : appliqués aux agrégats courants antérieurs aux travaux, ils ignoreraient la transformation de l'actif et la création de valeur attendue ; appliqués aux agrégats de la phase de travaux, ils ressortent non significatifs. Cette trajectoire en creux puis en rebond est, par nature, étrangère à la logique d'un multiple de marché.

Afin que la méthode puisse néanmoins intégrer les agrégats postérieurs aux travaux, nous avons prolongé les multiples au-delà de l'horizon couvert par le consensus de marché et jusqu'en 2035, en les extrapolant à l'aide du taux d'actualisation (CMPC) et du taux de croissance à l'infini retenus dans le cadre du DCF, la décroissance des multiples *forward* reflétant ainsi la logique actuarielle du modèle d'actualisation. Une décote de 7,2 % a par ailleurs été appliquée aux multiples bruts afin de refléter l'écart, défavorable à la Société, entre son couple [CMPC ; croissance à l'infini], soit [8,9 % ; 1,8 %], et celui estimé pour l'échantillon, soit [8,7 % ; 2,0 %].

4.3.5.2 Limites de l'approche mise en œuvre

Cette extrapolation n'est pas observable sur le marché et sa pertinence ne peut être démontrée, et ce à double titre :

- D'une part, en prolongeant les multiples au moyen du CMPC et du taux de croissance issus du DCF, elle revient pour partie à réintroduire, dans une méthode analogique un mécanisme déjà mis en œuvre dans le cadre de l'approche intrinsèque.
- D'autre part, l'application des multiples à chacun des exercices de l'horizon, puis la lecture d'une valeur centrale au sein de la fourchette ainsi obtenue, ne constituent pas une estimation unique et cohérente de la valeur, chaque exercice correspondant à une configuration économique distincte de la Société : exploitation antérieure aux travaux, phase de chantier (dont l'EBITDAaL négatif rend les multiples non significatifs), puis exploitation rénovée en régime stabilisé. De ce fait, la fourchette juxtapose des scénarios qui s'excluent mutuellement plutôt qu'elle ne mesure une dispersion autour d'une valeur.

4.3.5.3 Synthèse des multiples observés

La méthode s'appuie sur les multiples suivants, issus de données boursières arrêtées au 30 juin 2026 et des agrégats publiés s'agissant du dernier exercice ou prévisionnels issus du consensus des analystes financier suivant la valeur pour les exercices suivant, calendarisés à fin octobre compte tenu de la date de fin d'exercice de SFCMC.

Les EBITDA retenus ont été retraités, lorsque l'information disponible le permettait, des effets de la norme IFRS 16.

Société	CA					EBITDAaI				
	2025	2026	2027	2028	2029	2025	2026	2027	2028	2029
Bains de mer	3.5 x	n.a.	n.a.	n.a.	0.0 x	16.7 x	n.a.	n.a.	n.a.	0.0 x
Groupe Partouche SA	0.6 x	0.6 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Les Hotels Baverez SA	5.5 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	29.3 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Melia Hotels International SA	1.6 x	1.5 x	1.5 x	1.4 x	1.4 x	9.2 x	9.1 x	8.7 x	8.3 x	7.9 x
Hongkong and Shanghai Hotels Ltd	2.3 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	13.1 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Valamar Riviera dd	3.4 x	3.0 x	2.6 x	2.3 x	2.1 x	12.6 x	11.3 x	9.9 x	8.7 x	7.8 x
Melco Resorts & Entertainment Ltd	1.5 x	1.5 x	1.4 x	1.4 x	1.3 x	6.8 x	6.1 x	5.7 x	5.3 x	5.0 x
Accor SA	1.9 x	1.8 x	1.7 x	1.6 x	1.5 x	10.2 x	9.6 x	8.7 x	8.0 x	7.4 x
Las Vegas Sands Corp	3.8 x	3.5 x	3.4 x	3.2 x	3.0 x	10.7 x	9.6 x	9.0 x	8.7 x	8.3 x
PPHE Hotel Group Ltd	3.8 x	3.8 x	3.6 x	3.6 x	n.a.	14.7 x	14.0 x	12.8 x	12.3 x	n.a.
Shangri-La Asia Ltd	2.1 x	2.1 x	2.0 x	2.0 x	n.a.	11.7 x	10.9 x	10.4 x	9.7 x	n.a.
Pandox AB	9.4 x	8.4 x	8.0 x	8.4 x	7.7 x	17.1 x	13.3 x	12.3 x	12.0 x	n.a.
Genting Singapore Ltd	1.8 x	1.9 x	1.8 x	1.7 x	1.6 x	5.3 x	5.9 x	5.4 x	5.2 x	4.3 x
Wynn Resorts Ltd	2.4 x	2.4 x	2.3 x	2.2 x	1.8 x	9.7 x	8.5 x	7.8 x	7.3 x	5.6 x
Médiane	2.3 x	2.1 x	2.2 x	2.1 x	1.6 x	11.7 x	9.6 x	8.9 x	8.5 x	6.5 x
Moyenne	3.1 x	2.8 x	2.8 x	2.8 x	2.3 x	12.8 x	9.8 x	9.1 x	8.6 x	5.8 x
Moyenne hors extrêmes	2.8 x	2.4 x	2.4 x	2.3 x	1.8 x	12.0 x	9.8 x	9.1 x	8.5 x	6.3 x
1er quartile	1.9 x	1.7 x	1.7 x	1.6 x	1.4 x	9.7 x	8.6 x	8.0 x	7.5 x	4.8 x
3ème quartile	3.8 x	3.2 x	3.2 x	3.0 x	2.3 x	13.5 x	11.2 x	10.3 x	9.5 x	7.8 x

Note méthodologique : Nous avons écarté les multiples de résultat d'exploitation (VE/EBIT) celui-ci supportant une charge d'amortissement dont le poids dépend du mode de détention de l'immobilier (dotations sur les murs détenus en propre, ou amortissement des droits d'utilisation constaté sous IFRS 16 sur des actifs pris à bail, et de l'ancienneté du parc) et non de la seule performance opérationnelle, de sorte qu'un tel multiple est d'autant plus élevé que le REX des comparables est minoré par ces amortissements. Le transposer à SFCMC, société *asset-heavy* dont le parc immobilier est détenu en propre et largement amorti et dont l'EBIT est en conséquence peu affecté par l'amortissement, conduirait à surévaluer la Société. Nous lui préférons le multiple d'EBITDAaI, rétabli avant tout traitement des contrats de location et donc homogène quel que soit le mode de détention immobilière.

4.3.5.4 Résultats présentés de l'approche

L'application des multiples relevés supra et leur extrapolation jusqu'en 2035 abouti aux résultats suivants :

SFCMC m€	CA										
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Agrégats	161	170	173	172	171	94	96	170	196	212	218
Multiples médians											
Multiple brut	2.3 x	2.1 x	2.2 x	2.1 x	1.9 x	1.8 x	1.6 x	1.5 x	1.4 x	1.3 x	1.2 x
Décote de multiples	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%
Multiple net	2.2 x	2.0 x	2.0 x	1.9 x	1.8 x	1.6 x	1.5 x	1.4 x	1.3 x	1.2 x	1.1 x
VE	353	334	350	333	305	n.s.	n.s.	n.s.	251	249	236
Multiples moyens (hors extrêmes)											
Multiple brut	2.8 x	2.4 x	2.4 x	2.3 x	2.1 x	1.9 x	1.7 x	1.6 x	1.5 x	1.3 x	1.2 x
Décote de multiples	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%
Multiple net	2.6 x	2.2 x	2.2 x	2.1 x	1.9 x	1.8 x	1.6 x	1.5 x	1.4 x	1.3 x	1.2 x
VE	421	379	382	363	331	n.s.	n.s.	n.s.	270	267	253

En bleu, extrapolation BM&A

SFCMC m€	EBITDA										
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Agrégats	53	53	52	51	49	(4)	(4)	44	56	63	66
Multiples médians											
Multiple brut	11.7 x	9.6 x	8.9 x	8.5 x	7.8 x	7.2 x	6.6 x	6.0 x	5.5 x	5.1 x	4.7 x
Décote de multiples	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%
Multiple net	10.9 x	9.0 x	8.3 x	8.0 x	7.3 x	6.7 x	6.2 x	5.7 x	5.2 x	4.8 x	4.4 x
VE	585	479	434	405	359	n.s.	n.s.	n.s.	289	301	289
Multiples moyens (hors extrêmes)											
Multiple brut	12.0 x	9.8 x	9.1 x	8.5 x	7.8 x	7.2 x	6.6 x	6.0 x	5.5 x	5.1 x	4.7 x
Décote de multiples	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%	(6.2)%
Multiple net	11.3 x	9.2 x	8.5 x	8.0 x	7.3 x	6.7 x	6.2 x	5.7 x	5.2 x	4.8 x	4.4 x
VE	603	489	443	406	360	n.s.	n.s.	n.s.	290	301	290

En bleu, extrapolation BM&A

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres tient compte de la position financière nette ajustée des capex techniques (-6,8 m€), des autres éléments (-0,3 m€) et de la valeur présente du financement de

la montée en gamme (-110 m€)¹⁴. Sur la base d'un nombre d'actions de 162 651, les valeurs obtenues s'établissent comme suit :

Valeur des capitaux propres (m€)	VE/CA (2025-2035)			VE/EBITDAal (2025-2035)		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
Multiplés médians	236	295	353	289	437	585
Multiplés moyens (hors extrêmes)	253	337	421	290	446	603
Valeur d'entreprise retenue	236	329	421	289	446	603
Position financière nette	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)
Autres éléments	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Capex de montée en gamme	(110)	(110)	(110)	(110)	(110)	(110)
Valeur des capitaux propres	119	212	305	172	329	486
Nombre d'actions (dilué)	162 651	162 651	162 651	162 651	162 651	162 651
Valeur en € par action	734 €	1 303 €	1 873 €	1 060 €	2 024 €	2 988 €

L'approche aboutit à une valeur par action comprise entre 734 € et 2 988 € selon le multiple et l'exercice retenus, fourchette trop large pour fonder une estimation précise et qui n'est, pour cette raison et en l'absence de réel comparable, pas retenue dans notre appréciation de l'équité du prix proposé.

4.3.6 Somme des parties : Approche basée sur des multiples transactionnels

Cette approche procède de la même logique de somme des parties que celle exposée au § 4.4 infra : elle dissocie la valeur des murs (« PropCo ») de celle de l'exploitation (« OpCo ») et en déduit la valeur des capitaux propres par application des mêmes éléments de passage. Elle ne s'en distingue que par le mode d'estimation de la valeur des murs. Là où le § 4.4 retient les valeurs vénales issues des travaux de l'expert immobilier, la présente approche estime cette valeur par application de multiples de prix par clé (ou par chambre) ressortant de transactions récentes portant sur des actifs hôteliers comparables.

En conséquence, la valorisation de l'OpCo (flux d'exploitation actualisés nets du loyer de marché), le traitement de l'impôt latent sur les plus-values, la neutralisation des dépenses de montée en gamme, ainsi que l'ensemble des retraitements de passage à la valeur des capitaux propres (bridge valeur d'entreprise / valeur des capitaux propres, réintégration des impôts différés passifs, frais de cession et remboursement de l'abattement de l'article 34), sont en tous points identiques à ceux décrits au § 4.4, auquel nous renvoyons. Ils ne sont pas repris ci-après.

Présentée à titre indicatif uniquement, cette approche a pour seul objet d'apporter un recoupement de marché aux expertises de valeur vénale. Sa contribution à notre appréciation demeure toutefois limitée par les nombreux biais qui affectent l'échantillon transactionnel mobilisé, détaillés en annexe 8.3 et rappelés ci-après.

4.3.6.1 Biais affectant l'échantillon de comparables transactionnels

L'estimation de la valeur d'un actif hôtelier par un multiple de prix par clé se heurte à la très forte hétérogénéité des transactions disponibles, qui prive cette méthode de la robustesse nécessaire à la formation d'une opinion. Les principaux biais, exposés en détail en annexe 8.3, tiennent à :

- **la catégorie de l'hôtel** : si le passage de 4★ à 5★ exerce un effet haussier sur le prix par clé, ce facteur n'est ni suffisant ni déterministe (plusieurs transactions 4★ se situent dans la fourchette de prix des actifs 5★) et ne permet pas, à lui seul, d'expliquer les niveaux observés ;
- **Le nombre de clés** : Les prix à la clé sont en général inversement corrélés au nombre de clés. Dit autrement les transactions portant sur de très grands hôtels embarquent une « économie d'échelle » qui vient diminuer le prix à la clé. Ce biais vient donc invalider, au cas d'espèce, les références de transactions qui portent sur de petits hôtels, l'utilisation de telles références ayant tendance à surévaluer les résultats.
- **la localisation** : facteur est déterminant mais insuffisant, la localisation recouvre des réalités très hétérogènes, y compris au sein d'une même zone, deux actifs distants de quelques centaines de mètres pouvant présenter des prix par clé dans un rapport supérieur à deux ;

¹⁴ Dépenses d'investissement de montée en gamme, intégrées dans les flux dans les autres méthodes (patrimoniale et DCF).

- **la structure de la transaction** : l'échantillon mêle des cessions de murs seuls (PropCo) et des cessions intégrées murs + exploitation (PropCo+OpCo), dont les prix moyens ne sont pas comparables et recouvrent des périmètres économiques distincts, sans que l'information disponible permette systématiquement de les retraiter ;
- **l'état des locaux** : la dispersion des états (d'anciens à restructurés) introduit dans les prix par clé une anticipation implicite de dépenses d'investissement futures, qui rend leur application directe peu pertinente sans ajustement ;
- **présence/exploitation de boutiques** : Compte tenu de l'information disponible, il ne nous a pas été possible de déterminer si les prix à la clé observés tenaient compte pour tout ou partie de l'exploitation de boutiques ;
- **la période d'observation** : les transactions retenues s'échelonnent de fin 2022 à mi-2026, le début de la période s'inscrit donc dans un contexte de sortie de crise sanitaire marqué par le rattrapage d'exercices sous-performés.

4.3.6.2 Sélection des échantillons de transactions comparables

Les limites de l'approche transactionnelle nous ont conduits à constituer deux échantillons distincts, calibrés sur chacun des deux actifs. Le Majestic et le Gray d'Albion diffèrent en effet sensiblement par leur standing, leur positionnement commercial, leur capacité, l'état de leurs locaux et leurs perspectives de repositionnement.

S'agissant du Majestic, l'échantillon réunit cinq cessions d'actifs 4★/5★ sur des marchés premium avec une saisonnalité de l'activité comparable, principalement azuréens : l'Hôtel La Pérouse (Nice), Le YACA (Saint-Tropez), le Riviera Porte de Monaco (Cap-d'Ail), le Penha Longa Resort (Lisbonne) et le Five Seas (Cannes). Les prix par chambre s'échelonnent de 457 k€ à 1 132 k€ (médiane de 1 000 k€, moyenne de 863 k€) fourchette assez large pour signaler, à elle seule, qu'aucun multiple ne s'applique directement.

Deux biais opposés l'expliquent : (i) les références les plus proches en positionnement, La Pérouse, Le YACA et le Five Seas, sont de très petits actifs (45 à 53 clés) : leur prix par chambre est mécaniquement élevé et ne se transpose pas à un hôtel de 308 clés post-rénovation, où l'effet d'échelle joue en sens inverse ; (ii), à l'opposé, les deux actifs de plus grande taille, Riviera Porte de Monaco (457 k€) et Penha Longa (686 k€), ressortent nettement moins chers, mais parce qu'ils sont en repositionnement (*value-add*), amplifié par une différence de catégorie pour le Riviera et un biais de localisation pour le Penha Longa. Aucun des deux sous-ensembles ne fournit donc de référence transposable sans retraitement substantiel.

S'agissant du Gray d'Albion, l'échantillon réunit cinq hôtels 4★ à Cannes ou sur des marchés régionaux comparables : Le 1932 (Juan-les-Pins), le Splendid (Cannes), le Pullman Cannes Mandelieu, le Mercure Nice et le Luxotel Cannes. Les prix par chambre vont de 200 k€ à 500 k€ (médiane de 282 k€, moyenne de 342 k€). Pondérée par le nombre de clés, la moyenne revient à 298 k€, les actifs de plus grande capacité tirant la mesure vers le bas. Les références cannoises sont les plus pertinentes, mais leur dispersion reste forte : le Splendid ressort à 484 k€ par chambre (périmètre PropCo), le Luxotel à 200 k€ dans un contexte de repositionnement, soit un rapport de 1 à 2,4 entre deux actifs d'une même ville. Les transactions régionales de plus grande capacité (Pullman Cannes Mandelieu, Mercure Nice) s'inscrivent plus bas, entre 242 k€ et 282 k€, sous l'effet d'un positionnement moins central et d'un état plus ancien. Le 1932, restructuré et de petite taille, marque à l'inverse la borne haute (500 k€) d'un 4★ régional rénové.

Date	Nom	Classement (*)	Lieu	# de clés	Prix (m€)	Prix à la chambre (k€)	OpCo/PropCo	Etat des locaux
09/01/2026	Hôtel La Pérouse	4	Nice	53	60	1 132	PropCo	Restructuré
02/12/2024	Le YACA	5	Saint-Tropez	48	50	1 042	PropCo	Rénové en 2017
07/03/2025	Riviera Porte de Monaco	4	Cap-d'Ail	186	85	457	PropCo+OpCo	En repositionnement
25/03/2026	Penha Longa Resort	5	Lisbonne	204	140	686	PropCo	Value-add
09/09/2024	Hotel Five Seas	5	Cannes	45	45	1 000	PropCo	Restructuré
01/06/2026	Le 1932 Hôtel	4	Juan-Les-Pins	64	32	500	PropCo+OpCo	Restructuré
31/01/2023	Splendid Hotel	4	Cannes	62	30	484	PropCo	ancien
07/03/2023	Pullman Cannes Mandelieu	4	Mandelieu-La-Napoule	213	60	282	PropCo+OpCo	Ancien, value add
17/07/2025	Hotel Mercure Nice	4	Nice	198	48	242	PropCo+OpCo	En repositionnement
21/08/2025	Luxotel Cannes Hôtel	4	Cannes	100	20	200	PropCo	En repositionnement
Outliers :								
17/07/2025	Hotel Cap Estel	5	Èze	20	205	10 250	PropCo+OpCo	Restructuré
25/03/2026	Garden Beach Hôtel	5	Antibes	177	35	198	PropCo	Friche hôtelière
Quartile 1				55	35	326		
Médiane				82	49	492		
Moyenne				117	57	602		
Quartile 3				195	60	922		

Comparables Majestic
Comparables Gray d'Albion

4.3.6.3 Mise en œuvre et résultats

Les multiples de prix par clé issus de l'échantillon ainsi retenu ont été appliqués aux capacités des actifs immobiliers de SFCMC, l'Hôtel Majestic et l'Hôtel Gray d'Albion, après prise en compte de leur positionnement tarifaire respectif (cf. tableau supra, transactions en bleu pour le Majestic et transactions en rouge pour le Gray d'Albion) :

SFCMC		# étoiles	# de clés	Prix / clé (en k€)			
Valeur des hôtels - Echantillon Cote d'Azur	m€			Q1	Médiane	Moyenne	Q3
Hôtel Majestic		5/Palace	308	686	1 000	863	1 042
Gray d'Albion		4	200	242	282	342	484

La valeur de l'OpCo et le passage à la valeur des capitaux propres sont déterminés selon les modalités décrites au §4.4.2.

SFCMC		Echantillon Cote d'Azur (PropCo)		
Sommes de parties "transactionnelle"	m€	F.basse	Moyenne	F.haute
Hôtel Majestic		211,4	265,9	320,8
Boutiques Majestic		170,2	170,2	170,2
Gray d'Albion		48,5	68,3	96,8
Hôtel Barrière Saint Barthélemy (VNC)		51,1	51,1	51,1
Valeur totale brute des actifs (PropCo)		481,1	555,5	638,9
Valeur comptable des actifs d'exploitation		360,2	360,2	360,2
Plus-value		120,9	195,3	278,7
Impôt sur la plus value		(31,2)	(50,4)	(72,0)
Valeur totale nette des actifs (PropCo)		449,9	505,1	566,9
Valeur DCF des actifs		279,0	353,1	431,8
Taux de capitalisation agrégé		4,8 %	4,9 %	4,9 %
Loyer de marché annuel estimé		(23,3)	(27,0)	(31,2)
Loyer de marché annuel estimé, net d'IS		(17,3)	(20,0)	(23,1)
CMPC DCF		8,9%	8,9%	8,9%
Taux de croissance du loyer		1,8%	1,8%	1,8%
Ajustement valeur DCF		(246,5)	(285,8)	(329,9)
Valeur estimée de l'OpCo		32,5	67,4	101,9
Valeur d'entreprise		482,4	572,4	668,8
Bridge Ev-Eq		(7,0)	(7,0)	(7,0)
Réintégration des IDP		(61,0)	(61,0)	(61,0)
Frais (3%)		(15,4)	(18,7)	(22,2)
"Clawback" Art. 34 ⁽¹⁾		(40,9)	(40,9)	(40,9)
Valeur des capitaux propres		358,0	444,8	537,6
Nombre d'actions		162 651	162 651	162 651
Valeur par action		2 201,2	2 734,8	3 305,3

(1) Remboursement des déductions déjà réalisées sur le PBJ sur les 15 dernières années, nettes de l'économie d'IS correspondante et annulation de la valeur des déductions art.34 générée par les travaux de rénovation et prises en compte dans le Bridge.

Note méthodologique : Comme rappelé supra, il ne nous a pas été possible de vérifier si les prix à la clé annoncé venaient aussi couvrir l'exploitation de boutiques. Nous avons donc retenu l'hypothèse la plus volontariste en

valorisant celles exploitées par le Majestic à 100 % de leur valeur d'expertise et donc avec un risque de double comptage de cette valeur.

L'approche aboutit à une valeur par action comprise entre environ 2 257 € et 3 250 € (valeur centrale 2 735 €). Compte tenu des nombreux biais rappelés supra et de la taille réduite des échantillons disponibles, cette approche ne peut pas être retenue pour la formation de notre opinion sur l'équité du prix proposé.

4.4 Méthode présentée à titre secondaire : Somme des parties basée sur des valeurs vénales issues des travaux d'expertise

Le Groupe SFCMC se caractérise par la détention d'un patrimoine immobilier hôtelier d'exception, situé sur la Croisette à Cannes (Hôtel Majestic et ses boutiques, Hôtel Gray d'Albion) ainsi qu'à Saint-Barthélemy (Fouquet's Saint-Barth et Normandie). La valeur de ces actifs, en raison de leur rareté foncière et de leur emplacement, n'est pas intégralement reflétée par les seuls flux d'exploitation. En conséquence, nous avons mis en œuvre une approche par la somme des parties, de nature patrimoniale, distinguant la valeur des murs (« PropCo ») de la valeur de l'exploitation (« OpCo »).

Cette approche s'appuie sur les travaux d'un expert judiciaire spécialisé dans l'immobilier, mandaté dans le cadre de la présente opération pour estimer la valeur vénale des principaux actifs détenus par le Groupe ainsi que les loyers de marché correspondants. Elle vise à apprécier la valeur du Groupe dans une logique de réalisation patrimoniale : c'est-à-dire la valeur qui pourrait être restituée aux actionnaires en cas de séparation de la propriété des murs et de l'exploitation hôtelière, selon un schéma s'apparentant à une cession-bail (« *sale and lease-back* »). À ce titre, elle se distingue de l'approche par les flux de trésorerie actualisés, qui appréhende la valeur d'usage de l'ensemble exploité. Nous tenons toutefois à préciser qu'aucun scénario de ce type n'est envisagé à ce jour par le management ; ainsi, tout gain en termes de valeur induit par un montage de ce type doit donc être considéré comme théorique.

4.4.1 Méthodologie

L'approche repose sur la décomposition de la valeur d'entreprise du Groupe en deux composantes complémentaires :

- la valeur des murs (PropCo) correspond à la valeur vénale de l'ensemble immobilier et diminuée de l'impôt latent grevant les plus-values qui seraient dégagées en cas de cession ;
- la valeur de l'exploitation (OpCo) correspond à la valeur actualisée des flux d'exploitation générés par l'activité hôtelière et casinotière, diminuée de la valeur actualisée des loyers de marché que l'exploitant verserait au propriétaire des murs dans l'hypothèse d'une dissociation propriété/exploitation.

La valeur d'entreprise du Groupe est obtenue par sommation de ces deux composantes. La valeur des capitaux propres en est déduite par application des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres (« bridge »).

L'activité du Casino Croisette ainsi que celle des plages du Majestic et du Gray d'Albion étant exercées dans le cadre de concessions (et non d'actifs détenus en propre), leur valeur est captée au sein de l'OpCo et non de la PropCo.

Les flux d'exploitation actualisés intègrent l'impact de la rénovation de montée en gamme de l'Hôtel Majestic, les dépenses d'investissement correspondantes étant comprises dans les flux du modèle (cf. §4.5.2).

4.4.2 Valeurs retenues pour les actifs détenus

Les valeurs vénale retenues pour les actifs immobiliers détenus par le Groupe, telles qu'issues des travaux de l'expert immobilier, sont les suivantes :

SFCMC	
Valeur des actifs m€	Expertises immo.
Hôtel Majestic	284.0
Boutiques hôtel Majestic	170.2
Gray d'Albion	64.0
Hôtel Barrière Saint Barthélemy + Normandy	51.1
Valeur totale des murs (Propco)⁽¹⁾	569.3

(1) Le Casino croisette ainsi que les plages du Majestic et du Gray d'Albion étant exploités en concession, nous avons intégré leur valeur dans l'opco.

NB : Les valeurs vénale immobilières retenues dans nos travaux sur la base des expertises établies en juin 2026 ressortent supérieures à celles apparaissant dans les rapports Duff & Phelps REAG du 31 octobre 2017 pour le Majestic et du 2 juillet 2019 pour le Gray d'Albion, ces dernières ayant été établies dans un contexte comptable de vérification patrimoniale / tests de dépréciation IAS 36.

Cet écart s'explique notamment par l'ancienneté des rapports historiques, l'évolution du marché hôtelier de luxe cannois et le fait que les valeurs retenues dans le présent rapport visent à apprécier la valeur vénale actuelle des actifs dans le cadre de l'Offre.

Notes méthodologiques : Compte tenu du caractère relativement récent de son acquisition, Fouquet's Saint-Barth ainsi que le Normandie sont retenus à leur valeur nette comptable consolidée (51,1 m€ dans les comptes consolidés publiés par le Groupe, cf. § 3.3.2.2), en l'absence d'expertise de valeur vénale spécifique.

4.4.3 Retraitements retenus dans la mise en œuvre de l'approche

La mise en œuvre de l'approche conduit à pratiquer une série de retraitements, destinés à passer de la valeur brute des actifs à la valeur des capitaux propres du Groupe.

4.4.3.1 Impôt latent sur les plus-values (PropCo)

La valeur vénale des murs étant supérieure à la valeur comptable des actifs d'exploitation (360,2 m€), la cession des actifs dégagerait une plus-value latente, génératrice d'un impôt. Nous avons en conséquence déduit de la valeur brute des murs l'impôt sur la plus-value correspondante, déterminé par application du taux d'impôt sur les sociétés de droit commun à la plus-value latente :

SFCMC	
Somme des parties "patrimoniale" m€	Expertises immo.
Valeur totale des murs (Propco)⁽¹⁾	569.3
Valeur comptable des actifs d'exploitation à date	360.2
Plus-value	209.1
Impôt sur la plus value ⁽²⁾	(54.0)
Valeur totale nette des actifs (Propco)	515.3

(1) Le Casino croisette ainsi que les plages du Majestic et du Gray d'Albion étant exploités en concession, nous avons intégré leur

(2) L'hôtel Barrière Saint Barthélemy étant retenu à sa VNC, nous n'avons pas tenu compte du taux d'impôt sur la plus value de 35 % qui s'applique localement pour les actifs détenus depuis moins de 8 ans.

S'agissant de Fouquet's Saint-Barth, retenu à sa valeur nette comptable, nous n'avons pas appliqué le taux d'imposition local de 35 % sur les plus-values applicables aux actifs détenus depuis moins de huit ans, l'actif n'étant pas porteur de plus-value latente dans notre approche.

4.4.3.2 Loyer de marché et valorisation de l'OpCo

La valeur de l'OpCo est déterminée à partir de la valeur centrale des flux d'exploitation actualisés (353 m€, cf. §4.5.2), de laquelle est déduite la valeur actualisée des loyers de marché que l'exploitant verserait au propriétaire des murs.

Le loyer de marché annuel a été estimé par l'expert immobilier, actif par actif. Le taux de capitalisation agrégé qui en résulte, rapporté à la valeur vénale des murs, ressort à 4,86 %, cohérent avec les rendements observés sur des actifs immobiliers hôteliers de premier rang. Le total des loyers de marché après ajout d'un loyer estimé par nos soins¹⁵ pour Fouquet's Saint-Barth s'établit, à 28 m€ par an :

Le loyer de marché est retenu net de l'économie d'impôt sur les sociétés qu'il procure à l'exploitant, à l'exception des loyers afférents à Saint-Barthélemy, l'établissement n'étant pas assujéti à l'impôt sur les sociétés.

Le loyer de marché net d'IS est actualisé au coût moyen pondéré du capital retenu pour l'exploitation (8,9 %), assorti d'un taux de croissance à long terme de 1,8 %, soit un taux de capitalisation de 7,1 %. Cette actualisation conduit à un ajustement de la valeur de l'OpCo de -300 m€.

Le différentiel entre le taux de capitalisation retenu pour la valeur des murs (4,86 %) et le taux d'actualisation de la charge locative au sein de l'OpCo (7,1 %) traduit la segmentation du marché des capitaux : la valeur des murs reflète le rendement exigé par un investisseur immobilier de long terme sur un actif sécurisé et rare, tandis que la charge locative supportée par l'exploitant est appréciée au regard du risque propre à l'activité d'exploitation hôtelière et casinotière. Cette distinction, qui est inhérente à la logique de dissociation propriété/exploitation qui fonde l'approche, conduit toutefois à une asymétrie entre la valeur des loyers dans un contexte immobilier et celle de la charge correspondante dans un contexte d'exploitation. Cette asymétrie, qui a un impact positif mais théorique sur la valeur, se justifie selon nous par la différence de risque assumée de part et d'autre.

4.4.3.3 Traitement des dépenses d'investissement de montée en gamme

Les flux d'exploitation actualisés (353 m€) intègrent les dépenses d'investissement de montée en gamme liées à la rénovation de l'Hôtel Majestic, créatrices de valeur, pour un montant en valeur présente de 110,3 m€ (cf. §3.5.6 et annexe §8.2). Par simplification, nous avons considéré que ces investissements seront réalisés par le « locataire » et avons donc intégré leur coût et les bénéfices futurs associés à la valeur de « l'OpCo ».

SFCMC Somme des parties "patrimoniales" m€	Expertises immo.
Valeur DCF des actifs (valeur centrale)	353.1
Taux de capitalisation agrégé	4.9 %
Loyer de marché annuel estimé	(27.7)
Montant de loyer déductible de l'IS ⁽³⁾	6.6
Loyer de marché annuel estimé, net d'IS	(21.0)
CMPC DCF	8.9%
Taux de croissance du loyer	1.8%
Ajustement valeur DCF	(300.4)
Valeur estimée de l'Opco post rénovation	52.7

(3) hors loyers de Saint Barthélemy, compte tenu de l'absence d'IS pour un établissement stable

4.4.3.4 Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

La valeur d'entreprise, obtenue par sommation de la PropCo nette et de l'OpCo, est convertie en valeur des capitaux propres au moyen des retraitements suivants :

- **Bridge valeur d'entreprise / valeur des capitaux propres (cf. §4.2.2)** : il intègre notamment l'endettement financier net retraité des impôts différés passifs, les capex techniques et patrimoniaux reconnus en dette, la trésorerie disponible, les provisions et les autres éléments de passage. Les capex techniques correspondent aux travaux de gros œuvre et de remise à niveau structurelle qui ne créent pas de valeur

¹⁵ Estimé à partir de la valeur vénale retenue pour les murs et un taux de rendement de 4 %.

(rattrapage d'investissements de maintenance), à la différence des capex de montée en gamme, ils sont assimilés à une dette et déduits à ce titre.

- **Réintégration des impôts différés passifs** : neutralisation des IDP afin d'assurer la cohérence avec le traitement de l'impôt latent sur les plus-values.
- **Frais**: frais de cession, estimés à 3 % de la valeur des actifs.
- **Remboursement (« clawback ») de l'abattement article 34 m€**: cf. infra.

Remboursement de l'abattement article 34 de la loi de finances rectificative pour 1995

En sa qualité d'exploitant du casino, le Groupe a bénéficié, au titre des travaux d'investissement hôtelier agréés, de l'abattement supplémentaire prévu à l'article 34 de la loi n° 95-1347 du 30 décembre 1995, venant en diminution de l'assiette du prélèvement sur le produit brut des jeux.

Le bénéfice de cet abattement n'est définitivement acquis qu'à la condition que l'exploitant conserve la détention de l'établissement hôtelier (ou un lien capitalistique avec son propriétaire au sens du décret n° 97-663 du 29 mai 1997), tout en maintenant la destination hôtelière, pendant une durée de quinze ans à compter de l'achèvement des travaux. Or l'approche patrimoniale repose sur une dissociation de la propriété des murs et de l'exploitation, s'apparentant à une cession-bail. La cession des murs à un tiers rompant la condition de détention, elle déclenche le reversement des abattements rattachés à des travaux achevés depuis moins de quinze ans.

Nous avons en conséquence retenu, dans le scénario patrimonial, un remboursement de l'abattement article 34 à hauteur de 40,9 m€. Ce montant correspond au reversement des déductions pratiquées sur le prélèvement sur le produit brut des jeux au titre des quinze derniers exercices, net de l'économie d'impôt sur les sociétés corrélative, et intègre l'annulation de la valeur des déductions article 34 générées par les travaux de rénovation prise en compte dans le bridge. Il exclut Saint-Barthélemy, hors du champ d'application du dispositif.

4.4.4 Résultats de l'approche

La mise en œuvre de l'approche conduit aux valeurs des capitaux propres et aux valeurs par action suivantes :

SFCMC	Expertises immo.
Somme des parties "patrimoniale" m€	
Valeur totale des murs (Propco) ⁽¹⁾	569.3
Valeur comptable des actifs d'exploitation à date	360.2
Plus-value	209.1
Impôt sur la plus value	(54.0)
Valeur totale nette des actifs (Propco)	515.3
Valeur estimée de l'Opco post rénovation	52.7
Valeur d'entreprise	567.9
Bridge Ev-Eq	(7.0)
Réintégration des IDP	(61.0)
Frais (3%)	(18.7)
"Clawback " Art. 34 ⁽²⁾	(40.9)
Valeur des capitaux propres	440.4
Nombre d'actions	162 651
Valeur par action	2 707.4

(1) Le Casino croisette ainsi que les plages du Majestic et du Gray d'Albion étant exploités en concession, nous avons intégré leur

(2) Remboursement des déductions déjà réalisées sur le PBJ sur les 15 dernières années, nettes de l'économie d'IS correspondante et annulation de la valeur des déductions art.34 générée par les travaux de rénovation et prises en compte dans le Bridge.

L'approche par la somme des parties patrimoniale conduit ainsi à une valeur par action de 2 707 €.

Cette approche, de nature patrimoniale, appréhende la valeur de réalisation du patrimoine immobilier du Groupe dans une logique de dissociation de la propriété des murs et de l'exploitation. Elle ressort dans la fourchette haute de l'approche par les flux de trésorerie actualisés appliquée à l'ensemble exploité, l'écart traduisant la survaleur immobilière propre à des actifs d'exception non intégralement valorisée par les seuls flux d'exploitation.

Nous ne la présentons toutefois qu'à titre indicatif, et ce à un double titre. D'une part, l'écart entre le taux de capitalisation appliqué à la valeur des murs (4,86 %) et le taux d'actualisation de la charge locative au sein de l'OpCo (7,1 %) introduit, ainsi qu'exposé supra, une asymétrie dont l'effet sur la valeur est positif mais théorique. D'autre part, et de manière déterminante, la dissociation de la propriété des murs et de l'exploitation qui fonde cette approche, de type cession-bail, n'est envisagée par le management dans aucun de ses scénarios : le supplément de valeur qu'elle fait ressortir par rapport à l'approche par les flux de trésorerie actualisés revêt dès lors un caractère purement théorique et ne saurait, en l'état, fonder notre appréciation de l'équité du prix proposé.

4.4.5 Analyses de sensibilités (valeur vénales)

SFCMC m€		CMPC				
		7,9 %	8,4 %	8,95 %	9,4 %	9,9 %
Niveau d'aléa sur les travaux	(30,0)%	3 500,2	3 398,3	3 312,6	3 240,0	3 178,0
	(15,0)%	3 197,7	3 095,8	3 010,1	2 937,5	2 875,5
	-	2 895,2	2 793,3	2 707,6	2 635,0	2 573,0
	15,0 %	2 592,7	2 490,8	2 405,1	2 332,5	2 270,6
	30,0 %	2 290,3	2 188,3	2 102,6	2 030,0	1 968,1

4.5 Références et méthodes retenues à titre principal

4.5.1 Opération récente sur le capital : acquisition de la participation Casinvest

Préalablement à l'Offre, SPD a racheté à Casinvest l'intégralité de sa participation dans SFCMC, 40 894 actions représentant 25,94 % du capital, au prix de 1 897 € par action, pour environ 77,6 m€.

Annoncée le 8 décembre 2025 dans le cadre de la simplification de l'actionnariat du groupe Barrière, l'opération extériorise une valeur implicite des capitaux propres d'environ 299 m€ (sur la base du capital antérieur à la fusion-absorption de SIEHM).

Récente et proche de l'Offre, cette référence porte sur un bloc substantiel, près d'un quart du capital, négocié entre deux actionnaires indépendants disposant d'une information approfondie sur la Société, ses actifs et ses perspectives, y compris les besoins de rénovation du Majestic, connus de Casinvest. À la différence du cours de bourse, biaisé par l'étroitesse du flottant et la faible liquidité du titre, elle traduit une véritable décision d'investissement et constitue un point d'observation directement rattaché au capital de SFCMC.

Nous devons toutefois rappeler que cette référence ressort d'une transaction de gré à gré entre actionnaires significatifs, dont le prix peut refléter des paramètres propres à l'opération. La documentation mentionne ainsi l'absence de droit de suite au profit de Casinvest si l'indemnité retenue dans le cadre de l'OPR/RO excédait le prix accepté, et un engagement de ne pas céder le Majestic pendant cinq ans après le *closing*. Le prix de 1 897 € ne peut donc être lu comme une valeur de marché parfaitement neutre.

Rapproché des autres références, le prix de 1 897 € ressort nettement au-dessus des cours de bourse avant l'annonce et cohérente avec l'actif net comptable consolidé par action.

Au total, la transaction Casinvest constitue selon nous une référence pertinente et directement rattachée au capital de SFCMC, que nous retenons à titre principal.

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

L'actualisation des flux de trésorerie (DCF) est une méthode intrinsèque déterminant la valeur d'entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie libres d'exploitation futurs, à un taux reflétant le coût d'opportunité d'un investissement de risque comparable.

Elle est ici particulièrement pertinente car elle appréhende l'ensemble du Groupe en continuité d'exploitation et intègre l'effet du cycle d'investissement, i.e. l'incidence de la rénovation du Majestic et la montée en puissance attendue après travaux dans la génération de flux des actifs existants.

Compte tenu du poids du Majestic dans la valeur de la Société et du profil très différencié de ses flux, nous avons appliqué la méthode DCF en distinguant les périmètres « Majestic » et « hors Majestic », afin d'isoler la contribution du projet et d'apprécier séparément les flux récurrents du Groupe et les flux transformationnels attachés à cet actif.

4.5.2.1 Mise en œuvre de la méthode sur le périmètre « Hors Majestic »

Le périmètre « hors Majestic » regroupe les activités et actifs de SFCMC autres que l'Hôtel Majestic seul (sans la plage), comprenant notamment le Gray d'Albion, les activités de plages (y compris celle du Majestic), le Casino Croisette, le Fouquet's Saint-Barth et les autres actifs ou participations du Groupe. Les flux retenus reposent sur le plan d'affaires communiqué par le management, retraité le cas échéant pour assurer la cohérence avec notre approche de valorisation en continuité d'exploitation.

Ce périmètre présente un profil de flux plus récurrent que celui du Majestic. La trajectoire retenue traduit une progression modérée de l'activité et une rentabilité stabilisée, cohérente avec un ensemble d'actifs matures, ne nécessitant pas de programme d'investissement transformant comparable à celui prévu sur le Majestic.

Les flux de trésorerie libres ont été déterminés après impôt, variation du besoin en fonds de roulement et investissements récurrents, puis actualisés au taux d'actualisation retenu dans nos travaux (cf. §3.6.3 supra). Une hypothèse volontariste de renouvellement à l'infini des concessions (plages, casino, ...) a été retenue.

Hypothèses retenues pour prolonger le plan d'affaires

Le plan d'affaires du périmètre « hors Majestic » a été prolongé par nos soins de 2030 à 2035 sur une base normative, sans retenir d'effet de rupture ni de création de valeur additionnelle non documentée. Les principales options retenues sont les suivantes :

- **Chiffre d'affaires** : prolongation de la croissance en simulant une convergence linéaire du dernier taux de croissance anticipé par le management (2,4 %) vers le taux de croissance à l'infini.
- **Marge d'EBITDA** : modélisation d'une marge d'EBITDA à partir de la cible 2030 fixée par le management et d'une hypothèse de limitation de la croissance des charges de personnel égale au taux de croissance à l'infini.
- **BFR** : maintien d'un excédent de fonds de roulement normatif estimé à 23,8 % du chiffre d'affaires, niveau observé dans les comptes consolidés à fin octobre 2025.
- **Capex récurrents** : estimés à partir du niveau cible anticipé par le management pour 2030 augmenté de l'inflation sur la période.
- **Dotations aux amortissements** : Modélisée à partir des flux de Capex modélisés pour une durée d'amortissement moyenne estimée à 8 ans.
- **Impôt** : application du taux normatif d'IS retenu dans le modèle, soit 25,83 % appliqué à un résultat imposable retraité des flux réalisés à Saint-Barthélemy, réputés non imposables, soit un taux effectif de 25%.

Hypothèses retenues s'agissant de la valeur terminale

La valeur terminale du périmètre « hors Majestic » a été déterminée selon la méthode de Gordon-Shapiro, à partir d'un flux normatif 2035 prolongé à l'infini. Les principales hypothèses retenues sont les suivantes :

- **Chiffre d'affaires** : le flux terminal fondé sur une croissance à l'infini de 1,8 %, égale à l'inflation anticipée en France par le FMI.
- **Marge d'EBITDA** : La marge d'EBITDA cible retenue est celle issue du niveau anticipé par le management en 2030 et projeté par nos soins jusqu'en 2035 (soit 21,9 %).
- **BFR** : maintien d'un excédent de fonds de roulement normatif de 23,8 % du chiffre d'affaires.
- **Capex récurrents** : les capex normatifs, qui intègrent une annualisation des investissements nécessaires au renouvellement des concessions, sont estimés à 10,4 % du chiffre d'affaires.

- **Dotations aux amortissements** : les dotations aux amortissements normative ont été réputées égales aux investissements normatifs¹⁶.
- **Impôt** : application du taux normatif d'IS retenu dans le modèle, soit 25,83 % appliqué à un résultat imposable retraité des flux réalisés à Saint-Barthélemy, réputés non imposables à l'infini, soit un taux effectif de 25%..

Résultats de l'approche

La mise en œuvre du DCF sur le périmètre « hors Majestic » conduit à une valeur d'entreprise de 118,2 m€.

SFCMC hors Majestic		
Valeur des capitaux propres DCF		
	m€	%
Valeur présente des flux de trésorerie	56.8	48%
Cash flow terminal	9.8	
Valeur terminale	137.7	
Valeur présente de la valeur terminale	61.4	52%
Valeur d'entreprise	118.2	100.0 %

Analyse de sensibilités

SFCMC hors Majestic m€		CMPC				
		7.9 %	8.4 %	8.9 %	9.4 %	9.9 %
g [∞]	1.4 %	131.4	122.2	114.2	107.2	101.1
	1.6 %	134.2	124.5	116.2	108.9	102.5
	1.8 %	137.1	127.0	118.2	110.6	104.0
	2.0 %	140.3	129.6	120.4	112.5	105.6
	2.2 %	143.6	132.3	122.7	114.4	107.2

SFCMC hors Majestic m€		Variation de la marge d'EBITDA normative				
		(4.0)%	(2.0)%	-	2.0 %	4.0 %
Var. du ratio Capex/CA normatif	(2.0)%	87.8	97.9	108.1	118.2	128.4
	(1.0)%	92.9	103.0	113.2	123.3	133.4
	-	97.9	108.1	118.2	128.4	138.5
	1.0 %	103.0	113.2	123.3	133.4	143.6
	2.0 %	108.1	118.2	128.4	138.5	148.6

SFCMC hors Majestic Origine		Variation de la marge d'EBITDA normative				
		(4.0)%	(2.0)%	-	2.0 %	4.0 %
Var. du ratio BFR/CA normatif	(4.0)%	122.7	132.9	143.0	153.1	163.3
	(2.0)%	110.3	120.5	130.6	140.7	150.9
	-	97.9	108.1	118.2	128.4	138.5
	2.0 %	85.6	95.7	105.8	116.0	126.1
	4.0 %	73.2	83.3	93.5	103.6	113.7

4.5.2.2 Mise en œuvre de la méthode sur le périmètre « Majestic »

Le périmètre « Majestic » (hors sa plage, incluse dans les travaux supra) a été évalué séparément afin de tenir compte du profil spécifique de l'actif : phase de travaux, fermeture temporaire, puis montée en puissance post-rénovation. Cette approche permet de rapprocher, dans un même modèle, les investissements nécessaires, les pertes de flux pendant la période de fermeture et les bénéfices attendus du repositionnement de l'hôtel.

Hypothèses retenues pour prolonger le plan d'affaires

Compte tenu du cycle de rénovation et de montée en puissance du Majestic, les flux ont été prolongés au-delà de l'horizon initial du plan d'affaires jusqu'en 2047, afin de retenir un niveau de performance stabilisé et la totalité du bénéfice fiscal de l'amortissement des travaux réalisés, avant calcul de la valeur terminale.

Les principales options retenues sont les suivantes :

- **Chiffre d'affaires** : prolongation de la croissance en simulant une convergence linéaire du dernier taux de croissance anticipé par le management (4,2 %) vers le taux de croissance à l'infini sur 12 ans.

¹⁶ Soit sans prise en compte de l'effet de décalage entre investissements et amortissements qui, sur une durée d'amortissement longue, introduisent un impact négatif sur la valeur compte tenu de l'inflation.

- **Marge d'EBITDA** : prise en compte immédiate dès 2036, du niveau de marge cible estimé par le management à long terme soit, 38,5 % (contre 37,1 % estimé en fin de plan).
- **BFR** : maintien d'un excédent de fonds de roulement normatif estimé à 23,8 % du chiffre d'affaires, niveau observé dans les comptes consolidés à fin octobre 2025.
- **Capex récurrents** : estimés à partir du niveau cible anticipé par le management pour 2035, ajusté pour que l'enveloppe consolidée des capex au niveau SFCMC soit cohérente avec la prévision du management.
- **Dotations aux amortissements** : Modélisée à partir des flux de Capex, et notamment des capex de montée en gamme, modélisés pour une durée d'amortissement moyenne estimée à 15 ans.
- **Impôt** : application du taux normatif d'IS retenu dans le modèle, soit 25,83 %.

Hypothèses retenues s'agissant de la valeur terminale

La valeur terminale du périmètre « Majestic » a été déterminée selon la méthode de Gordon-Shapiro, à partir d'un flux normatif 2047 prolongé à l'infini. Les principales hypothèses retenues sont les suivantes :

- **Chiffre d'affaires** : le flux terminal fondé sur une croissance à l'infini de 1,8 %, égale à l'inflation anticipée en France par le FMI.
- **Marge d'EBITDA** : La marge d'EBITDA cible retenue est anticipé par le management à moyen terme (soit 38,5 %).
- **BFR** : maintien d'un excédent de fonds de roulement normatif de 23,8 % du chiffre d'affaires.
- **Capex récurrents** : les capex normatifs, qui tiennent compte de l'annualisation d'une hypothèse de rénovation lourde de l'hôtel tous les 20 à 25 ans, sont estimés à 7,5 % du chiffre d'affaires.
- **Dotations aux amortissements** : les dotations aux amortissements normative ont été réputées égales aux investissements normatifs¹⁷.
- **Impôt** : application du taux normatif d'IS retenu dans le modèle, soit 25,83 %.

Résultats de l'approche

La mise en œuvre du DCF sur le périmètre « Majestic » conduit à une valeur d'entreprise de 235 m€.

Majestic			
Valeur des capitaux propres DCF		m€	%
Valeur présente des flux de trésorerie 2026-2035		(10.7)	(5)%
Valeur présente des flux de trésorerie 2036-2047		145.9	62 %
Cash flow terminal		41.9	
Valeur terminale		586.9	
Valeur présente de la valeur terminale		93.6	40 %
Valeur des déficits reportables (travaux)		6.1	3 %
Valeur d'entreprise		234.9	35 %

Analyse de sensibilités

Compte tenu de la volatilité introduite par les travaux de rénovation sur la valeur, nous avons renforcé nos analyses de sensibilités en introduisant en plus des sensibilités sur les paramètres actuariels et opérationnels usuels, des sensibilités sur le montant des travaux et sur le couple taux d'occupation et revenu moyen par chambre :

Majestic m€		CMPC				
		7.9 %	8.4 %	8.9 %	9.4 %	9.9 %
g [∞]	1.4 %	281.6	251.1	224.9	202.3	182.6
	1.6 %	288.8	256.9	229.7	206.3	186.0
	1.8 %	296.4	263.2	234.9	210.6	189.6
	2.0 %	304.6	269.8	240.3	215.1	193.4
	2.2 %	313.3	276.8	246.1	219.9	197.4

¹⁷ Soit sans prise en compte de l'effet de décalage entre investissements et amortissements qui, sur une durée d'amortissement longue, introduisent un impact négatif sur la valeur compte tenu de l'inflation.

Majestic m€		Variation de la marge d'EBITDA normative				
		(4.0)%	(2.0)%	-	2.0 %	4.0 %
Var. du ratio Capex/CA normatif	(2.0)%	203.0	216.0	229.0	241.9	254.9
	(1.0)%	206.0	219.0	231.9	244.9	257.9
	-	209.0	221.9	234.9	247.9	260.8
	1.0 %	211.9	224.9	237.9	250.8	263.8
	2.0 %	214.9	227.9	240.8	253.8	266.8

Majestic m€		Variation de la marge d'EBITDA normative				
		(4.0)%	(2.0)%	-	2.0 %	4.0 %
Var. du ratio BFR/CA normatif	(4.0)%	211.8	224.8	237.8	250.7	263.7
	(2.0)%	210.4	223.4	236.3	249.3	262.3
	-	209.0	221.9	234.9	247.9	260.8
	2.0 %	207.5	220.5	233.5	246.4	259.4
	4.0 %	206.1	219.1	232.0	245.0	258.0

Majestic m€		CMPC				
		7.9 %	8.4 %	8.9 %	9.4 %	9.9 %
Niveau d'aléa sur les travaux	(30.0)%	352.9	318.8	289.6	264.5	242.7
	(15.0)%	324.7	291.0	262.3	237.6	216.2
	-	296.4	263.2	234.9	210.6	189.6
	15.0 %	267.8	234.9	207.1	183.2	162.7
	30.0 %	238.3	206.0	178.6	155.3	135.1

Majestic m€		Taux d'occupation cible				
		57.0 %	60.0 %	63.0 %	66.0 %	69.0 %
Croissance du RMC cible	2.9 %	207.3	213.0	218.6	224.3	230.0
	3.9 %	214.6	220.6	226.6	232.6	238.6
	4.9 %	222.3	228.6	234.9	241.2	247.5
	5.9 %	230.3	236.9	243.6	250.3	257.0
	6.9 %	238.6	245.7	252.7	259.8	266.9

Cette sensibilité appelle une lecture prudente des résultats. Elle ne remet pas en cause la pertinence de l'approche DCF, mais souligne que celle-ci repose, pour le Majestic, sur un scénario de transformation dont la réalisation suppose à la fois l'exécution du programme d'investissement, la maîtrise des risques de chantier et la concrétisation du repositionnement commercial attendu.

4.5.2.3 Résultats consolidés

La valeur d'entreprise consolidée issue de l'approche DCF correspond à la somme des valeurs déterminées séparément pour les périmètres « hors Majestic » et « Majestic ». Cette présentation permet d'isoler, d'une part, la valeur des actifs à profil plus récurrent et, d'autre part, la contribution spécifique du Majestic, dont les flux sont fortement affectés par le programme de rénovation et la phase de montée en puissance postérieure aux travaux.

Les résultats obtenus sont les suivants :

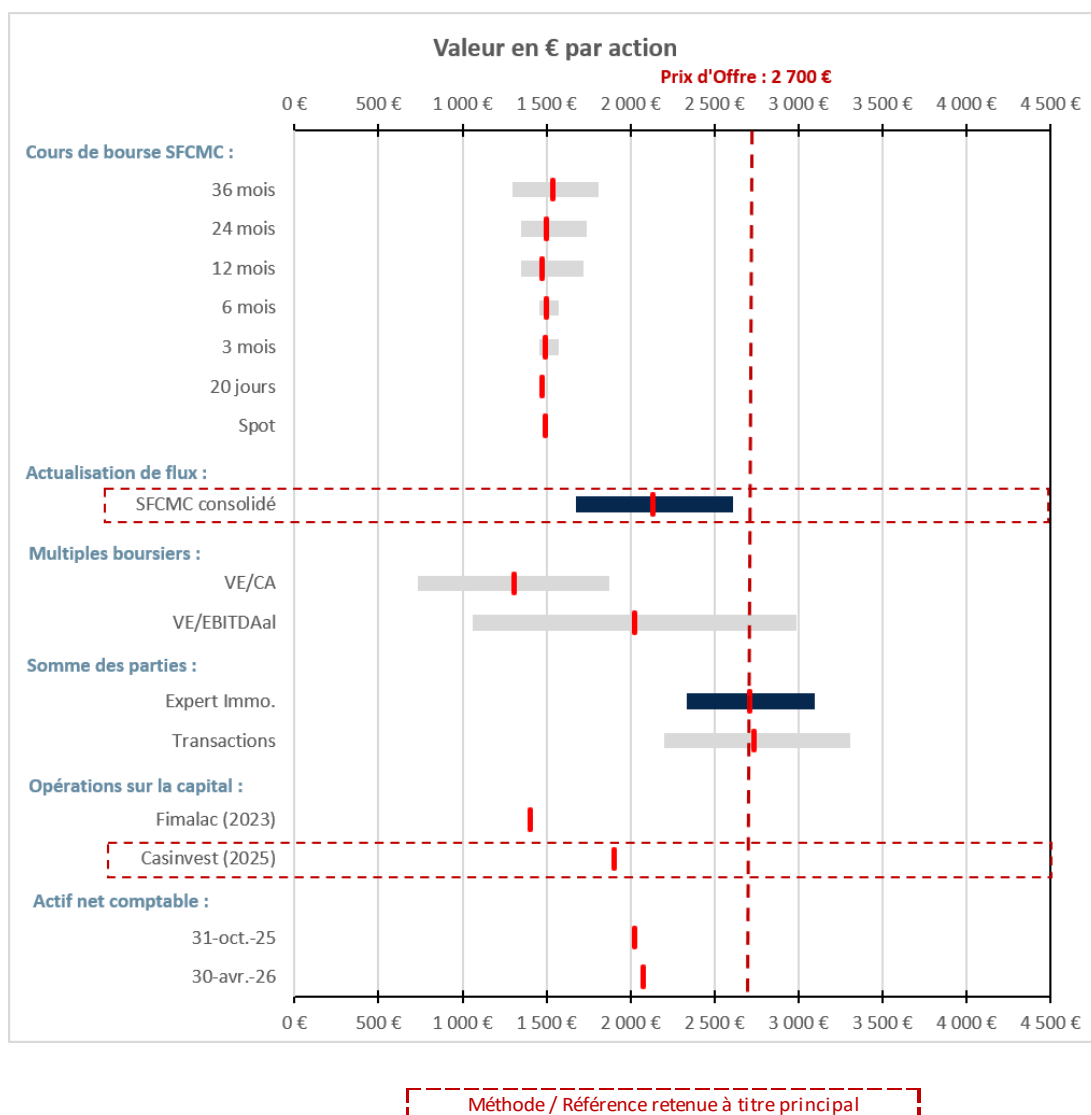
- Périmètre **hors Majestic** : valeur d'entreprise comprise entre **96 m€ et 141 m€**, avec une valeur centrale de **118 m€**.
- Périmètre **Majestic** : valeur d'entreprise comprise entre **183 m€ et 291 m€**, avec une valeur centrale de **235 m€**.
- **Valeur d'entreprise consolidée** : valeur comprise entre **279 m€ et 432 m€**, avec une valeur centrale de **353 m€**.

Après prise en compte des éléments de passage, soit -7,0 m€, la valeur des capitaux propres ressort entre 272 m€ et 425 m€, avec une valeur centrale de 346 m€, soit une valeur par action comprise entre **1 672 € et 2 611 €**, pour une valeur centrale de **2 128 €**. Le prix d'Offre extériorise donc une prime de 27 % par rapport à cette approche.

4.6 Synthèse générale des références et méthodes

Nous présentons infra une synthèse générale des méthodes et références présentées dans le rapport. Pour rappel :

- La référence à la transaction Casinvest et l'approche DCF sont retenues à titre principal dans notre appréciation de l'équité du prix.
- La somme des parties basée sur les conclusions de l'expert immobilier est mise en œuvre à titre secondaire.
- Les autres méthodes et références sont présentées uniquement à titre d'information.



5 ANALYSE DES TRAVAUX DES ÉVALUATEURS

Conformément à l'instruction AMF 2006-08 du 28 septembre 2006, modifiée le 10 février 2020, nous avons procédé à une analyse des travaux d'évaluation réalisés par BNP Paribas et Société Générale, agissant en qualité d'établissements présentateurs de l'Offre, tels que présentés dans la partie « Éléments d'appréciation des termes de l'Offre » du projet de note d'information. Ces travaux ont été préparés sur la base d'informations publiques ainsi que d'informations communiquées par l'Initiateur et la Société, les Établissements Présentateurs précisant ne pas avoir procédé à une vérification indépendante de ces informations.

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 :

SFCMC		Banques			BM&A		
Méthodes/Référence		basse	centrale	haute	basse	centrale	haute
Cours de bourse SFCMC (08/12/2026)	12 mois	n.c.	1 474	n.c.	1 350	1 473	1 720
	6 mois	n.c.	1 495	n.c.	1 460	1 493	1 570
	60 j / 3 mois	n.c.	1 491	n.c.	1 460	1 491	1 570
	1 mois / 20 j	n.c.	1 473	n.c.	1 460	1 472	1 490
	Spot	n.c.	1 490	n.c.	1 490	1 490	1 490
DCF		1 818	2 081	2 429	1 672	2 128	2 611
Sommes des parties	Expert Immo. Transactions	n.c.	n.c.	n.c.	2 270	2 707	3 127
		n.c.	1 594	n.c.	2 201	2 735	3 305
Opération sur la capital	Casinvest (2025)	1 897	1 897	1 897	1 897	1 897	1 897
ANC	30-avr.-26	n.a.	2 075	n.a.	n.a.	2 075	n.a.

5.1 Comparaison des méthodes et des références d'évaluation écartées

5.1.1 Actif net comptable et actif net réévalué

Les Évaluateurs écartent l'actif net comptable et l'actif net réévalué, en considérant que ces approches ne sont pas pertinentes pour évaluer une société en continuité d'exploitation, dès lors qu'elles ne prennent pas en compte les capacités distributives, les perspectives de croissance, les besoins d'investissement ou les difficultés opérationnelles. Ils indiquent toutefois, à titre indicatif, que l'actif net comptable au 30 avril 2026 pro forma de la fusion-absorption ressort à 2 075 € par action.

Nous rejoignons les Évaluateurs sur le fait que l'actif net comptable ne saurait constituer une méthode de valorisation pertinente au cas d'espèce. Les comptes consolidés de SFCMC reflètent des valeurs historiques, des amortissements et des dépréciations qui ne traduisent pas nécessairement la valeur économique actuelle des actifs, en particulier immobiliers. L'actif net comptable peut néanmoins être présenté à titre informatif, dans la mesure où il donne un point de repère direct sur la valeur comptable des capitaux propres post-fusion.

Nous divergeons en revanche partiellement des Évaluateurs s'agissant de l'actif net réévalué ou, plus précisément, d'une approche par somme des parties fondée sur la valeur vénale des actifs immobiliers. Compte tenu du caractère patrimonial marqué de SFCMC, de la détention en propre d'actifs immobiliers hôteliers significatifs et de l'existence d'expertises immobilières récentes, il nous paraît utile de présenter une approche de type patrimonial à titre indicatif (cf. infra)..

5.1.2 Somme des parties

Les Évaluateurs écartent l'approche par somme des parties, consistant à valoriser séparément les murs sur la base de la valeur patrimoniale des actifs détenus et l'exploitation par actualisation de flux de trésorerie disponibles nets de loyers. Ils considèrent cette approche non pertinente au regard de la stratégie patrimoniale de la Société, qui vise à détenir ses actifs en pleine propriété, et relèvent que les stratégies de cession-bail sont rarement appliquées dans l'hôtellerie de luxe.

Nous partageons la réserve exprimée par les Évaluateurs quant au caractère théorique d'un scénario de cession-bail. En l'absence de projet de dissociation des murs et de l'exploitation, une telle approche ne saurait se substituer à une valorisation en continuité d'exploitation. Elle présente en outre une forte sensibilité aux hypothèses de loyers de marché, de rendement immobilier, de fiscalité latente et de coûts de cession.

Nous considérons néanmoins qu'elle conserve une utilité informative dans le cas de SFCMC, précisément en raison du poids de la composante immobilière dans la valeur de la Société. Elle permet de vérifier que le prix proposé n'est pas manifestement déconnecté de la valeur de réalisation théorique des principaux actifs détenus.

Dans nos travaux, l'approche par somme des parties fondée sur les valeurs vénales issues des expertises conduit à une valeur de 2 707 € par action. Ce niveau, très proche du Prix d'Offre, confirme que la valeur patrimoniale des actifs immobiliers constitue un point de recoupement important, mais son caractère théorique et la sensibilité de l'approche au traitement fiscal, aux loyers de marché et à la dissociation PropCo / OpCo, qui n'est pas envisagée par le management, justifient qu'elle ne soit pas retenue comme critère principal.

5.2 Comparaison des méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif

5.2.1 Référence au cours de bourse

Les Évaluateurs présentent la référence au cours de bourse à titre indicatif, compte tenu du flottant très limité de SFCMC et de la faible liquidité du titre. Ils relèvent notamment que, sur les douze mois précédant l'annonce, les volumes échangés représentent 0,5 % du capital et 7,5 % du flottant, et que les cours moyens pondérés par les volumes ressortent dans une fourchette étroite comprise entre 1 473 € et 1 495 € par action.

Nous partageons l'analyse des Évaluateurs sur la faible pertinence du cours de bourse comme référence autonome d'évaluation. Le titre SFCMC présente un flottant extrêmement étroit, une rotation limitée et une profondeur de marché insuffisante pour considérer que les cours observés reflètent pleinement la valeur intrinsèque de la Société. La référence boursière conserve néanmoins une utilité à titre de constat de marché, notamment pour apprécier l'écart entre le Prix d'Offre et les niveaux de cours observés avant l'annonce de l'opération.

Sur la base des données présentées par les Évaluateurs, le Prix d'Offre de 2 700 € extériorise des primes comprises entre 80,6 % et 83,3 % selon les périodes de cours retenues. Ces niveaux de prime sont significatifs, mais doivent être interprétés avec prudence compte tenu de la faible liquidité du titre et de la possible déconnexion entre les cours observés et la valeur économique des actifs sous-jacents.

5.2.2 Transactions comparables

Les Évaluateurs présentent à titre indicatif une approche par transactions comparables fondée sur un prix moyen par chambre. À partir d'un échantillon de transactions hôtelières 4★ et 5★ intervenues entre 2021 et 2026, principalement en Provence-Alpes-Côte d'Azur, ils retiennent 522 k€ par chambre pour le Majestic, 1 066 k€ pour le Fouquet's Saint-Barth et 341 k€ pour le Gray d'Albion, d'où une valeur d'entreprise de 273 m€, une valeur des capitaux propres de 259 m€ et une valeur de 1 594 € par action.

Nous en partageons le caractère indicatif de l'approche, justifié par un échantillon très hétérogène en termes de localisation, taille, positionnement, état des actifs, périmètre du bien cédé (murs seuls ou murs et fonds). Le prix moyen par chambre se heurte à la spécificité des actifs : le Majestic, hôtel 5★ de grande capacité et idéalement situé mais devant supporter une rénovation lourde ; le Fouquet's Saint-Barth, ultra-luxe de très faible capacité à Saint-Barthélemy ; le Gray d'Albion, 4★ cannois relevant d'un autre segment.

Plus fondamentalement, un prix par chambre est une référence de cession : le retenir pour SFCMC relève d'une logique de réalisation patrimoniale, dont les Évaluateurs ne tirent pas les conséquences. Leur passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres se limite à -14 m€, soit l'endettement financier net, sans les impacts fiscaux et réglementaires d'une cession : le cas échéant l'impôt latent sur les plus-values, les frais de cession, et le

remboursement (« *clawback* ») de l'abattement de l'article 34 de la loi n° 95-1347, que déclenche toute rupture de la condition de détention et que nous chiffrons à 40,9 m€ (cf. § 4.4.2). L'approche emprunte ainsi une référence de cession sans en assumer le coût. Nos sommes des parties, fondées sur les valeurs vénale de l'expert (§ 4.4.2) comme sur des multiples transactionnels (§ 4.4.3), intègrent ces retraitements.

Nos propres travaux indicatifs, minorés de l'impôt latent, du *clawback* et des frais, ressortent entre 2 201 € et 3 305 € par action. Cet écart illustre la sensibilité et la part de subjectivité de la sélection de l'échantillon (effet du repositionnement sur la valeur des murs, distinction murs/exploitation, mode de prise en compte de la valeur des boutiques, ...). Cette approche ne peut, dès lors, servir que de recouplement.

5.3 Comparaison des méthodes d'évaluation retenues à titre principal

5.3.1 Référence à la transaction Casinvest

Les Évaluateurs retiennent la transaction Casinvest comme méthode principale. Cette transaction correspond à l'acquisition par SPD, le 11 décembre 2025, de 40 894 actions SFCMC représentant 25,94 % du capital, au prix ferme et définitif de 1 897 € par action. Les Évaluateurs considèrent que cette transaction constitue une référence pertinente, récente et significative, conclue entre parties informées et indépendantes.

Nous partageons le principe de prise en compte de cette transaction comme référence de valeur importante. Elle porte sur un bloc significatif du capital, intervient à une date proche de l'Offre et concerne directement les actions SFCMC. À ce titre, elle constitue un point d'observation pertinent, d'autant plus que le cours de bourse est affecté par une liquidité limitée.

Nous relevons toutefois que la transaction porte sur un bloc de gré à gré. Elle s'inscrit par ailleurs dans une séquence plus large de réorganisation du groupe Barrière, comprenant l'acquisition du bloc Casinvest, la fusion-absorption de SIEHM par SFCMC et le projet d'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire.

Le Prix d'Offre de 2 700 € fait ressortir une prime de 42,3 % par rapport au prix de 1 897 € par action retenu dans la transaction Casinvest.

5.3.2 Méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles

5.3.2.1 Approche générale retenue par les Évaluateurs

Les Évaluateurs retiennent la méthode DCF à titre principal. Cette méthode repose sur le plan d'affaires communiqué par la Société, couvrant la période 2026E-2035E, prolongé par une période d'extrapolation permettant de converger vers une année normative. Elle intègre notamment l'impact du programme de rénovation de l'Hôtel Majestic entre 2029E et 2032E, puis la montée en puissance progressive de l'activité à compter de mars 2032E.

Nous partageons le choix de retenir la méthode DCF à titre principal. Dans le cas de SFCMC, cette approche permet d'appréhender la valeur en continuité d'exploitation, en intégrant à la fois la rentabilité existante des actifs, les investissements nécessaires, les pertes de flux liées aux travaux et les effets attendus du repositionnement du Majestic. Elle est donc plus adaptée qu'une approche statique pour refléter le profil de flux particulier de la Société.

Notre approche diffère toutefois de celle des Évaluateurs dans sa mise en œuvre. Nous avons distingué le périmètre « hors Majestic », caractérisé par des flux plus récurrents, et le périmètre « Majestic », dont les flux sont fortement affectés par le programme de travaux et la phase de montée en puissance. Cette dissociation permet d'isoler plus précisément la contribution du projet Majestic et de tester la sensibilité de la valeur aux paramètres qui lui sont propres.

5.3.2.2 Taux d'actualisation et valeur terminale

Les Évaluateurs retiennent un CMPC de 8,60 %, déterminé à partir d'un coût des fonds propres de 12,41 %, d'un taux sans risque de 3,55 %, d'une prime de risque de marché de 7,72 %, d'un bêta endetté de 1,15x dérivé d'un bêta

désendetté sectoriel de 0,72x, d'un coût de dette avant impôt de 5,20 % et d'une structure de capital cible fondée sur un *gearing* de 80,2 %.

Appréciation du taux d'actualisation	Référence / Calcul	Banques	BM&A
		12/05/2026	30/06/2026
Estimation du bêta anticipé :			
Bêta de l'actif économique	β_u	0.72	0.62
Levier cible en fonds propres	$L_e = DN / VFP$	80.2 %	36.0 %
Taux d'impôt sur les sociétés	T_{IS}	25.8 %	25.0 %
Bêta avec levier	β_L	1.15	0.79
TRI implicite <i>ex-ante</i> du marché	TRI_M	11.3 %	8.9 %
Taux sans risque (10 ans)	R_f	3.6 %	3.1 %
Prime de risque actions	$\Pi_E = TRI_M - R_f$	7.7 %	5.8 %
dont prime de biais optimiste large caps	Π_O	-	2.1 %
dont prime de risque de défaut large caps	Π_D	-	0.8 %
dont prime AAA	Π_{AAA}	-	(0.0) %
Sous-total biais large caps + prime AAA	$\Pi_{LC} = \Pi_O + \Pi_D + \Pi_{AAA}$	-	2.9 %
Prime MEDAF résultante	$\Pi_R = \Pi_E - \Pi_{LC}$	7.7 %	2.9 %
Prime MEDAF affectée du bêta	$\Pi_R \times \beta_L$	8.9 %	2.3 %
Prime de taille observée	A	-	3.3 %
Biais de prévision small cap	B	-	(1.1) %
Prime résiduelle de taille	$\Pi_T = A + B$	-	2.2 %
Prime de risque pays	Π_P	-	0.3 %
Coût des fonds propres	$k_e = R_f + \Pi_R \times \beta_L + \Pi_{LC} + \Pi_T + \Pi_P$	12.4 %	10.8 %
Taux sans risque	R_f	-	3.1 %
Spread de crédit	S_C	-	1.7 %
Prime de risque pays	Π_P	-	0.3 %
Coût de la dette avant IS : k_d	$k_d = R_f + S_C + \Pi_P$	5.2 %	5.1 %
Charge d'intérêt après IS	$k_{dIS} = k_d \times (1 - T_{IS})$	3.9 %	3.8 %
Levier cible en valeur d'entreprise	$L_{VE} = DN / (DN + VFP)$	44.5 %	26.5 %
Coût moyen pondéré du capital	$CMPC = L_{VE} \times k_{dIS} + (1 - L_{VE}) \times k_e$	8.6 %	8.9 %

Nous retenons un taux d'actualisation légèrement supérieur, de 8,9 % en valeur centrale, contre 8,60 % pour les Évaluateurs. Cet écart limité de CMPC recouvre en réalité plusieurs différences méthodologiques, dont les effets se compensent en grande partie :

- **Date de référence** : Nos paramètres de marché sont arrêtés au 30 juin 2026, contre le 12 mai 2026 pour les Évaluateurs.
- **Construction de la prime de risque de marché et périmètre d'application du bêta** : Les Évaluateurs retiennent une prime de risque Bloomberg de 7,72 %, appliquée intégralement au bêta endetté. Nous retenons l'approche Fairness Finance, qui décompose la prime de risque actions (5,8 %) en une prime de risque MEDAF résiduelle (2,9 %), seule affectée du bêta, et des primes complémentaires, biais d'optimisme, risque de défaut et prime AAA (2,9 % au total), auxquelles le bêta ne s'applique pas.
- **Espérance de rendement du marché** : Le TRI implicite *ex-ante* que nous retenons ressort à 8,9 % (échantillon zone euro, lissage 6 mois), contre 11,3 % pour les Évaluateurs (source Bloomberg).
- **Bêta désendetté** : Nous retenons un bêta de l'actif économique de 0,62x, contre 0,72x pour les Évaluateurs, sur la base d'un échantillon de comparables distinct.
- **Structure financière cible** : Nous retenons un levier cible de 26,5 % en valeur d'entreprise (*gearing* de 36,0 %), correspondant au levier moyen des comparables côtés des secteurs hôtelier et casinotier, cohérent avec une trésorerie nette positive du Groupe à date, avant financement des travaux de rénovation. Les Évaluateurs retiennent un levier sensiblement plus élevé, de 44,5 % en valeur d'entreprise (*gearing* de 80,2 %).
- **Prime résiduelle de taille** : Nous intégrons une prime de risque résiduelle de 2,2 % au titre de l'effet taille, observé en défaveur des sociétés de la taille de SFCMC sur les marchés financiers. Les Évaluateurs ne retiennent aucune prime de taille.

- **Prime de risque pays** : Nous retenons une prime de risque pays de 0,3 %, au titre notamment de la localisation d'une partie des actifs à Saint-Barthélemy, non retenue par les Évaluateurs.
- **Taux d'impôt et coût de la dette** : Compte tenu du statut fiscal de Saint-Barthélemy, nous retenons un taux d'impôt normatif de 25,0 % (contre 25,8 % pour les Évaluateurs) et un coût de la dette avant impôt de 5,1 % (Rf de 3,1 %, spread de crédit de 1,7 % pour une signature BBB à 5 ans, prime pays de 0,3 %), très proche des 5,2 % retenus par les Évaluateurs.

Au total, notre coût des fonds propres (10,8 %) est inférieur de 1,6 point à celui des Évaluateurs (12,4 %), l'application du bêta à la seule prime MEDAF résiduelle et un bêta endetté plus faible l'emportant sur l'ajout des primes complémentaires et de taille. À l'inverse, notre CMPC ressort légèrement supérieur, la moindre pondération de la dette compensant, et au-delà, l'écart de coût des fonds propres. L'écart net de CMPC (0,3 point) demeure limité et ne remet pas en cause la convergence des résultats centraux.

Les Évaluateurs retiennent par ailleurs un taux de croissance perpétuel de 2,0 %, cohérent avec l'objectif d'inflation de moyen terme de la Banque centrale européenne. Nous retenons pour notre part un taux de croissance à l'infini de 1,8 %, aligné sur l'inflation anticipée en France par le FMI. Cette différence a un effet favorable sur la valeur retenue par les Évaluateurs, toutes choses égales par ailleurs.

5.3.2.3 Hypothèses opérationnelles et financières

Les Évaluateurs retiennent une croissance normative de long terme de 2,0 %, une marge d'EBITDA normative du Majestic convergeant vers 38,5 % à l'horizon 2038, une marge d'EBITDA des autres activités maintenues stable à compter de 2030, un BFR égal à -20 % du chiffre d'affaires net, ainsi que des investissements comprenant les investissements récurrents, les investissements de rénovation du Majestic et des investissements spécifiques liés au renouvellement des concessions.

Ces hypothèses sont globalement cohérentes avec le plan d'affaires communiqué par le management et avec les éléments que nous avons analysés.

S'agissant des capex techniques et patrimoniaux, les Évaluateurs retiennent un ajustement de 81,2 m€, assimilé à un équivalent de dette post-impôt actualisé. Nous retenons pour notre part la même philosophie avec un ajustement proche, soit 77,8 m€, correspondant à la valeur actualisée nette de l'économie fiscale des capex techniques et patrimoniaux, ces derniers étant considérés comme des dépenses de rattrapage nécessaires et non comme des investissements créateurs de valeur. La proximité de ces montants constitue un point de convergence significatif.

5.3.2.4 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres ressort à -13,5 m€ pour les Évaluateurs et à -7,0 m€ dans nos travaux, soit un écart de 6,5 m€ en faveur de notre valeur des capitaux propres, correspondant à

environ +40 € par action sur la base de 162 651 actions. Cet écart, limité au regard de la valorisation d'ensemble, recouvre une large convergence sur les postes classiques et trois retraitements qui nous sont propres.

SFCMC		
Eléments de passage de la VE à la VCP		
m€	Banques	BM&A
Dette financière ajustée des IDP	(26.9)	(28.2)
Capex techniques et patrimoniaux	(81.2)	(77.8)
Disponibilités et équivalents	97.2	97.3
Trésorerie Latanier	-	1.9
Position financière nette	(10.9)	(6.8)
Intérêts minoritaires	-	-
Provisions pour R&C	(0.5)	(0.8)
Provisions pour retraite	(2.3)	(2.4)
Actifs financiers	0.2	0.4
Acquisition de 50 % de Latanier	-	(12.0)
Valeur du mécanisme art.34	-	14.5
Autres éléments	(2.6)	(0.3)
Total	(13.5)	(7.0)

Les deux passages convergent sur l'essentiel des postes. L'un et l'autre isolent les impôts différés passifs de la dette financière (dette ajustée des IDP de 26,9 m€ pour les Évaluateurs, 28,2 m€ dans nos travaux, l'écart tenant pour l'essentiel à l'inclusion des dettes de crédit-bail) et, de manière cohérente, aucun des deux ne déduit l'IDP de 61,0 m€ au sein d'un bridge établi en continuité d'exploitation : la cession des actifs, seul fait générateur de cet impôt latent, étant exclue par les hypothèses de l'approche par les flux, sa déduction introduirait une asymétrie pénalisant la valeur (cf. § 4.4.3).

De même, les deux passages assimilent les capex techniques et patrimoniaux à une dette (81,2 m€ pour les Évaluateurs, 77,8 m€ dans nos travaux), au titre d'un rattrapage de maintenance non créateur de valeur, exclu par ailleurs des flux actualisés pour éviter tout double comptage.

Les disponibilités (97,2 m€ contre 97,3 m€), les provisions et les actifs financiers sont quasi identiques, et aucun des deux ne retient d'intérêts minoritaires, l'évaluation étant postérieure à la fusion SIEHM/SFCMC.

L'écart de 6,5 m€ provient dès lors des trois retraitements suivants :

- la prise en compte de l'acquisition de Latanier Expériences (effet net de -10,1 m€) : intervenue le 3 novembre 2025, soit postérieurement à l'arrêté des comptes, elle conduit à déduire le décaissement de 12,0 m€ correspondant au rachat des 50 % restants (note 23 des comptes consolidés) et à ajouter la trésorerie de la société (1,9 m€), non consolidée au 31 octobre 2025. Les Évaluateurs, ont fait le choix de tenir compte de ces éléments dans les flux de leur approche DCF ;
- la valeur du mécanisme de l'article 34 (+14,5 m€) : en continuité d'exploitation, le Groupe conserve, en sa qualité d'exploitant du casino, le bénéfice de l'abattement sur le prélèvement sur le produit brut des jeux généré par les travaux de rénovation ; nous en capitalisons la valeur actualisée. Cet avantage, propre au scénario de poursuite d'activité, est le miroir inversé du remboursement (« *clawback* ») de 40,9 m€ retenu dans l'approche patrimoniale, laquelle repose au contraire sur une dissociation murs/exploitation (cf. § 4.4.2.3) ;
- un montant de capex techniques légèrement inférieur (+3,4 m€), à 77,8 m€ contre 81,2 m€ s'expliquant notamment par la modélisation plus fine de durée d'amortissement réalisée par les Banques et par un taux d'actualisation différent.

5.3.2.5 Résultats de la méthode DCF

La méthode DCF des Évaluateurs conduit à une valeur centrale de 2 081 € par action et à une fourchette de sensibilité comprise entre 1 818 € et 2 429 €, en fonction du CMPC et du taux de croissance perpétuel retenus.

Nos propres travaux aboutissent à une valeur centrale de 2 128 € par action, et à une fourchette comprise entre 1 672 € et 2 612 €.

5.3.3 Synthèse de notre analyse des travaux des Évaluateurs

Au terme de notre revue, les travaux des Évaluateurs n'appellent pas d'observation de nature à remettre en cause leur conclusion générale. Les méthodes retenues à titre principal, transaction Casinvest et DCF, sont pertinentes au regard du contexte de l'Offre, et leurs résultats sont globalement cohérents avec nos propres analyses.

Nous relevons toutefois deux différences d'appréciation :

- l'approche patrimoniale par somme des parties ne nous paraît pas devoir être écartée totalement : elle présente une utilité informative compte tenu du poids des actifs immobiliers détenus, même si son caractère très théorique justifie de ne pas la retenir à titre principal.
- l'approche par transactions comparables (prix moyen par chambre) est très sensible à la composition de l'échantillon et emprunte une logique de cession sans en assumer les coûts de réalisation (cf. § 5.2.2) ; elle ne constitue qu'un recoupement indicatif.

En définitive, la comparaison des travaux des Évaluateurs avec nos propres travaux fait ressortir une convergence satisfaisante sur l'approche DCF, méthode principale d'appréciation de la valeur en continuité d'exploitation. Le Prix d'Offre de 2 700 € se situe au-dessus de la valeur centrale déterminée par les Évaluateurs et par nos propres travaux, et demeure proche de la valeur issue de notre approche patrimoniale indicative fondée sur les valeurs vénales. Ce faisceau d'éléments conforte notre appréciation du caractère équitable du Prix d'Offre, sous réserve des développements spécifiques relatifs aux observations des actionnaires minoritaires présentés infra.

6 REPONSES AUX OBSERVATIONS DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES

Comme indiqué §2 supra, 13 actionnaires minoritaires nous ont contactés et nous ont communiqué leurs observations concernant l'Offre présentée à travers une quarantaine de courriers et mails.

Le 4 juin 2026, nous avons tenu une réunion avec ceux des actionnaires qui avaient manifesté le souhait de nous rencontrer, soit 6 personnes.

6.1 Synthèse des observations transmises par les actionnaires minoritaires

Afin de faciliter la compréhension des remarques qui nous ont été transmises par les actionnaires minoritaires, nous les avons regroupées par grande catégorie.

La première concerne l'indépendance de l'expert indépendant et son processus de désignation. Un actionnaire minoritaire nous a interrogé sur nos relations de tous ordres avec la SPD, société faîtière du groupe Barrière, qui nous aurait désigné.

La deuxième catégorie de questions porte sur les méthodes mises en œuvre et celles non retenues. En particulier, certains actionnaires minoritaires soulèvent les points suivants :

- La référence à la cession de 25,94 % des actions SFCMC de la société Casinvest à la société SPD, au prix unitaire de 1 897 € par action SFCMC, est obsolète compte tenu du relèvement du prix d'Offre à 2 700 € par action SFCMC.
- La méthode de l'Actif Net Réévalué doit constituer la méthode principale d'évaluation, SIEHM et SFCMC étant des sociétés patrimoniales ; en l'absence de la communication du plan d'affaires du Groupe, l'approche DCF est sujette à interrogation, voire à rejeter en tant que méthode retenue à titre principal.
- La valeur du Groupe peut être approchée par des méthodes alternatives, telles que les valeurs d'assurance ou les prix au m².

Enfin, des actionnaires minoritaires s'interrogent sur les hypothèses d'évaluation retenues dans les travaux d'évaluation, et notamment s'agissant des éléments suivants :

- La publication des résultats du 1^{er} semestre 2025-2026 montre une progression sensible de l'activité et des résultats, semblant démontrer que l'hôtel Majestic n'a pas besoin d'être rénové ;
- Environ la moitié des chambres du Majestic ont été rénovées en 2024 et 2025 pour un coût de l'ordre de 13 m€ ; appliqué aux chambres restant à rénover, le reste à dépenser est de l'ordre de 16 m€, montant complètement déconnecté du coût global des travaux envisagés ;
- Le prix d'Offre présente des multiples de valorisation qui sont inférieurs aux multiples implicites des sociétés cotées comparables ;
- L'application des prix à la clé extériorisés par des transactions comparables aux hôtels du Groupe aboutit à une valeur du Groupe supérieure au prix d'Offre ;
- Le résultat de la méthode de l'ANR ne doit pas être obéré par le coût de la fiscalité, les murs n'étant pas destinés à être cédés.

6.2 Réponses aux observations des actionnaires minoritaires

6.2.1 Sur l'indépendance de l'expert et sa désignation

Notre déclaration d'indépendance figure au § 2.2 du présent rapport et confirme l'absence de tout lien antérieur avec les sociétés concernées par l'Offre, en ce compris la SPD, société initiatrice de l'Offre.

Nous ajoutons que nous n'avons pas été désignés et rémunérés par la SPD, mais par la société cible de l'Offre, SFCMC et, qu'en raison d'un nombre insuffisant d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration de SFCMC, notre désignation a fait l'objet d'une procédure de non-opposition de l'AMF dont la décision a été obtenue le 15 janvier 2026.

6.2.2 Sur les méthodes retenues et écartées

6.2.2.1 La référence à la transaction Casinvest

Les actionnaires minoritaires considèrent que la référence à la transaction Casinvest est invalide du fait que le prix d'Offre ait été sensiblement relevé, passant de 1 897 € à 2 700 € par action SFCMC. L'un d'eux a appuyé sa démonstration en citant l'offre portant sur les actions de la société Siraga, dans laquelle l'expert avait rejeté la référence à une transaction antérieure au motif que le prix d'offre par action représentait plus de 10 fois le prix de la transaction.

Nous ne partageons pas cette réflexion et avons retenu la transaction entre SPD et Casinvest comme référence de valeur à titre principal. En effet, comme indiqué supra, cette transaction ferme et définitive est récente, elle porte sur une quote-part de capital significative (25,94 % du capital) et a été réalisée entre parties professionnelles sans lien de dépendance entre elles.

L'écart de prix entre cette transaction et le prix d'Offre réhaussé s'explique par une perception de la part du cédant des risques inhérents à la détention de la participation cédée, probablement liée à la liquidité de la quote-part détenue et à la perspective du lancement des travaux de rénovation de l'hôtel Majestic, différente de celle appréhendée par les actionnaires minoritaires qui, en cas de retrait obligatoire, ne subissent pas de décote d'illiquidité et bénéficient d'hypothèses d'évaluation favorables à la valeur.

Par ailleurs, la référence à l'offre Siraga n'est selon nous pas pertinente dans la mesure où, outre le fait qu'elle date de 2013, la transaction avait été réalisée alors que la société Siraga était en conciliation et avait bénéficié de la part de l'acquéreur d'un prêt assurant la poursuite de l'activité. Cette situation ne peut pas être comparée avec celle de SFCMC.

Compte tenu de ces éléments, nous considérons que cette référence, même si elle ne peut être retenue seule compte tenu des conditions de la transaction (cf. §4.5.1), est valide et la retenons dans nos travaux

6.2.2.2 La méthode l'ANR et la méthode DCF

Comme les actionnaires minoritaires, nous considérons que l'appréciation de la valeur de SFCMC à travers une approche patrimoniale comme l'ANR est utile au cas d'espèce compte tenu du poids de l'immobilier dans l'actif nécessaire à l'activité. Cette approche, sous sa variante de la somme des parties, est d'ailleurs présentée aux § 4.4 de notre rapport.

Toutefois, cette méthode ne peut selon nous, être retenue seule et ce à plusieurs titres. En premier lieu, l'approche DCF est nécessaire à la mise en œuvre de l'ANR dans la mesure où la valeur des murs (PropCo) doit être complétée par une valeur de l'exploitation des fonds de commerce (OpCo) prenant en compte les loyers devant être payés à la PropCo.

Deuxièmement, il nous paraît approprié d'utiliser la méthode DCF dans le contexte particulier de la rénovation du Majestic. En effet, cette approche permet d'appréhender de manière plus fine une génération de cash-flow impactée très sensiblement par le cycle d'investissement.

Enfin, l'approche par l'ANR suppose une cession, certes virtuelle ou opérée par une opération de *sale and lease-back*, des actifs immobiliers (qui, comme le rappelle l'un des actionnaires minoritaires, n'est pas envisagée par le Groupe) afin de rendre ces actifs liquides, seul moyen pour prendre en compte la valeur de marché de l'immobilier. Or, SFCMC n'est pas une société foncière ayant pour objet de percevoir des loyers des preneurs et ayant la possibilité d'arbitrer son portefeuille en acquérant et cédant des actifs afin de réaliser des plus-values immobilières. Elle exploite des hôtels dont elle détient la propriété. Certains acteurs ont opté pour des modèles différents, conservant l'exploitation et cédant les murs (modèle *asset-light*), ce qui n'est historiquement pas le cas de SFCMC ni du groupe Barrière dans son ensemble. Dans le contexte d'un scénario qui reste théorique, nous présentons les approches ANR/SOTP à titre secondaire et retenons la méthode DCF à titre principal.

6.2.2.3 Sur la communication du plan d'affaires et l'approche DCF

L'absence de communication publique intégrale du plan d'affaires ne remet pas en cause la pertinence de l'approche DCF mise en œuvre. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous avons eu accès au plan d'affaires détaillé préparés par le management et l'avons revu de manière critique, au regard notamment des performances historiques, des hypothèses opérationnelles retenues, du programme d'investissement du Majestic et des analyses de sensibilité réalisées.

La non-publication exhaustive de ces données prévisionnelles répond à des considérations usuelles de confidentialité et de secret des affaires. Le présent rapport en restitue néanmoins les principales hypothèses structurantes de manière circonstanciée, en particulier dans les sections consacrées à l'analyse du plan d'affaires du Groupe et à la mise en œuvre de la méthode DCF sur les périmètres « hors Majestic » et « Majestic » (cf. § 3.4, § 3.5, § 3.6, et § 4.5.2).

6.2.2.4 Les méthodes alternatives

A l'appui de son approche de valeur, un actionnaire minoritaire a présenté des approches d'évaluation alternatives reposant sur la valeur au « mètre carré hôtelier », les valeurs assurantielles ou sur une valeur incrémentale d'un prix d'acquisition.

Nous n'avons pas mis en œuvre ces méthodes car :

- S'agissant du « mètre carré hôtelier », il ne s'agit pas d'une méthode utilisée par les experts immobiliers, un hôtel étant un local monovalent (construit pour un seul usage) dont la valeur dépend de sa rentabilité et non de sa surface ; on lui préférera donc une approche par les revenus (le DCF) ou, si l'information est disponible, suffisante et pertinente, le prix à la clé.
- Concernant les valeurs assurantielles, un actionnaire minoritaire détermine la valeur du Majestic sur la base du plafond de garanties publié dans les comptes 2011-2012 de la société SIEHM d'un montant de 500 m€ qu'il affecte de divers incréments censés prendre en compte l'évolution de la couverture (évolution moyenne des contrats d'assurance, l'inflation immobilière, les agrégats financiers, la dynamique du chiffre d'affaires) pour aboutir à une fourchette comprise entre 685 et 820 m€. Outre le fait que cette méthode ne nous semble pas adaptée dans la mesure où les valeurs d'assurance ne sont pas représentatives de la valeur vénale des biens mais à maximiser la couverture en cas de sinistre, nous relevons que la couverture assurantielle du Majestic est significativement inférieure à la fourchette présentée.
- Concernant enfin la valeur incrémentale d'un prix d'acquisition, l'actionnaire minoritaire a retenu une transaction historique sur des actions SIEHM au prix unitaire de 4 000 € en 2014, puis l'a affecté d'une augmentation de 80 %, pourcentage déterminé à partir de la croissance du chiffre d'affaires (+37 %), du taux d'occupation (entre +56,9 % et 78,7%), du revenu moyen par chambre (+100 %) et bénéfice net par action (+87,77 %) sur la période 2014-2025, conduisant à une valeur par action SIEHM de 7 200 € ; à notre connaissance, cette méthode consistant à affecter la valeur d'une action d'un incrément reposant sur l'évolution d'agrégats d'exploitation n'est pas une méthode d'évaluation reconnue et/ou utilisée, et nous ne la retenons pas.

6.2.3 Sur les hypothèses utilisées dans notre approche multicritères

6.2.3.1 Conséquences de la publication des résultats du 1^{er} semestre 2025-2026

Un actionnaire minoritaire relate que les comptes semestriels au 30 avril 2026 de SIEHM montrent une progression du chiffre d'affaires de 12 % et une amélioration du résultat d'exploitation de 1,2 m€ par rapport au semestre précédent, indiquant que « l'état actuel de l'établissement ne l'empêche pas de dégager des résultats en nette croissance ».

Pour répondre à cet argument, il convient de préciser que l'activité hôtelière du Groupe est marquée par une forte saisonnalité. Ainsi, le 1^{er} semestre représente historiquement moins de 30 % du chiffre d'affaires annuel, la période estivale conditionnant la performance financière annuelle. Par ailleurs, le mois de mai 2026 fait apparaître des performances en retrait par rapport à l'année dernière et au budget et les réservations de l'été présentent des retards sensibles. Par conséquent, le plan d'affaires retenu dans nos travaux n'a pas été modifié.

6.2.3.2 Conséquences de la rénovation des chambres du Majestic en 2024 et 2025

Un actionnaire minoritaire fait remarquer que le Majestic a vu 46 % de ses chambres rénovées au cours de deux dernières années pour un coût estimé à 13 m€ et s'interroge sur le montant envisagé pour la rénovation complète de l'hôtel.

Le management nous a précisé que ces montants avaient été consacrée à des travaux de rafraîchissement qui, selon les chambres ont porté sur les tapisseries, les moquettes et le mobilier, ce que nous avons pu constater lorsque nous avons visité l'hôtel. Ainsi, ces travaux n'ont concerné ni la structure ni la rénovation en profondeur des chambres, tous deux nécessaires à la mise au niveau de l'établissement face à ses concurrents.

6.2.3.3 Insuffisance des multiples implicites de valorisation de SFCMC par rapport aux sociétés cotées comparables

La méthode des comparables boursiers est présentée au § 4.3.5 du présent rapport.

Plusieurs actionnaires minoritaires ont mis en œuvre cette méthode.

L'un d'entre eux, ayant réalisé une valorisation préalable des murs, a mis en œuvre cette méthode sur l'activité d'exploitation de l'hôtel Majestic (OpCo seulement) en retenant un multiple de chiffre d'affaires de x4,5 et un multiple de REX de x13, et sur l'hôtel Gray d'Albion (PropCo et OpCo) en retenant un multiple de chiffre d'affaires de x15 et un multiple d'EBITDA de x20. Au-delà de l'absence apparente de cohérence entre les hypothèses retenues dans la mise en œuvre de la méthode, l'actionnaire minoritaire n'explique pas comment ont été déterminés les multiples appliqués aux agrégats des deux hôtels. D'autre part, dans l'approche concernant l'hôtel Majestic, l'actionnaire majoritaire aurait dû, selon nous, retraiter un loyer théorique du REX dans la mesure où la valeur des murs avait été appréhendée par ailleurs. Dans ce contexte, nous ne pouvons pas retenir cette approche.

Un autre actionnaire minoritaire a appliqué cette même méthode en calculant le multiple médian d'EBIT de x20,76 observé sur un échantillon de sociétés cotées. L'échantillon retenu ne nous paraît pas présenter les caractéristiques permettant de les retenir en tant que comparables. En effet, sur les 8 groupes retenus (i) cinq dépassent les 10 md\$ de capitalisation boursière (dont l'un à près de 100 md\$), (ii) cinq sont *asset-light* et deux sont des REITs hôteliers (ne possédant que les murs sans les opérer), (iii) les hôtels opérés ou détenus par sept des huit sociétés de l'échantillon couvrent une large gamme de catégories (de l'économique au luxe) et, (iv) la seule société dont les caractéristiques se rapprochent de celles de SFCMC est la société Les Hôtels Baverez SA (dont la capitalisation boursière s'élève 168 m€ et le chiffre d'affaires de l'ordre de 40 m€) qui n'est pas suivie par les analystes, qui ne cote qu'un jour sur deux et qui présente un faible rotation du capital. L'ensemble de ces éléments ne nous permet pas de retenir ces éléments.

Ces deux exemples illustrent la difficulté de mise en œuvre de cette méthode au cas d'espèce (cf. §4.3.5).

6.2.3.4 Hypothèses retenues pour la mise en œuvre de la méthode des transactions comparables

Certains actionnaires minoritaires ont mis en œuvre une approche de la valeur des hôtels en appliquant à leur nombre de chambres une valeur par chambre (le prix à la clé). Cette méthode et ses limites sont présentées au § 4.3.6 de notre rapport.

Cependant, nous soulignons que les actionnaires minoritaires ont déterminé le prix à la clé sur un échantillon qui nous paraît inadapté à la mise en œuvre de la méthode.

En effet, l'un a retenu un échantillon à l'effectif qui nous semble très faible, quatre hôtels 5★ pour le Majestic et deux hôtels 4★ pour le Gray d'Albion. D'autre part, les transactions retenues pour les 5★, portant toutes sur des hôtels situés sur la Côte d'Azur, sont pour la plupart anciennes (2012, 2013, 2019 et 2025). Les deux transactions les plus récentes et qui présentent les prix à la clé les plus élevés, disposent d'un nombre de chambres faible, voire très faible (20 et 43 chambres). L'un d'entre eux a définitivement fermé en raison de l'épidémie de Covid et de la guerre en Ukraine avant la réalisation des travaux prévus par son propriétaire. L'autre est un établissement exclusif d'ultra luxe de vingt chambres situé en bord de mer sur un site isolé dont les chambres sont proposées à des prix bien supérieurs à ceux du Majestic. Dans ce contexte, le multiple proposé par l'actionnaire minoritaire de 1,4 m€ qui est déconnecté de l'échantillon ne nous paraît pas pouvoir être retenu.

Au contraire du premier, un second actionnaire minoritaire a retenu des multiples à la clé, 1,3 m€ pour les 5★ et 607 k€ pour les 4★, issus d'un panel de transactions plus récentes (2023-2026) et plus large (dix 5★ et treize 4★). Cependant, ces multiples dérivent de transactions dont aucune n'est réalisée sur la Côte d'Azur s'agissant des 5★ (hormis la transaction sur l'établissement exclusif identique à celui relevé par le premier actionnaire minoritaire) et une faible minorité pour les 4★ (deux sur treize). La majorité des transactions retenues ont été réalisées à Paris ce qui introduit un biais géographique qui invalide selon nous l'approche.

L'analyse des échantillons transactionnels proposés par les minoritaires vient conforter les conclusions exposées aux § 4.3.6 et 5.2.2 du présent rapport. La pertinence de cette approche est desservie par l'aspect subjectif du choix des références retenues, et repose sur une hypothèse de cession isolée des actifs hôteliers qui a été expressément exclue par le management. Elle ne peut donc constituer une méthode principale d'appréciation du Prix d'Offre, mais seulement un élément de recoupement à manier avec prudence.

6.2.3.5 Impact de la fiscalité dans le calcul de l'ANR

Un actionnaire minoritaire a critiqué la prise en compte de la fiscalité latente en l'absence d'une éventualité de cession.

Tout d'abord, nous rappelons que cette position n'est pas partagée par l'ensemble des actionnaires minoritaires puisque l'un d'entre eux, qui a mis en œuvre une approche patrimoniale sur les hôtels Majestic et Gray d'Albion, intègre la fiscalité latente à ses travaux.

Ensuite et tout en rappelant que SFCMC n'est pas une société foncière, nous relevons que la prise en compte de la fiscalité latente est la méthode privilégiée dans les opérations de marché visant des sociétés immobilières, y compris en cas de retrait obligatoire (Société de la Tour Eiffel, MRM, Galimmo).

Nous relevons par ailleurs que les experts indépendants, et les établissements présentateurs, retiennent la méthode DCF à titre principal.

7 CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action SFCMC auxquelles nous parvenons :

SFCMC Méthodes/Référence		Valeur (en € par action)			Prime/ (Décote) vs Offre
		basse	centrale	haute	
Cours de bourse SFCMC (8 décembre 2025)	36 mois	1 300,0	1 537,4	1 810,0	75,6 %
	24 mois	1 350,0	1 499,0	1 740,0	80,1 %
	12 mois	1 350,0	1 473,3	1 720,0	83,3 %
	6 mois	1 460,0	1 493,0	1 570,0	80,8 %
	3 mois	1 460,0	1 491,0	1 570,0	81,1 %
	20 jours	1 460,0	1 472,3	1 490,0	83,4 %
	Spot	1 490,0	1 490,0	1 490,0	81,2 %
DCF	Hors Majestic	573,7	712,5	851,4	n.s.
	Majestic	1 098,4	1 415,5	1 760,1	n.s.
	SFCMC consolidé	1 672,1	2 128,1	2 611,5	26,9 %
Multiples boursiers	VE/CA	734,2	1 303,4	1 872,6	107,1 %
	VE/EBITDAal	1 059,7	2 024,0	2 988,3	33,4 %
Sommes des parties	Expert Immo.	2 332,5	2 707,6	3 095,8	(0,3)%
	Transactions	2 201,2	2 734,8	3 305,3	(1,3)%
Opérations sur le capital	Fimalac (2023)	1 400,0	1 400,0	1 400,0	92,9 %
	Casinvest (2025)	1 897,0	1 897,0	1 897,0	42,3 %
ANC	31-oct.-25	2 023,2	2 023,2	2 023,2	33,5 %
	post fusion	2 020,5	2 020,5	2 020,5	33,6 %
	30-avr.-26	2 075,4	2 075,4	2 075,4	30,1 %

Dans nos travaux, nous avons retenu l'approche DCF à titre principal dans la mesure où cette méthode est selon nous la seule susceptible d'estimer la valeur intrinsèque de la Société en tenant pleinement compte des effets du cycle d'investissement engagé par le Groupe sur son principal actif, l'hôtel Majestic. Elle conduit à une valeur centrale de 2 128 € par action SFCMC, comprise dans une fourchette de 1 672 € et 2 611 €, qui extériorise une prime sur le prix d'Offre de 26,9 %.

Nous avons également tenu compte de la référence à la transaction réalisée entre Casinvest et l'Initiateur, SPD. En effet, cette transaction a été conclue entre parties indépendantes l'une de l'autre et à un prix ferme et définitif. Si l'on ne peut contester le fait que la transaction ait été réalisée sans mise en concurrence d'acquéreurs potentiels autres que SPD, il n'en demeure pas moins qu'elle a concerné des investisseurs avertis, a porté sur une quote-part de capital conséquente (25,94 %) et a été payée comptant. Par ailleurs, nous relevons que le prix de la transaction est cohérent avec la valeur centrale de la méthode DCF (12 % d'écart). Pour ces raisons, nous avons retenu cette référence à titre principal.

A l'inverse, nous n'avons pas considéré pertinente la référence au cours de bourse en raison de la faible rotation du capital et du flottant, lui-même très étroit, dans un marché où l'action cote moins d'un jour sur deux. Nous observons qu'entre l'annonce de l'Offre, le 8 décembre 2025, et l'annonce du rehaussement du prix d'Offre, le 28 mai 2026, le cours de SFCMC évolue entre 1 900 € et 2 500 € (atteint le 13 avril 2026) pour un VWAP de 2 403 € sur la période et dans un volume quatre fois supérieur au volume historique.

De la même manière, nous n'avons pas retenu la référence à l'actif net comptable consolidé, la méthode l'actualisation des dividendes (en raison de l'absence d'une politique de distribution stable) et la référence à la transaction Fimalac (en raison de son antériorité et d'une référence plus récente, Casinvest, portant sur une quote-part de capital plus importante).

En raison des biais qu'elles supportent, nous n'avons pas non plus retenu les méthodes suivantes mais les avons mises en œuvre à titre d'information :

- La méthode des comparables boursiers, dans la mesure où il n'existe pas de sociétés directement comparables à SFCMC, que ce soit en termes de positionnement, de zone géographique et de mode d'exploitation... ;
- La méthode des comparables transactionnels, qui pâtit des mêmes difficultés de mise en œuvre que la méthode des comparables boursiers s'agissant des critères de comparabilité.

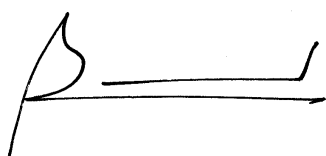
La méthode par la somme des parties, reposant sur des expertises immobilières, a été présentée à titre secondaire seulement, celle-ci présupposant de réaliser les actifs immobiliers afin d'en percevoir une contrepartie financière disponible. Ce scénario qui n'est envisagé ni par l'Initiateur ni par le management et qui est prohibé par le contrat de cession avec Casinvest durant cinq ans, repose donc sur un postulat totalement théorique.

Enfin, il convient de souligner que la présente Offre a vu son prix relevé à 2 700 € par action SFCMC contre 1 897 € envisagé initialement (+42,3 %). Ce rehaussement, annoncé le 28 mai 2026, est intervenu à la suite d'échanges menés avec la Société, l'Initiateur, leurs conseils respectifs et le commissaire à la fusion. Ainsi, le prix a été fixé par référence à la borne haute de l'approche DCF retenue à titre principal.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 2 700 € par action SFCMC proposé dans le cadre de l'offre publique de retrait 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 22 juillet 2026

BM&A Advisory & Support



Pierre Béal



Stéphane Marande

Associés

8 ANNEXES

8.1 Lettre de mission

Docusign Envelope ID: E7644EAF-F520-4E07-B886-EEA4C9FB04FC



Société Fermière du Casino Municipal de Cannes
1 Espace Lucien Barrière
06400 Cannes

À l'attention de madame Joy Desseigne-Barrière

Paris, le 28 janvier 2026

Madame la Présidente,

Vous nous avez informés d'un projet d'offre publique suivie d'un retrait obligatoire (ci-après l'« **Offre** ») sur les actions de la Société Fermière du Casino Municipal de Cannes (ci-après « **SFCMC** » ou la « **Société** »), initié par la Société de Participation Deauvillaise (ci-après « **SPD** » ou l'« **Initiateur** »), et du souhait de la Société de disposer de notre part d'une proposition en vue d'une éventuelle désignation en tant qu'expert indépendant, étant précisé que l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« **AMF** ») a fait connaître sa décision de non-opposition à notre désignation le 15 janvier 2026 en application de l'article 261-1-1 I du Règlement général de l'AMF (ci-après le « **RGAMF** »).

La présente lettre a pour objet de préciser notre compréhension du cadre de la mission et son objectif, ainsi que de présenter la démarche susceptible d'être mise en œuvre et les modalités pratiques envisagées.

1 Contexte de l'opération et objectif de la mission

1.1 Contexte de l'opération

SFCMC est une société holding cotée (FR0000062101 – FCMC) sur le compartiment B d'Euronext Paris (Mid Cap). Elle est la société faîtière d'un groupe contrôlant des sociétés qui possèdent et exploitent trois hôtels, dont l'un est détenu et exploité par la Société Immobilière et d'Exploitation de l'Hôtel Majestic (ci-après « **SIEHM** ») dont les actions sont elles-mêmes cotées sur Euronext Access Paris, et leurs plages et restaurants ainsi qu'un casino.

Le 8 décembre 2025, la Société a annoncé que SPD et Casinvest¹ ont signé un accord prévoyant le rachat par SPD de l'intégralité de la participation détenue par Casinvest dans SFCMC représentant 25,94 % du capital et 26,82 % des droits de vote, à un prix de ferme et définitif de 1 897 € par action SFCMC. Dans un objectif de simplification de l'organigramme juridique du Groupe, SPD a concomitamment annoncé envisager les deux opérations suivantes : (i) la fusion-absorption par SFCMC de SIEHM, dont SFCMC détient 96,33 % du capital, d'ici la fin du premier trimestre 2026 (la « **Fusion** ») et (ii) le dépôt par SPD d'un projet d'Offre, une fois la Fusion réalisée et au cours du premier semestre 2026. Le prix de l'Offre proposé est fixé à 1 897 € par action SFCMC, identique à celui payé à Casinvest, étant précisé que l'Initiateur envisage de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire.

¹ Société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, contrôlée par la société Qatari Diar Real Estate Investment Company.

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

Société d'expertise comptable inscrite au tableau de Paris Île-de-France

Société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 euros - RCS Paris 513 273 763 – TVA intracommunautaire FR39513273763



À la suite de cette annonce, la capitalisation boursière de la Société s'élève à 300 m€ sur la base d'un cours par action de 1 900 € relevé le 15 décembre 2025 (contre 235 m€ préalablement à l'annonce, sur la base d'un cours de bourse de 1 490 € relevé le 8 décembre 2025).

La transaction ayant été réalisée le 11 décembre 2025, le capital de la Société est aujourd'hui contrôlé à hauteur de 93,17 % par la SPD, société elle-même contrôlée par la famille Desseigne-Barrière propriétaire du Groupe Lucien Barrière. Le solde du capital est détenu à hauteur de 6,8 % par le public.

1.2 Contexte réglementaire, objectif de notre intervention et indépendance

En application des dispositions du Titre VI du Livre II, Chapitre 1^{er}, article 261-1 du RGAMF, et dans la mesure où :

- la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233.3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération (RGAMF art. n°261-1 I 1°) ;
- l'opération de Fusion² prévue peut être considérée comme une opération connexe à l'Offre et susceptible d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'Offre (RGAMF art. n°261-1 I 4°) ;
- l'Initiateur envisage un retrait obligatoire (RGAMF art. n°261-1 II).

SFCMC est tenu de désigner un expert indépendant chargé de se prononcer sur le caractère équitable du prix par action proposé dans le cadre de l'Offre, et sur le respect du principe d'égalité de traitement entre les actionnaires.

Conformément aux normes générales de l'Ordre des Experts-Comptables, et en application de l'article 261-4, II, du règlement général de l'AMF, nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de nous avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission. Nous vous confirmons, après avoir interrogé nos associés :

- n'être concernés par aucune des quatre hypothèses de conflit d'intérêts listées à l'article 1^{er} de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante,
- n'avoir identifié dans nos missions passées, après avoir consulté notre base de données des dix dernières années, aucune mission que nous aurions assurée pour le groupe Barrière ou son actionnariat familial de contrôle,
- par référence à l'article 261-4, I, al. 2, du règlement général de l'AMF, ne pas être intervenu sur des opérations présentées par les établissements présentateurs de l'Offre – BNP et Société Générale – avec une fréquence susceptible de compromettre notre indépendance.

1.3 Limites de nos travaux

Notre mission n'aura pas pour objectif de mettre en œuvre un audit ou un examen limité au sens des normes d'exercice professionnel de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes ou des normes internationales de l'IFAC. Nos travaux d'analyse seront fondés principalement sur les informations et les documents communiqués par la Société. Il ne relèvera pas de notre mission de vérifier l'exactitude et l'exhaustivité de ces documents et informations qui seront considérés comme exacts, complets et établis de bonne foi. En particulier, nous ne procéderons à aucun audit informatique, comptable, financier, juridique ou fiscal. Néanmoins, conformément à la pratique en matière d'évaluation, nous vérifierons le caractère vraisemblable et cohérent de l'ensemble des informations et données utilisées.

² Fusion par absorption de la SIEHM par SFCMC prévue dans le cadre général de l'Offre.

2 Approche envisagée

Pour répondre à l'objectif de notre mission, nous mettrons notamment en œuvre les diligences suivantes.

2.1 Analyse du contexte de l'opération et compréhension du modèle économique de la Société

Cette phase préliminaire vise à analyser les termes et conditions de l'Offre.

Elle a également pour objectif de comprendre l'évolution de l'activité de la Société, de son environnement économique et de ses *drivers* de croissance et de marge, en analysant, d'une part, l'évolution des activités Hôtellerie, Restauration et Jeux et, d'autre part, les coûts de gestion de la holding proprement dite.

Elle comprend également l'analyse des agrégats prévisionnels et, notamment, l'analyse du plan d'affaires ayant servi de base aux travaux d'évaluation.

Elle intègre enfin l'examen de la structure financière sur la base des comptes annuels clos au 31 octobre 2025.

S'agissant d'informations tirées des prévisions, nous nous assurerons de leur cohérence et de leur vraisemblance en effectuant les investigations que nous estimerons nécessaires, notamment concernant les perspectives de croissance et les niveaux de marges. Ces informations pourront être précisées par le management pour en affiner la compréhension.

2.2 Recherche des références et méthodes d'évaluation pertinentes et mise en œuvre de celles-ci

Conformément à l'instruction AMF n°2006-08 du 28 septembre 2006 et modifiée le 10 février 2020, le rapport d'expertise comporte « *une évaluation de la société visée ou des actifs concernés et de toutes les contreparties de l'offre ou de l'opération concernée* ». En application des recommandations de l'AMF sur l'expertise indépendante, l'évaluation des titres de la société visée « *repose sur une approche multicritères qui comprend la mise en œuvre de méthodes d'évaluation et l'examen de références de valorisation* ».

Nous rechercherons par conséquent les méthodes et références d'évaluation les plus pertinentes au regard des spécificités du Groupe et les mettrons en œuvre. Sur la base des éléments à notre disposition et en première analyse et compte tenu du caractère singulier des Sociétés, toutes holdings, il nous semble approprié d'envisager l'application des méthodes suivantes :

- A titre principal,
 - La référence au prix de cession extériorisé par la transaction avec Casinvest (en rappelant les termes de la transaction intervenue avec Fimalac en 2023) ;
 - L'approche par l'Actif Net Réévalué (ci-après l'« **ANR** ») reposant sur l'évaluation par la méthode DCF de chacune des filiales de la Société et la prise en compte des charges d'exploitation de la holding de tête. Cette approche nous paraît préférable eu égard au projet de Fusion. Si pertinent, elle pourra être complétée par une évaluation globale de la Société par la méthode DCF.
- A titre secondaire,
 - le cours de bourse de la Société sous offre, dont la liquidité est limitée ;
 - une approche par la méthode des comparables boursiers en distinguant les activités Hôtellerie/Restauration des activités de Jeux.
- A titre d'information, nous présenterons l'Actif Net Comptable de la Société au 31 octobre 2025.

Nos travaux techniques se concluront par une analyse critique des travaux d'évaluation effectués par la banque présentatrice.

2.3 Examen des accords pouvant avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre

Comme indiqué supra, nous analyserons les éléments d'évaluation retenus dans le traité de Fusion et dans les travaux du commissaire aux apports réalisés dans le cadre de la Fusion.

2.4 Finalisation de nos travaux

Cette dernière phase comporte la préparation d'une lettre d'affirmation signée par les dirigeants de la Société. En effet, nos interventions étant menées sur la base d'entretiens et de documents préparés par la Société, nous vous demanderons de nous confirmer par écrit un certain nombre d'éléments nécessaires à la formation de notre avis, notamment :

- que les hypothèses retenues pour établir les prévisions de résultat correspondent au scénario le plus vraisemblable à la date de l'évaluation ;
- que l'ensemble des accords, contrats et engagements donnés et pris dans le cadre de l'opération nous a été communiqué ;
- qu'aucun élément n'est survenu entre la date d'évaluation et la date d'émission de notre rapport, susceptible de remettre en cause ces hypothèses.

Nos travaux seront synthétisés dans un rapport conclu par une attestation d'équité.

Par ailleurs, nous répondrons aux éventuelles interrogations de l'AMF et des actionnaires minoritaires relatives à nos travaux.

3 Modalités pratiques de notre intervention

3.1 Équipe

La mission sera réalisée par Pierre Béal et Stéphane Marande, associés spécialisés en évaluation financière des entreprises, assistés des consultants nécessaires à sa bonne exécution.

La revue indépendante sera effectuée par un associé du cabinet n'intervenant pas directement sur la mission.

3.2 Calendrier et durée de la mission

S'agissant du calendrier, l'article 262-1 du RGAMF prévoit que l'expert doit disposer d'un délai qui ne peut être inférieur à 20 jours de négociation. Ce délai ne paraît pas poser de problème pour autant que nous disposions de l'ensemble des documents et informations nécessaires à l'accomplissement de nos travaux au plus tôt.

3.3 Honoraires

Nos honoraires sont déterminés forfaitairement en fonction d'une estimation du temps nécessaire pour accomplir cette mission sans considération de l'issue de l'Offre.

Sur la base des informations dont nous disposons, nos honoraires sont estimés à 100 000 €, hors taxes et débours, dans une fourchette de plus ou moins 10 %.

Ces honoraires, payables comptant, seront facturés à hauteur de 50 % à l'acceptation de la présente et, pour le solde, à la remise de notre rapport.

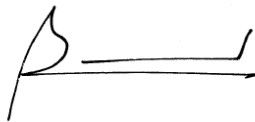
Au cas où notre mission serait interrompue, nos honoraires seraient facturés sur la base des temps passés à la date où notre mission prendrait fin.

Cette proposition repose sur des conditions de déroulement normal de nos travaux et sur une collaboration active de vos services et de vos conseils. Si en cours de mission ce budget paraissait ne pas pouvoir être tenu en raison de problèmes spécifiques inconnus à ce jour, nous porterions sans délai ce fait à votre connaissance pour en tirer les conséquences avec vous.

Si les termes de la présente lettre vous agréent, nous vous serions reconnaissants de bien vouloir marquer votre accord en nous en retournant un exemplaire paraphé, daté et signé.

Restant à votre disposition pour toute précision complémentaire que vous jugeriez utile, nous vous prions d'agréer, madame la Présidente, l'expression de notre considération distinguée.

BM&A Advisory & Support



Pierre Béal
Associé

Nom du client, signature pour accord :

Signé par :



2A72031DC975439...

Nom	Desseigne-Barrière Joy
Fonction	Présidente
Société	Groupe Barrière
Date	30 janvier 2026

Annexes :

- 1- Opérations publiques récentes et participation aux associations professionnelles
- 2- Charte déontologique de BM&A propre aux missions d'expertise indépendante

8.2 Travaux de rénovation du Majestic

Le programme de rénovation du Majestic constitue un élément structurant de nos travaux d'évaluation, compte tenu du poids de l'actif dans la valeur de SFCMC et de l'ampleur des investissements envisagés.

Nos diligences ont notamment consisté à échanger avec le management du Groupe Barrière, la direction opérationnelle de l'hôtel, les équipes Architecture & Patrimoine et Technique Hôtellerie du Groupe, ainsi qu'avec les consultants spécialisés intervenant sur le projet, notamment l'assistance à maîtrise d'ouvrage et l'économiste de la construction. Ces échanges ont permis de préciser la nature du besoin, l'état d'avancement des études, les modalités de chiffrage, le calendrier envisagé et les principaux risques d'exécution.

Il ressort de ces travaux que le projet ne correspond pas à une simple rénovation décorative, mais à une opération lourde combinant :

- des travaux techniques et patrimoniaux nécessaires à la remise à niveau du bâtiment, compte tenu de son ancienneté, de l'état des réseaux et de plusieurs sujets identifiés en matière de confort, de conformité, d'étanchéité, de ventilation, d'acoustique et de performance technique ;
- des travaux de repositionnement commercial destinés à adapter l'actif aux standards actuels du très haut de gamme, dans un environnement concurrentiel marqué par la rénovation du Carlton et la montée en gamme du Martinez ;
- une recomposition partielle du produit hôtelier, avec notamment une évolution du *room mix*, une réduction du nombre de clés, une amélioration des espaces communs et des flux, ainsi qu'un objectif de montée en gamme susceptible de permettre à l'établissement de prétendre au label Palace.

Ce diagnostic est cohérent avec les constats développés au §3.5 : le Majestic conserve des atouts structurels significatifs, mais fait face à une élévation du standard concurrentiel sur la Croisette, dans un marché où la création de valeur est de plus en plus liée à la capacité à soutenir des prix moyens élevés et à capter la prime attachée aux actifs les mieux positionnés. Le management nous a ainsi indiqué que le programme projeté répond à la fois à une nécessité de remise à niveau de l'actif et à une ambition de repositionnement concurrentiel.

8.2.1 Chiffrage de l'enveloppe globale par le management

L'enveloppe globale du projet communiquée par le management ressort à un ordre de grandeur d'environ 330 m€, incluant les travaux, les honoraires, les assurances et les aléas. Ce montant est cohérent avec les orientations d'investissement présentées par le management, à savoir des travaux structurels significatifs et un programme complémentaire de montée en gamme portant l'investissement total envisagé à un niveau comparable aux rénovations majeures observées sur la Croisette.

Le chiffrage a été établi à partir d'une démarche progressive comprenant :

- un diagnostic technique complet du bâtiment, couvrant notamment la structure, l'enveloppe, les façades, les réseaux techniques, la climatisation, l'acoustique, l'électricité, les sujets de conformité et les enjeux de confort client ;
- des études de faisabilité engagées après cette première phase de diagnostic, intégrant une réflexion sur les surfaces, le nombre de chambres, les catégories de chambres, les espaces communs, les flux clients et les flux de back-office ;
- l'intervention d'un décorateur et d'une équipe de maîtrise d'œuvre spécialisée dans l'hôtellerie de luxe ;
- l'appui d'une assistance à maîtrise d'ouvrage et d'un économiste de la construction, chargés de fiabiliser les hypothèses techniques, les coûts par lots et les ratios de construction ;

- des benchmarks internes et externes, notamment à partir de projets de rénovation comparables dans l'hôtellerie très haut de gamme, dont le Carlton, ainsi que d'autres références hôtelières de catégorie 5 étoiles / Palace.

Le management nous a indiqué que la référence au Carlton avait été utilisée comme point de comparaison, à la fois pour apprécier l'ampleur du projet, les coûts unitaires et les risques d'exécution. Cette référence doit toutefois être maniée avec prudence, chaque chantier dépendant de ses caractéristiques propres : état initial du bâtiment, contraintes patrimoniales, niveau de fermeture, choix décoratifs, surfaces traitées, phasage et degré de repositionnement recherché.

À ce stade, le budget comprend une provision pour aléas, estimée par le management à environ 5 % du montant des travaux. Ce niveau d'aléa apparaît cohérent avec le stade d'avancement du projet, mais ne supprime pas le risque de dépassement inhérent à une opération de cette ampleur, portant sur un bâtiment ancien, en site hôtelier de prestige et dans un calendrier fortement contraint par la saisonnalité cannoise.

Les échanges avec les équipes projet font ressortir que le choix d'une fermeture de l'hôtel, plutôt qu'une réalisation des travaux en exploitation, vise précisément à limiter les aléas de chantier, à sécuriser la qualité d'exécution et à éviter un allongement excessif du calendrier. Ce choix est économiquement coûteux à court terme, puisqu'il entraîne une perte temporaire d'exploitation, mais il permet de réduire le risque opérationnel d'un chantier conduit par phases successives dans un hôtel ouvert.

Le chiffrage demeure néanmoins programmatique. Les entreprises réalisatrices ne seront sélectionnées qu'à un stade ultérieur, après finalisation des études, des autorisations administratives et des appels d'offres. En conséquence, nous avons traité le risque de dépassement dans nos analyses de sensibilité plutôt que comme un ajustement additionnel du scénario central.

Le programme de rénovation du Majestic s'inscrit dans un contexte de perte d'attractivité relative de l'établissement

La ventilation de l'enveloppe communiquée par le management, présentée par grande typologie de travaux (la fermeture de l'établissement pendant les travaux étant estimée à 29 mois), se décompose de la manière suivante :

Typologie	%	Postes couverts
Décoration	54%	Peinture ; plafonds ; sols ; agencement ; mobiliers & équipements ; arts.
Patrimoine	20%	Façades ; fenêtres ; étanchéité ; extérieurs ; centrale électrique.
Technique	18%	Réseaux de climatisation ; chauffage ; électricité ; détection incendie ; plomberie ; informatique.
Divers	8%	Aléas ; fournitures et équipements d'exploitation ; assurances.

8.2.2 Calendrier prévu

Le calendrier du projet s'inscrit dans un processus long, compte tenu de l'ampleur des travaux, des contraintes réglementaires et patrimoniales, de la nécessité de préserver la saisonnalité commerciale de l'hôtel et de la synchronisation avec les grands événements cannois, en particulier le Festival de Cannes.

D'après les informations communiquées, le projet a connu plusieurs phases successives :

- une phase de diagnostic technique et d'identification des besoins, conduite sur une période d'environ deux ans ;
- une phase d'études de faisabilité et de conception, engagée à partir de 2025, avec l'intervention du décorateur, de l'architecte, de l'assistance à maîtrise d'ouvrage, de l'économiste et des bureaux d'études spécialisés ;

- une phase de structuration plus opérationnelle du projet, accélérée depuis 2026, avec la mise en place d'une équipe complète de consultants, l'organisation de réunions régulières et la formalisation progressive du calendrier, du phasage et du chiffrage ;
- une phase administrative à venir, incluant notamment le dépôt du permis de construire, puis l'obtention des autorisations et l'expiration des délais de recours ;
- une phase de travaux lourds, nécessitant la fermeture de l'hôtel, avec une réouverture devant être calée sur le calendrier commercial de Cannes et, en particulier, sur la période du Festival.

Le management nous a indiqué être confiant dans le calendrier envisagé, compte tenu de l'expérience acquise sur des opérations comparables, notamment le Carlton, et de la qualité des intervenants sélectionnés. Il convient toutefois de rappeler que ce calendrier reste exposé à plusieurs facteurs de risque : obtention des autorisations administratives, éventuels recours, prescriptions techniques ou patrimoniales complémentaires, disponibilité des entreprises, inflation des coûts de construction et aléas propres à un bâtiment ancien.

La date de réouverture constitue un point particulièrement sensible. Un décalage, même limité, pourrait avoir un effet économique significatif, dès lors que l'activité du Majestic est fortement concentrée sur certaines périodes clés de l'année, notamment la saison estivale et les grands événements cannois. Ce risque a été pris en compte dans notre appréciation de la cohérence d'ensemble du plan d'affaires et dans les analyses de sensibilité mises en œuvre.

8.2.3 Valeur présente des capex techniques et patrimoniaux

Pour les besoins de nos travaux d'évaluation, nous avons distingué deux catégories de dépenses :

- les capex techniques et patrimoniaux, correspondant aux travaux de remise à niveau du bâtiment, assimilables à un rattrapage d'investissements nécessaires à la conservation, à la conformité et à l'exploitation durable de l'actif ;
- les capex de montée en gamme, correspondant aux dépenses destinées à améliorer le positionnement commercial de l'hôtel, son niveau de prestation et sa capacité à capter une prime tarifaire post-rénovation.

Cette distinction est essentielle. Les premiers ne constituent pas, en eux-mêmes, une création de valeur : ils correspondent à une charge économique latente attachée à l'actif, qu'un propriétaire de marché devrait supporter pour maintenir l'hôtel dans un état d'exploitation cohérent avec son positionnement. À ce titre, ils ont été traités comme un élément de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, conformément au traitement présenté au § 4.2.2.3

Les seconds relèvent d'un investissement de repositionnement : ils sont intégrés dans les flux d'exploitation du plan d'affaires, en regard des bénéfices attendus après réouverture, notamment l'amélioration du prix moyen, du RevPAR et de la rentabilité opérationnelle. Ce traitement permet d'éviter un double comptage : les coûts nécessaires au repositionnement sont supportés dans les flux, tandis que les bénéfices attendus du repositionnement ne sont retenus que dans le même cadre d'analyse.

La valeur présente des capex techniques et patrimoniaux a été déterminée à partir du calendrier prévisionnel de décaissement communiqué par le management, actualisé au taux retenu dans nos travaux, puis retraitée de l'économie fiscale théorique associée. Cette approche revient à mesurer la charge économique nette supportée par l'actif au titre des travaux de maintien et de remise à niveau, indépendamment de la création de valeur potentielle attachée à la montée en gamme.

Ce traitement nous paraît cohérent avec la nature du projet : le programme Majestic combine une composante contrainte, liée à l'état du bâtiment et aux standards d'exploitation attendus, et une composante discrétionnaire, liée à l'ambition de repositionnement vers le segment Palace. Il permet ainsi de ne pas pénaliser indûment la valeur en imputant l'intégralité du programme comme une dette, tout en ne créditant pas non plus aux actionnaires les effets positifs d'un repositionnement sans en porter le coût correspondant.

En synthèse, les échanges avec le management et les équipes projet confirment la réalité du besoin d'investissement, l'ampleur du programme envisagé et le caractère structurant de son exécution pour la valeur du Majestic. Ils confirment également que les travaux comportent un risque d'exécution significatif, inhérent à la taille du projet, au caractère ancien et patrimonial de l'immeuble, au calendrier contraint et à la dépendance de la création de valeur au succès du repositionnement post-rénovation. Ce risque est pris en compte dans nos analyses de sensibilité et dans l'appréciation globale de l'équité du prix d'Offre.

8.3 Références transactionnelles

8.3.1 Echantillon large sélectionné

L'échantillon présenté infra a été constitué à partir des données issues des bases de données CFNEWS. La sélection des transactions s'est effectuée à partir des paramètres suivants : postérieur à 2022, références françaises, classement 4★ et 5★ :

Date	Nom	Classement (*)	Lieu	# de clés	Prix (m€)	Prix à la chambre (k€)	OpCo/PropCo	Etat des locaux
01/06/2026	Le 1932 Hôtel	4	Juan-Les-Pins	64	32	500	PropCo+OpCo	Restructuré
20/04/2026	Excelsior	4	Chamonix	79	17	215	PropCo	En restructuration
17/04/2026	Pullman Paris Tour Eiffel	4	Paris 15	435	430	989	PropCo	Restructuré
25/03/2026	Penha Longa Resort	5	Lisbonne	204	140	686	PropCo	Value-add
25/03/2026	Garden Beach Hôtel	5	Antibes	177	35	198	PropCo	Ancien
23/03/2026	Hôtel Esté	4	Paris 10	74	41	554	PropCo	Restructuré
17/03/2026	Grand Aigle	4	Serre Chevalier	60	10	167	PropCo+OpCo	Ancien
20/01/2026	Citizenm Rome	4	Rome	162	80	494	PropCo	Restructuré
09/01/2026	Hôtel La Pérouse	4	Nice	53	60	1 132	PropCo	Restructuré
31/12/2025	66 Motte-Piquet	4	Paris 15	55	33	600	PropCo	Restructuré
30/12/2025	Hotel Quinta da Comporta	5	Carvalhal	70	70	1 000	PropCo	En restructuration
19/12/2025	Filigrane	4	Paris 2	43	38	884	PropCo	Restructuré
19/12/2025	Hôtel Marignan	5	Paris 8	50	70	1 400	PropCo+OpCo	Ancien
17/12/2025	Grand Cœur Latin	4	Paris 5	75	70	933	PropCo	Restructuré
17/12/2025	Hôtel le Courcheveige	4	Courchevel	84	172	2 048	PropCo	Ancien
03/12/2025	Château des fleurs	5	Paris 8	38	50	1 316	PropCo	Restructuré
28/11/2025	Hôtel les jardins de la Villa	4	Paris 17	33	17	515	PropCo	Ancien
07/11/2025	Hôtel Bassano	4	Paris 16	33	20	606	PropCo+OpCo	Restructuré
23/09/2025	NH Lyon Airport	4	Lyon	245	43	176	PropCo	Restructuré
08/09/2025	Hôtel Vice Versa	4	Paris 15	37	12	324	PropCo	Ancien
21/08/2025	Luxotel Cannes Hôtel	4	Cannes	100	20	200	PropCo	Ancien
25/07/2025	Pullmann Paris Montparnasse	4	Paris 14	957	310	324	PropCo	Restructuré
25/07/2025	Les cures marines	5	Trouville	103	50	485	PropCo	Restructuré
17/07/2025	Hotel Mercure Nice	4	Nice	198	48	242	PropCo+OpCo	Ancien
17/07/2025	Hotel Cap Estel	5	Èze	20	205	10 250	PropCo+OpCo	Restructuré
09/07/2025	Hotel Banke	5	Paris 9	90	97	1 078	PropCo	Ancien
04/07/2025	Hotel Louis II	4	Paris 6	21	21	1 000	PropCo+OpCo	Restructuré
27/06/2025	Hôtel des grands Voyageurs	4	Paris 6	138	108	783	PropCo	Restructuré
30/05/2025	Hôtel Juliana Paris	5	Paris 7	40	40	1 000	PropCo+OpCo	récent
07/03/2025	Riviera Porte de Monaco	4	Cap-d'Ail	186	85	457	PropCo+OpCo	Ancien, Restructuré
05/02/2025	Hôtel les théâtres	4	Paris 2	38	13	342	PropCo+OpCo	Ancien
02/12/2024	Le YACA	5	Saint-Tropez	48	50	1 042	PropCo	Ancien
16/10/2024	Hôtel 202 Rivoli	5	Paris 1	175	190	1 086	PropCo	Ancien
03/10/2024	Le Sinner	5	Paris 3	44	53	1 205	PropCo+OpCo	recent
09/09/2024	Hotel Five Seas	5	Cannes	45	45	1 000	PropCo	Restructuré
29/07/2024	Pomme de Pin	4	Courchevel	70	65	929	PropCo	En restructuration
25/07/2024	Pilgrim	4	Paris 5	53	48	906	PropCo+OpCo	Restructuré
17/07/2024	Maison Breguet	5	Paris 11	50	46	920	PropCo+OpCo	Restructuré
04/06/2024	Mandarin Oriental	5	Paris 1	138	205	1 486	PropCo	Restructuré
02/04/2024	Sofitel Lisbon Liberdade	5	Lisbonne	163	75	460	PropCo	Ancien
30/03/2024	Pullman Paris Tour Eiffel 2	4	Paris 15	430	330	767	PropCo	Restructuré
04/03/2024	Hilton Paris Opéra	4	Paris 8	268	244	910	PropCo	Restructuré
09/02/2024	Hôtel Dame des Arts	4	Paris 6	109	110	1 055	PropCo+OpCo	Restructuré
31/01/2024	Hôte Pigalle Paris	4	Paris 9	40	25	625	PropCo+OpCo	Restructuré
02/01/2024	Hôtel Le Cardinal	4	Paris 9	77	37	481	PropCo	Ancien (value-add)
04/10/2023	Le Palace des Neiges	5	Courchevel	77	125	1 623	PropCo+OpCo	Ancien (value-add)
31/03/2023	Amastan Paris	4	Paris 8	24	14	563	PropCo+OpCo	Restructuré
20/03/2023	Hôtel Eiffel Blomet Paris	4	Paris 15	87	57	655	PropCo+OpCo	Restructuré
20/03/2023	Hotel de l'Abbaye St Germain	4	Paris 6	44	50	1 136	PropCo+OpCo	Ancien
07/03/2023	Pullman Cannes Mandelieu	4	Mandelieu-La-Napoule	213	60	282	PropCo+OpCo	Ancien (value-add)
01/03/2023	Hôtel le Chavanel	4	Paris 8	27	14	519	PropCo+OpCo	Récent
31/01/2023	Splendid Hotel	4	Cannes	62	30	484	PropCo	Ancien
31/01/2023	Splendid Hotel	4	Cannes	62	40	645	PropCo+OpCo	Ancien
30/01/2023	Westin Paris Vendôme	4	Paris 1	428	650	1 519	PropCo	Restructuré
25/01/2023	California	4	Paris 8	170	128	753	PropCo	Ancien (value-add)
22/12/2022	The Hoxton	5	Paris 2	172	170	988	PropCo	Restructuré
Quartile 1				45	35	485		
Médiane				75	50	760		
Moyenne				126	95	945		
Quartile 3				165	109	1010		

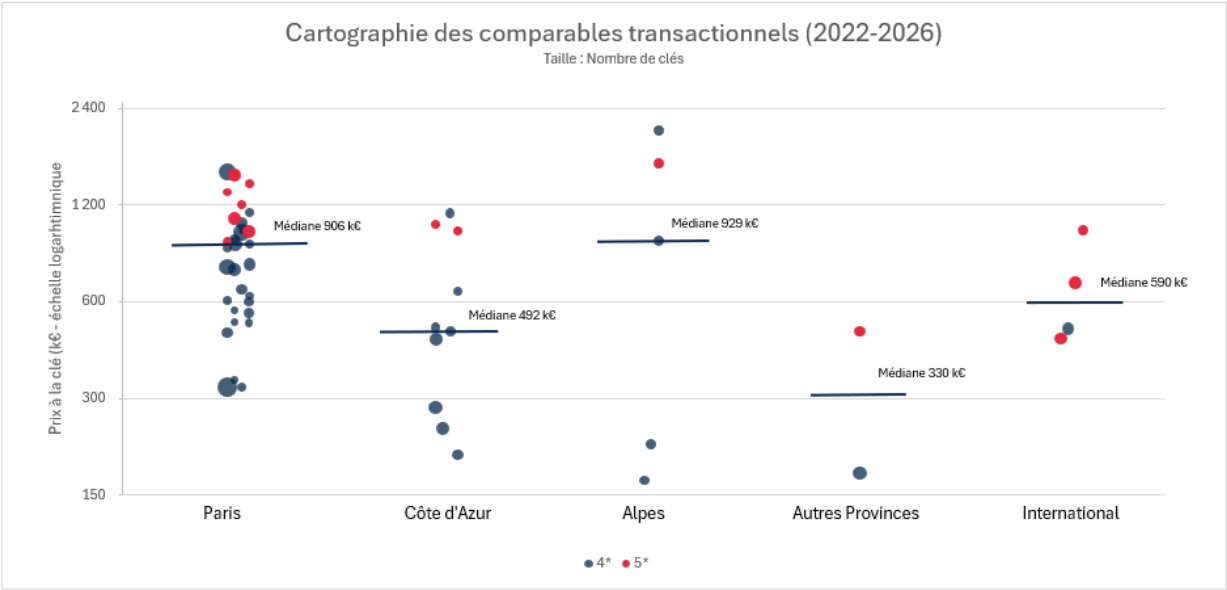
Transactions proposées par les minoritaires, non retenues

17/02/2023	Le Damantin Paris Hôtel	5	Paris 8	44	55	2 273	PropCo+OpCo	Restructuré
27/06/2025	Hôtel 3.14	4	Cannes	94	52	557	PropCo+OpCo	En restructuration

Source : CFNews IMMO

Note de présentation : Les transactions signalées en rouge ont été proposées par les actionnaires minoritaires. Le Damantin (Paris 8e, 5★, 44 clés) a été écarté pour deux motifs tenant à la nature même de la transaction, et non à son seul profil : (i) elle porte sur la cession d'une participation minoritaire dans la société d'exploitation, dont le prix incorpore une décote de minorité et d'illiquidité et ne peut être extrapolé à la valeur de 100 % de l'actif ; (ii) elle concerne le seul périmètre d'exploitation (OpCo), à l'exclusion des murs. Ces deux motifs procèdent des mêmes critères que ceux retenus, dans le présent rapport, pour écarter les références minoritaires et illiquides et pour distinguer les périmètres PropCo et OpCo. Le 3.14 a par ailleurs été exclu, le prix avancé par les minoritaires provenant de la base DVF, non homogène (traitement de la TVA et des droits non isolable) avec les transactions de l'échantillon.

8.3.2 Décomposition de l'échantillon



Source : BM&A ; CFNews IMMO

Nous constatons que l'échantillon des transactions présente une forte dispersion des prix à la chambre. Ceux-ci apparaissent volatils et éloignés de leur moyenne avec une distribution asymétrique tirant l'échantillon vers le haut du fait quelques transactions atypiques (exemple du Cap Estel et du Garden Beach Hôtel) nuisant à la pertinence des statistiques tirées de ces observations.

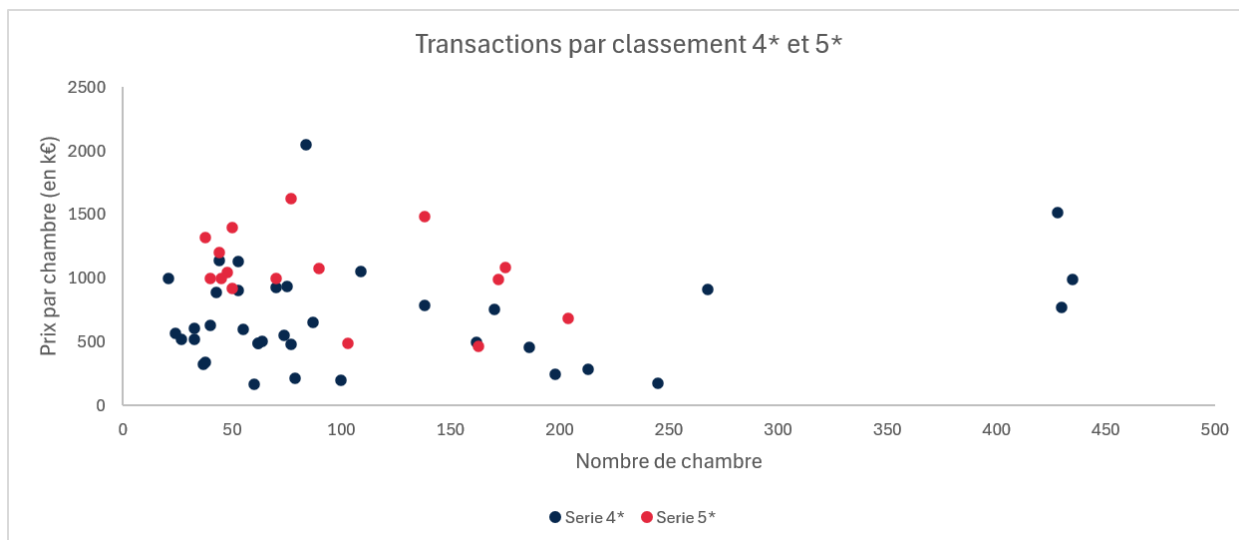
Cette dispersion est visible au sein même des échantillons géographiques et s'accroît à mesure que la taille de l'échantillon se réduit. Les médianes font ressortir des écarts de prix de transactions entre les zones géographiques mais ne peuvent pas être utilisées comme témoins de primes (décotes) de marché en raison d'autres variables non prises en compte, comme le standing de l'hôtel, le périmètre de la transaction et l'état des locaux par exemple.

8.3.3 Facteurs influant sur la formation des prix

8.3.3.1 Catégorie de l'hôtel

Compte tenu de la nature des actifs évalués, nous avons sélectionné un échantillon de transactions récentes portant sur des hôtels classés 4 et 5 étoiles. Cependant, le classement de l'hôtel ne suffit pas, à lui seul, à expliquer les prix extériorisés par les transactions.

Prix de transaction	4*	5*	Variation
Q1	475	1 000	111%
Médiane	616	1 078	75%
Moyenne	691	1 125	63%
Q3	915	1 316	44%



N.B. : Le Cap Estel a été retiré en raison de son prix à la chambre très élevé par rapport aux autres transactions (10,3 m€/chambre). Le Pullman Paris Montparnasse a été retiré du fait de son nombre de chambre non représentatif du reste de l'échantillon (957 chambres). Le Garden Beach Hôtel a été retiré compte tenu de son statut de friche hôtelière.

Le graphique supra expose le prix par chambre des transactions en fonction de son classement. En tendance générale, le standing a un effet haussier sur le prix par chambre avec une médiane à 1,1 m€ par chambre pour un hôtel 5★ contre 616 k€ par chambre pour un hôtel 4★. Néanmoins nous relevons que plusieurs transactions 4★ se situent dans l'espace graphique des transactions 5★ (notamment La Pérouse, l'Abbaye Saint-Germain, Hôtel Dame des Arts, ...). Par ailleurs, la plus haute transaction par chambre est l'hôtel 4★ Courcheneige avec 2 048 k€ par chambre.

8.3.3.2 Localisation de l'hôtel

Prix de transaction	Côte d'Azur	Paris	Variation
Q1	282	605	115%
Médiane	500	908	82%
Moyenne	611	872	43%
Q3	1 000	1 061	6%

L'échantillon se répartit entre deux destinations de référence principales : Paris (33 transactions) et la Côte d'Azur (12). Les références localisées dans le reste de la France (7) et à l'étranger (4) n'ont pas été présentée dans les statistiques supra.

Les prix parisiens ressortent nettement au-dessus (médiane de 908 k€ par chambre, contre 500 k€ en Côte d'Azur). Cet écart doit toutefois être interprété avec prudence : il traduit autant la composition de l'échantillon qu'une véritable prime géographique. Paris y est surreprésentée et concentre neuf transactions 5★, contre deux seulement en Côte d'Azur ; la comparaison oppose donc des paniers d'actifs de gamme différente, plus qu'un même actif d'une ville à l'autre. L'effet « localisation » y est, de fait, indissociable de l'effet « catégorie ».

La localisation recouvre en outre de fortes disparités au sein d'une même ville. À capacité identique (50 chambres), l'hôtel Marignan (8^e) a été cédé 70 m€, contre 46 m€ pour Maison Breguet (11^e), soit un écart de plus de 50 % sur le prix par chambre. La qualité d'un emplacement ne se lit donc ni au niveau de la destination, ni même à celui de l'arrondissement. Le graphique fait apparaître une dispersion du même ordre sur la Côte d'Azur.

La localisation demeure ainsi une variable déterminante de la valeur d'un actif hôtelier, mais insuffisante à elle seule pour en expliquer le prix : deux actifs a priori voisins peuvent différer sensiblement par leur positionnement, leur attractivité ou leur potentiel d'exploitation. La comparabilité s'en trouve limitée, et l'application mécanique de multiples issus de transactions comparables perd sa pertinence pour des actifs aussi spécifiques que ceux de SFCMC.

8.3.3.3 OpCo / PropCo

Prix de transaction	PropCo	PropCo+OpCo	Variation
Q1	508	500	-2%
Médiane	897	645	-28%
Moyenne	846	755	-11%
Q3	1 051	1 000	-5%

Un hôtel est un actif immobilier qui vend un service : il se scinde naturellement en deux composantes, les murs (le patrimoine) et le fonds de commerce (l'exploitation). Ces deux volets peuvent être portés par des structures juridiques distinctes, une société d'exploitation qui conduit l'activité (« OpCo ») et une société foncière qui détient les murs et perçoit un loyer (« PropCo »).

Notre échantillon mêle 34 cessions de murs seuls (PropCo) et 22 cessions intégrées murs + fonds de commerce (PropCo+OpCo). Une seule opération permet d'isoler proprement l'effet du périmètre : l'hôtel Splendid à Cannes, cédé 484 k€ par chambre pour les seuls murs et 645 k€ lorsque l'exploitation est incluse, soit 33 % de plus pour l'ensemble intégré. C'est l'écart que l'on attend économiquement.

À l'échelle de l'échantillon, pourtant, les PropCo ressortent plus chères que les PropCo+OpCo (médiane de 884 k€ contre 645 k€). Le constat est trompeur : il ne traduit pas une prime de marché mais la composition de l'échantillon. Les cinq plus grosses opérations sont toutes des PropCo, des actifs « *prime* » portés par des fonds d'investissement, qui tirent mécaniquement la médiane vers le haut. Faute d'information homogène, aucune autre ligne que le Splendid ne se prête à cette décomposition.

Au total, l'hétérogénéité des périmètres cédés et le caractère lacunaire de l'information privent les multiples observés de comparabilité. L'approche analogique s'en trouve fragilisée : les prix par chambre recouvrent des réalités économiques trop différentes pour être rapprochés mécaniquement.

8.3.3.4 Etat de l'actif

Les investissements restant à engager par l'acquéreur pèsent de façon directe et immédiate sur le prix : l'état des locaux figure donc parmi les premiers déterminants des références collectées. Ce paramètre est ici d'autant plus sensible que le Majestic doit supporter un programme de rénovation d'une ampleur exceptionnelle.

L'échantillon est à cet égard très disparate : 20 transactions portent sur des locaux anciens, 2 sur des locaux en cours de restructuration, 27 sur des locaux déjà restructurés et 3 sur des locaux récents.

Cette hétérogénéité fragilise directement la comparabilité. Un prix par chambre intègre implicitement les investissements que l'acquéreur anticipe et le positionnement qualitatif de l'actif ; appliqué tel quel, il rapproche des situations qui ne le sont pas. Le biais est ici structurant : les références déjà restructurées, majoritaires dans l'échantillon, incorporent une rénovation que le Majestic n'a pas encore réalisée. Les transposer sans retraitement reviendrait à créditer l'hôtel d'un effet rénovation qui reste devant lui.

8.4 Comparables boursiers

8.4.1 Sélection des comparables boursiers

8.4.1.1 Objet de la démarche

L'approche analogique par les multiples boursiers, retenue à titre de critère de valorisation de la Société, suppose la constitution préalable d'un échantillon de sociétés cotées présentant un profil économique suffisamment proche de celui de SFCMC.

SFCMC se caractérise par un profil atypique réunissant simultanément plusieurs attributs rarement réunis au sein d'une même société cotée : l'exploitation d'un casino soumis au régime français des jeux, une activité hôtelière de luxe positionnée sur le segment palace, une implantation au sein d'une destination iconique de la Côte d'Azur, un ancrage dans le cadre réglementaire français et européen, ainsi qu'une taille modeste.

Une sélection fondée sur la seule appartenance sectorielle (codes de classification « hôtellerie » ou « jeux ») conduirait à un univers hétérogène, peu représentatif de ce profil. Nous avons en conséquence retenu une méthode de notation multicritère visant à traduire chacune des dimensions distinctives de SFCMC en un critère objectif, pondéré et reproductible, puis à hiérarchiser l'univers des sociétés candidates selon un score de similarité décroissant.

8.4.1.2 Critères de sélection et barème de notation

La grille d'analyse repose sur cinq critères, notés de manière additive sur un maximum de 100 points. La pondération retenue traduit la hiérarchie des facteurs de comparabilité : le positionnement hôtelier (critère A) et le caractère iconique de la destination (critère B) concentrent à eux seuls 60 points, reflétant que la comparabilité première de SFCMC tient à son profil d'hôtellerie de luxe implantée dans un site d'exception ; l'exposition à l'activité de jeux (critère D) et l'ancrage réglementaire (critère E) traduisent respectivement la nature duale de la Société et son rattachement au cadre français ; la taille (critère C) n'intervient qu'à titre de facteur de différenciation marginal, et non comme filtre d'exclusion.

Critère 1	Critère	Clé	Aucun	Hotels faibles	Hotels moyens	Diversité hotels	Luxe	Palace
A	Hôtellerie luxe	Hotellerie	0	5	10	20	30	35

Critère 2	Critère	Clé	Aucun	régions	Grandes villes	Grandes villes internationales	Balnéaire	Côte d'azur
B	Destination iconique	Localisation	0	5	10	15	20	25

Critère 3	Critère	Clé	>2,5 B€	<2,5 B€	<2 B€	<1,7 B€	<1,2 B€	<800 m€
C	Taille (Small cap)	Market Cap	0	1	2	3	4	5

Critère 4	Critère	Clé	Non	Oui
D	Casino/Gaming	Part de CA	0	15

Critère 5	Critère	Clé	éloigné	HK, Sin	US	Europe	UE	France
E	Cadre réglementaire français/européen	Proximité France	0	5	10	10	15	20

8.4.1.3 Constitution de l'échantillon et seuil de sélection

Chaque société de l'univers candidat a été notée critère par critère sur la base d'informations publiques (documents d'enregistrement et rapports annuels, information sectorielle, données de marché arrêtées au 30 juin 2026). Le score global, compris entre 0 et 100, mesure le degré de similarité du profil de la société avec celui de SFCMC.

Le seuil de sélection a été fixé à un score supérieur ou égal à 50 sur 100. Ce seuil conduit à retenir les sociétés partageant une majorité des dimensions distinctives du profil de SFCMC. Il constitue un paramètre de jugement ; il coïncide toutefois avec une discontinuité naturelle de la distribution des scores, le premier ensemble de sociétés écartées se situant à 45, soit cinq points en deçà, ce qui conforte le caractère objectif de la césure retenue.

8.4.1.4 Résultats du screening

L'univers analysé comprend 35 sociétés cotées. En application du seuil retenu, 14 sociétés présentent un score supérieur ou égal à 50 et constituent l'échantillon de comparables boursiers retenus pour l'analyse.

Échantillon retenu (score > 50)

Société	Pays	Mkt Cp M€	VE M€	Critères					Score final
				A	B	C	D	E	
Bains de Mer	Monaco	3 384	2 573	35	25	0	15	20	95
Groupe Partouche SA	France	173	266	30	20	5	15	20	90
Les Hotels Baverez SA	France	180	177	35	15	5	0	20	75
Melia Hotels International SA	Espagne	2 617	3 245	30	20	0	0	15	65
Hongkong and Shanghai Hotels Ltd	Hong Kong	1 023	2 157	35	15	4	0	5	59
Valamar Riviera dd	Croatie	1 047	1 518	20	20	4	0	15	59
Melco Resorts & Entertainment Ltd	Etats-Unis	1 872	6 877	20	10	2	15	5	52
Accor SA	France	11 396	10 546	20	15	0	0	20	55
Las Vegas Sands Corp	Etats-Unis	28 373	42 601	20	10	0	15	10	55
PPHE Hotel Group Ltd	Royaume-Uni	877	2 076	20	10	5	0	15	50
Shangri-La Asia Ltd	Hong Kong	1 634	4 160	35	10	2	0	5	52
Pandox AB	Suède	1 838	6 237	20	15	2	0	15	52
Genting Singapore Ltd	Singapour	5 001	3 091	10	20	0	15	5	50
Wynn Resorts Ltd	Etats-Unis	9 425	15 225	20	5	0	15	10	50

Légende : A – positionnement hôtelier ; B – caractère iconique de la destination ; C – taille ; D – activité de jeux ; E – proximité réglementaire. Capi. : capitalisation boursière ; VE : valeur d'entreprise.

Univers complet analysé

Le tableau ci-dessous présente les sociétés analysées non retenues, classées par score décroissant :

Société	Pays	Mkt Cp M€	VE M€	Critères					Score final
				A	B	C	D	E	
Marriott International Inc	Etats-Unis	89 462	102 571	20	15	0	0	10	45
Hilton Worldwide Holdings Inc	Etats-Unis	67 566	77 346	20	15	0	0	10	45
Hyatt Hotels Corp	Etats-Unis	16 118	20 518	20	15	0	0	10	45
InterContinental Hotels Group PLC	Etats-Unis	21 894	24 578	20	15	0	0	10	45
Leela Palaces Hotels & Resorts Ltd	Inde	1 443	732	35	5	3	0	0	43
PENN Entertainment Inc	Etats-Unis	2 469	7 978	5	10	1	15	10	41
MGM Resorts International	Etats-Unis	10 731	16 983	10	5	0	15	10	40
Caesars Entertainment Inc	Etats-Unis	5 261	25 760	10	5	0	15	10	40
Boyd Gaming Corp	Etats-Unis	5 664	7 104	5	10	0	15	10	40
Compagnie des Alpes SA	France	1 137	1 730	5	10	4	0	20	39
Monarch Casino & Resort Inc	Etats-Unis	1 990	1 990	5	5	2	15	10	37
Scandic Hotels Group AB	Suède	1 737	1 821	10	10	2	0	15	37
Indian Hotels Company Ltd	Inde	9 156	8 902	30	5	0	0	0	35
Minor International PCL	Thaïlande	3 529	5 833	20	15	0	0	0	35
Red Rock Resorts Inc	Etats-Unis	5 636	10 570	5	5	0	15	10	35
Churchill Downs Inc	Etats-Unis	5 376	6 328	0	10	0	15	10	35
Rank Group PLC	Royaume-Uni	547	488	0	5	5	15	10	35
Whitbread PLC	Royaume-Uni	4 663	5 349	10	5	0	0	10	25
Vail Resorts Inc	Etats-Unis	4 272	8 602	5	10	0	0	10	25
Erawan Group PCL	Thaïlande	384	660	10	5	5	0	0	20
Apeejay Surrendra Park Hotels Ltd	Inde	233	242	10	5	5	0	0	20

Légende : A – positionnement hôtelier ; B – caractère iconique de la destination ; C – taille ; D – activité de jeux ; E – proximité réglementaire. Capi. : capitalisation boursière ; VE : valeur d'entreprise.

8.4.1.5 Caractérisation de l'échantillon retenu

L'échantillon retenu se structure autour de trois ensembles complémentaires :

- un noyau de référence franco-monégasque, directement comparable : la **Société Anonyme des Bains de Mer de Monaco**, opérateur intégré associant casinos et hôtellerie de palace sur la Riviera, et à ce titre comparable le plus proche de SFCMC, le **Groupe Partouche** (premier opérateur de casinos en France), **Les**

Hôtels Baverez (hôtellerie de luxe parisienne, de capitalisation comparable) et **Accor** (groupe hôtelier français de dimension mondiale) ;

- un ensemble d'hôtellerie de luxe et de villégiature européenne : **Meliá Hotels International** (Espagne), **Valamar Riviera** (Croatie, hôtellerie balnéaire), **Pandox** (Suède, foncière hôtelière) et **PPHE Hotel Group** (exploitation pan-européenne) ;
- un ensemble de références internationales de l'hôtellerie de luxe et des resorts intégrés de jeux : **Las Vegas Sands**, **Melco Resorts & Entertainment**, **Genting Singapore** et **Wynn Resorts** (resorts intégrés et opérateurs de jeux), **Shangri-La Asia** et **Hongkong and Shanghai Hotels** (hôtellerie de palace asiatique).

8.4.1.6 Limites et points de vigilance méthodologiques

Le screening hiérarchise l'univers selon la similarité de profil : un score élevé traduit une proximité de profil, et non une substituabilité directe au regard des besoins de la valorisation. Deux points appellent une attention particulière au stade de l'analyse des multiples :

- **Dispersion de taille et traitement en aval** : La grille privilégie délibérément la similarité de profil d'activité sur la comparabilité de taille (critère C plafonné à 5 points sur 100). L'échantillon retenu couvre en conséquence un spectre de capitalisation étendu, d'environ 170 m€ (Les Hôtels Baverez, Groupe Partouche) à près de 30 md€ (Las Vegas Sands). Ce choix de construction est assumé : la comparabilité de taille n'est pas recherchée au stade de la sélection mais rétablie en aval, au stade de l'analyse des multiples, par les ajustements appropriés (notamment à travers une décote de taille). L'échantillon fait par ailleurs apparaître un sous-ensemble « cœur » Riviera / casino-palace, conduit par la Société des Bains de Mer de Monaco, dont la proximité avec SFCMC est la plus forte mais qui présente des baisses significatives en termes de valeur compte tenu de la faible liquidité des titres de la plupart de ces sociétés.
- **Objectivité de la césure** : Le seuil de 50 sur 100 a été appliqué de manière uniforme et mécanique, sans exception. Il coïncide avec une discontinuité nette de la distribution des scores : l'échantillon retenu s'arrête à un score de 50 (PPHE Hotel Group, Genting Singapore et Wynn Resorts), tandis que le premier ensemble de sociétés écartées se situe à 45 (Marriott, Hilton, Hyatt, InterContinental). Cet écart de cinq points conforte le caractère objectif de la sélection et limite la sensibilité de la composition de l'échantillon au paramétrage du seuil.

8.4.2 Bêtas sectoriels

8.4.2.1 Bêta de l'échantillon de comparables boursiers

Le coefficient bêta est l'un des paramètres principaux du MEDAF. Il permet le passage entre le risque systématique ou non diversifiable du marché, mesuré par la prime de risque MEDAF, et le risque systématique de l'objet évalué.

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
Société Anonyme des Bains de Mer	-	0.25	9.3%	CAC Small Index	2 691.0	-	(252.5)	(9.4%)	0.28
Groupe Partouche SA	25.8%	0.34	7.3%	CAC Mid & Small Index	187.8	21.7	34.0	16.2%	0.30
Les Hôtels Baverez SA	25.8%	0.20	4.4%	EURO STOXX 50 EUR Price Index	164.8	-	(11.1)	(6.7%)	0.21
Melia Hotels International SA	25.0%	0.95	24.3%	OMX Stockholm Mid Cap GI Index	1 623.5	169.9	973.0	54.3%	0.67
Hongkong and Shanghai Hotels Ltd	16.5%	0.90	46.5%	Shanghai SE Composite Index	1 129.8	9.2	1 644.9	144.4%	0.41
Valamar Riviera dd	18.0%	0.71	22.6%	CROBEX Index	707.2	139.0	265.1	31.3%	0.56
Melco Resorts & Entertainment Ltd	16.5%	0.87	10.7%	S&P 400 Mid Cap Index	2 809.0	400.3	5 881.8	183.3%	0.34
Accor SA	25.8%	1.33	49.9%	CAC 40 Index	10 185.9	409.2	1 480.8	14.0%	1.20
Las Vegas Sands Corp	27.0%	0.88	21.0%	S&P 400 Mid Cap Index	32 402.0	90.1	9 145.1	28.1%	0.73
PPHE Hotel Group Ltd	25.8%	0.71	7.0%	EURO STOXX INDEX	687.2	240.3	874.4	94.3%	0.42
Shangri-La Asia Ltd	16.5%	1.24	56.6%	Shanghai SE Composite Index	2 063.2	215.8	4 287.7	188.1%	0.48
Pandox AB	20.6%	1.14	44.9%	OMX Stockholm Mid Cap PI Index	1 771.5	15.4	3 132.1	175.3%	0.48
Genting Singapore Ltd	17.0%	0.67	12.7%	FTSE Straits Times Index	6 608.8	-	(2 191.6)	(33.2%)	1.00
Wynn Resorts Ltd	27.0%	1.02	26.9%	S&P 400 Mid Cap Index	9 635.9	(749.5)	7 644.4	86.0%	0.63
Moyenne	20.5%	0.80	24.6%		5 190.5		2 350.6	87.8%	0.63
Médiane	22.8%	0.87	21.8%		1 917.4		1 226.9	86.0%	0.56
Moyenne pondérée par les R²	20.6%	1.00			5 515.9		2 907.1	96.1%	0.62
(1) Calculé sur une période de 3 ans					Marge d'erreur à 95%				0.16
(2) DFN (ou T) ÷ [Capi. + V(Mino.)], où DFN : dette financière nette et T : trésorerie nette					Fourchette basse				0.47
					Moyenne				0.63
					Fourchette haute				0.79
					1er quartile (bêtas significatifs)				0.45
					3ème quartile (bêtas significatifs)				0.70

Méthodologie : Les bêtas endettés ont été estimés par régression des rentabilités hebdomadaires de chaque titre sur celles de son indice domestique de référence, sur une période de trois ans (note 1). Le coefficient de détermination (R^2) mesure la part de la variance du titre expliquée par l'indice et renseigne donc sur la fiabilité statistique de chaque estimation. Ces bêtas ont ensuite été désendettés selon la formule de Hamada¹⁸, en retenant un bêta de la dette nul et un levier D/CP défini comme la dette financière nette rapportée à la somme de la capitalisation boursière et des intérêts minoritaires (note 2). Les sociétés en situation de trésorerie nette (Bains de Mer de Monaco, Les Hôtels Baverez, Genting Singapore) ont été retraitées sans application de l'économie d'impôt, celle-ci étant attachée à la seule dette.

Résultats : Le panel présente des bêtas endettés compris entre 0,20 (Hôtels Baverez) et 1,33 (Accor), pour une moyenne de 0,80 et une médiane de 0,87. Le désendettement, en neutralisant des structures financières très hétérogènes, resserre la dispersion : les bêtas désendettés s'établissent entre 0,21 et 1,20, avec une moyenne de 0,55, une médiane de 0,48 et une moyenne pondérée par les R^2 de 0,62. %

Plusieurs estimations individuelles, matérialisées en rouge supra, présentent toutefois un pouvoir explicatif faible (R^2 inférieur à 10 %), au premier rang desquelles les comparables les plus proches de SFCMC : Bains de Mer de Monaco (9,3 %), Groupe Partouche (7,3 %) et Les Hôtels Baverez (4,4 %). Cet faible significativité, induite par le manque de liquidité des titres considéré, introduit un fort biais de sous-estimation des bêtas ainsi calculés que nous avons cherché à redresser :

- en retenant un bêta moyen pondéré par les R^2 en valeur centrale ;
- en présentant un espace interquartile excluant les bêtas non significatifs.

Nos travaux d'appréciation du taux d'actualisation retiennent une fourchette de bêtas alignée sur l'espace interquartile des bêtas significatifs ([0,45 ; 0,70]) avec une valeur centrale égale à la moyenne pondérée par les R^2 de l'échantillon, soit 0,62.

8.4.2.2 Bêtas observés au sein de l'indices GICS « Hôtellerie, restauration et loisirs »

Afin de recouper les bêtas obtenus sur l'échantillon restreint de comparables, nous avons confronté ces résultats aux bêtas sectoriels publiés par Fairness Finance sur la base de la classification GICS (Global Industry Classification Standard). Développée conjointement par MSCI et S&P, cette nomenclature répartit les sociétés cotées selon leur activité principale au sein d'une arborescence à quatre niveaux (onze secteurs, subdivisés en groupes industriels, industries puis sous-industries). Les activités de SFCMC relèvent du secteur de la consommation discrétionnaire, industrie « Hôtellerie, restauration et loisirs », qui regroupe notamment les sous-industries « Casinos et jeux » et « Hôtels, resorts et croisières ». Ce référentiel présente l'avantage d'un échantillon plus large et statistiquement plus robuste que le panel restreint, au prix d'une moindre spécificité au regard du profil de SFCMC.

Bêtas Fairness Finance 29/05/2026	Pondérés par la taille		Equipondérés	
	6 mois	Spot	6 mois	Spot
Bêta brut	1.058	1.185	0.962	1.001
Levier sectoriel	26.47%	27.92%	24.54%	34.25%
Bêta désendetté	0.831	0.916	0.773	0.722
Volatilité sectorielle	29.55%	28.77%	29.25%	27.56%
Volatilité désendettée	27.32%	20.74%	22.07%	18.12%
Taille secteur	3416.3	3619.5	3416.3	3619.5

Les bêtas sectoriels sont estimés¹⁹ au 30 juin 2026 sur l'agrégat des sociétés rattachées à la maille GICS « Hôtellerie, restauration et loisirs », puis désendettés au levier moyen du secteur. Ils sont présentés selon deux schémas de pondération des constituants, pondération par la taille (capitalisation) et équipondération, et deux fenêtres d'estimation, une moyenne sur six mois, qui lisse les variations de court terme, et une estimation ponctuelle (spot) à la date d'arrêt.

¹⁸ $\beta_u = \beta_e / [1 + (1 - t) \times D/CP]$

¹⁹ Indicateurs mensuels calculés par BM&A et publiés sur le site internet Fairness Finance, indépendamment de la présente opération.

Le bêta brut sectoriel s'établit entre 0,96 et 1,19 selon le schéma retenu, pour un levier sectoriel compris entre 24,5 % et 34,3 %. Après désendettement, le bêta d'actif sectoriel ressort dans une fourchette de 0,72 à 0,92, les estimations à six mois s'inscrivant à 0,83 (pondérée par la taille) et 0,77 (équipondérée). La volatilité sectorielle désendettée évolue parallèlement entre 18,1 % et 27,3 %, et la capitalisation médiane du secteur, de l'ordre de 3,4 à 3,6 Md€, situe ce référentiel sur un profil de moyenne capitalisation.

Cette approche converge sur l'ordre de grandeur avec celle développée dans le paragraphe précédent, : un bêta d'actif inférieur à l'unité, cohérent avec une cyclicité modérée du secteur. Le recoupement n'est toutefois que partiel, les bêtas désendettés issus de la maille GICS se situant au-dessus de la tendance centrale du panel restreint.

8.4.2.3 Recoupement avec les bêtas sectoriels publiés par A. Damodaran (Europe)

À titre de troisième point de comparaison, les bêtas obtenus ont été confrontés aux bêtas sectoriels publiés par A. Damodaran (NYU Stern, jeu de données « Betas by Sector », périmètre Europe occidentale, version arrêtée en janvier 2026). Pour le secteur « Hotel/Gaming », qui réunit hôtellerie, casinos, croisières et loisirs, l'agrégat regroupe 103 sociétés et fait ressortir un bêta endetté moyen de 0,92, pour un levier sectoriel (D/CP) de 38,9 % et un taux d'impôt de 16,1 %. Il en résulte un bêta désendetté de 0,71, porté à 0,77 après correction de la trésorerie (7,7 % de la valeur d'entreprise).

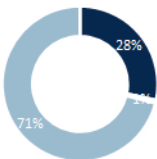
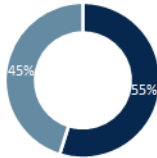
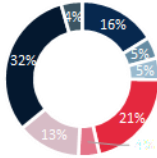
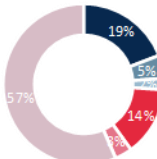
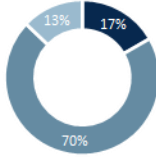
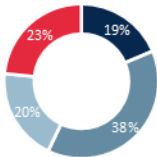
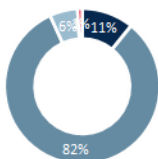
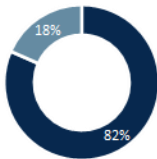
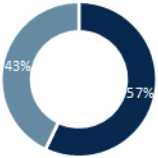
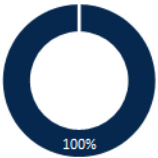
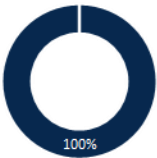
Au niveau endetté, l'estimation de Damodaran (0,92) est remarquablement proche de la médiane du panel restreint (0,90) comme de sa moyenne (0,82), ce qui conforte la cohérence du point de départ entre les deux approches. Au niveau désendetté, le bêta d'actif Damodaran (0,71, soit 0,77 corrigé de la trésorerie) s'inscrit au-dessus de la tendance centrale du panel restreint (médiane 0,51 ; moyenne 0,57 ; moyenne pondérée par les R^2 0,63) et au cœur de la fourchette issue de la maille GICS Fairness Finance (0,72 à 0,92), le bêta corrigé de la trésorerie (0,77) coïncidant d'ailleurs exactement avec l'estimation sectorielle équipondérée à six mois de Fairness Finance (0,77). L'écart entre le panel restreint et les deux référentiels larges s'explique principalement par un effet de structure financière : le panel intègre plusieurs sociétés très endettées (Shangri-La, Pandox, Melco, PPHE, leviers supérieurs à 150 %) dont le désendettement comprime fortement le bêta d'actif (Shangri-La passe ainsi de 1,34 à 0,52), tirant la moyenne vers le bas, tandis que l'agrégat européen de Damodaran, à levier sectoriel modéré (38,9 %), subit une compression moindre.

Conclusion du recoupement : Les trois approches, panel restreint spécifique, agrégat GICS Fairness Finance et secteur Europe Damodaran, convergent sur un bêta d'actif inférieur à l'unité, traduisant une sensibilité au marché modérée. Les deux référentiels sectoriels larges, indépendants l'un de l'autre, se recoupent étroitement autour de 0,72 à 0,83 (de l'ordre de 0,77 corrigé de la trésorerie), tandis que le panel restreint, plus spécifique au profil de SFCMC mais statistiquement plus fragile, pointe plus bas, vers 0,55 à 0,60. Ces estimations encadrent un bêta d'actif de l'ordre de 0,55 à 0,80.

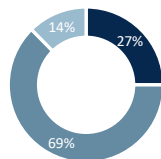
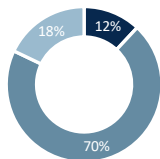
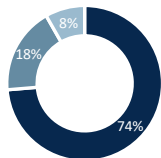
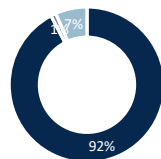
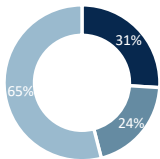
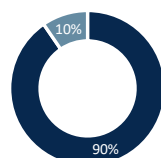
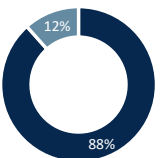
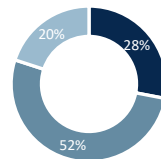
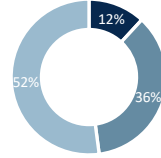
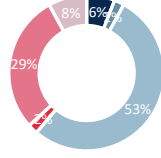
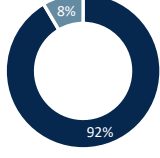
Cyclicité opérationnelle : Un dernier élément issu de ces mêmes données mérite d'être relevé. L'écart-type du résultat d'exploitation sectoriel calculé par Damodaran sur dix ans ressort à 86,4 % pour le secteur « Hotel/Gaming » Europe, soit près du triple de la moyenne du marché (29,1 %), reflet de la forte cyclicité de l'hôtellerie-loisirs, accentuée par le choc de la pandémie. Cette volatilité opérationnelle élevée n'est toutefois pas pleinement traduite par le bêta des capitaux propres, qui mesure la covariance des rentabilités boursières avec le marché et non la dispersion absolue des résultats. Elle constitue donc un facteur de risque distinct, qu'il convient, le cas échéant, d'apprécier séparément dans la construction du taux d'actualisation (prime de risque spécifique).

8.4.3 Descriptions des comparables boursiers

Société	Description	Agrégats	
 	Les Hôtels Baverez SA est une entreprise française qui gère et exploite des hôtels de luxe parisiens. Elle possède des établissements prestigieux comme le Regina, le Majestic et le Raphael, offrant des services d'hébergement et de restauration haut de gamme destinés à une clientèle internationale et d'affaires.	Capi. boursière CA 2025 %EBITDA 2025 %EBIT 2025 EV/EBITDA 2025 EV/EBIT 2025	178 m€ 31 m€ 17,8% 8,7% 31,1x 64,0x
 	Pandox AB est une entreprise suédoise spécialisée dans l'investissement et la gestion de propriétés hôtelières. Elle possède un vaste portefeuille d'hôtels en Europe et en Amérique du Nord, exploités en propre ou loués à de grands opérateurs internationaux pour maximiser la rentabilité immobilière.	Capi. boursière CA 2025 %EBITDA 2025 %EBIT 2025 EV/EBITDA 2025 EV/EBIT 2025	1 982 m€ 676 m€ 52,8% 51,5% 8,2x 14,9x
 	PPHE Hotel Group Ltd est une entreprise internationale d'hôtellerie qui développe, possède et exploite des hôtels et centres de villégiature haut de gamme. Elle gère notamment la marque Park Plaza en Europe et propose des services d'hébergement, de restauration et d'espaces de conférence destinés aux voyageurs d'affaires et de loisirs.	Capi. boursière CA 2025 %EBITDA 2025 %EBIT 2025 EV/EBITDA 2025 EV/EBIT 2025	757 m€ 544 m€ 26,1% 16,9% 3,5x 20,0x
 	Hongkong and Shanghai Hotels, Limited est un groupe hôtelier et immobilier basé à Hong Kong. Il est principalement connu pour détenir et exploiter les luxueux hôtels de la marque The Peninsula, ainsi que des propriétés résidentielles et commerciales de prestige à travers le monde.	Capi. boursière CA 2025 %EBITDA 2025 %EBIT 2025 EV/EBITDA 2025 EV/EBIT 2025	1 097 m€ 907 m€ 18,6% 10,2% 13,2x 24,0x
 	Shangri-La Asia Ltd est une entreprise asiatique qui développe, possède et gère des hôtels et complexes hôteliers de luxe. Sa gamme de propriétés, opérant principalement sous la marque Shangri-La, offre un hébergement haut de gamme, des restaurants et des espaces événementiels destinés aux voyageurs internationaux.	Capi. boursière CA 2025 %EBITDA 2025 %EBIT 2025 EV/EBITDA 2025 EV/EBIT 2025	1 718 m€ 1 980 m€ 18,1% 9,2% 0,9x 8,1x
 	Las Vegas Sands Corp. est une entreprise américaine de divertissement et d'hôtellerie qui développe et exploite des complexes touristiques intégrés. Elle propose des casinos, des hôtels de luxe, des centres de congrès et des centres commerciaux, principalement à Macao et Singapour, destinés au tourisme d'affaires et de loisirs.	Capi. boursière CA 2025 %EBITDA 2025 %EBIT 2025 EV/EBITDA 2025 EV/EBIT 2025	28 204 m€ 11 539 m€ 35,4% 23,5% 3,7x 15,0x
 	Genting Singapore Ltd est une entreprise singapourienne spécialisée dans le développement et l'exploitation de complexes de loisirs et de casinos. Elle exploite notamment le Resorts World Sentosa, proposant des parcs à thème, des hôtels de luxe et des espaces de jeu pour une clientèle familiale et de parieurs.	Capi. boursière CA 2025 %EBITDA 2025 %EBIT 2025 EV/EBITDA 2025 EV/EBIT 2025	4 807 m€ 1 663 m€ 33,9% 18,5% 1,9x 10,1x

Société	Société		
	Par segment	Par géographie	
	 - Hotel Majestic - Hotel Raphael - Hotel Regina	n.a.	
	 - Leases - Own Operations	 - Belgique - Danemark - Finlande - Allemagne - Norvège - Suède - Royaume-Uni/Irlande - Autres	
	 - Croatie - Allemagne - Management - Pays-Bas - Autres - Royaume-Uni	n.a.	
	 - Commercial Properties - Hotels - Peak Tram, Retail and Others	 - Europe - Chine - Autres Asie - Etats-Unis	
	 - Hotel Management - Hotel Properties - Investment Properties - Autres	 - Asie - Autres	
	 - Macao - Marina Bay Sands - Intercompany royalties	n.a.	
	 Leisure and Hospitality	 Singapour	

Société	Description	Agrégats	
	Valamar Riviera d.d. est une entreprise croate leader dans le secteur du tourisme et de l'hôtellerie. Elle gère des hôtels, des complexes touristiques et des campings le long de la côte adriatique, offrant des solutions d'hébergement et de loisirs pour les vacanciers européens.	Capi. boursière	938 m€
		CA 2025	461 m€
		%EBITDA 2025	26,5%
		%EBIT 2025	11,1%
		EV/EBITDA 2025	2,7x
		EV/EBIT 2025	153,8x
	Accor SA est un groupe hôtelier français de dimension internationale qui gère et franchise des hôtels, des centres de vacances et des résidences. Avec un portefeuille allant de l'économique (Ibis) au luxe (Raffles, Sofitel), elle fournit des solutions d'hébergement diversifiées pour tous types de voyageurs.	Capi. boursière	10 405 m€
		CA 2025	5 639 m€
		%EBITDA 2025	18,6%
		%EBIT 2025	14,9%
		EV/EBITDA 2025	1,7x
		EV/EBIT 2025	10,9x
	Meliá Hotels International S.A. est une entreprise hôtelière espagnole spécialisée dans les complexes touristiques de vacances et les hôtels urbains. Elle gère de nombreuses marques offrant des séjours de loisirs et d'affaires, principalement en Europe, en Amérique latine et dans les Caraïbes.	Capi. boursière	2 556 m€
		CA 2025	2 078 m€
		%EBITDA 2025	17,2%
		%EBIT 2025	12,3%
		EV/EBITDA 2025	1,5x
		EV/EBIT 2025	11,8x
	Groupe Partouche SA est une entreprise française de loisirs et de divertissement qui exploite principalement des casinos. Outre les espaces de jeux, elle gère également des hôtels, des restaurants et des établissements thermaux, ciblant une clientèle en quête de divertissement et de détente.	Capi. boursière	174 m€
		CA 2025	460 m€
		%EBITDA 2025	32,1%
		%EBIT 2025	18,1%
		EV/EBITDA 2025	0,4x
		EV/EBIT 2025	2,1x
	Société Anonyme des Bains de Mer (SBM Monaco) est une entreprise monégasque qui gère des actifs de luxe dans la Principauté. Elle exploite des casinos emblématiques (comme le Casino de Monte-Carlo), des hôtels de grand luxe, des restaurants étoilés et des clubs de plage pour une clientèle internationale très fortunée.	Capi. boursière	3 275 m€
		CA 2025	n.a.
		%EBITDA 2025	n.a.
		%EBIT 2025	n.a.
		EV/EBITDA 2025	n.a.
		EV/EBIT 2025	n.a.
	Wynn Resorts, Limited est une entreprise américaine de développement et d'exploitation de complexes hôteliers de luxe avec casino. Elle propose des établissements haut de gamme intégrant des jeux, des spas, des boutiques et de la restauration fine, destinés à une clientèle premium à Las Vegas, Macao et Boston.	Capi. boursière	8 803 m€
		CA 2025	6 328 m€
		%EBITDA 2025	24,4%
		%EBIT 2025	15,7%
		EV/EBITDA 2025	2,3x
		EV/EBIT 2025	14,3x
	Melco Resorts & Entertainment Limited est une entreprise asiatique spécialisée dans le développement et l'exploitation de casinos et de complexes de divertissement. Opérant principalement à Macao, aux Philippines et à Chypre, elle propose des expériences de jeu, d'hôtellerie et de spectacles pour une clientèle internationale.	Capi. boursière	1 808 m€
		CA 2025	4 577 m€
		%EBITDA 2025	22,2%
		%EBIT 2025	11,7%
		EV/EBITDA 2025	1,5x
		EV/EBIT 2025	12,2x

Société	Société	
	Par segment	Par géographie
 VALAMAR All you can holiday 	 ■ Camping ■ Hotels and Apartments ■ Others	 ■ Croatie ■ Union Européenne ■ Autres
 ACCOR 	 ■ Management & Franchise ■ Hotel assets & others ■ Service to owners	n.a.
 MELIÃ HOTELS INTERNATIONAL 	 ■ Hotels ■ Leisures Real Estate ■ Corporate	 ■ Amérique ■ EMEA ■ Espagne
 PARIOUCHE 	 ■ Casinos ■ Hotels ■ Other	 ■ France ■ Autres
 MONTE-CARLO SOCIÉTÉ DES BAINS DE MER 	 ■ Games ■ Hotel ■ Rental	n.a.
 WYNN RESORTS 	 ■ Encore Boston Harbor ■ Las Vegas operations ■ Macau Operations	n.a.
 MELCO 	 ■ Cyprus Operation ■ Macau Altira ■ Macau City of Dreams ■ Macau Mocha Clubs ■ Macau Studio City ■ City of Dreams Manila	 ■ Macau ■ Philippines



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

