

NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR

CLUB MÉDITERRANÉE

CONSEILLEE PAR



EN REPONSE A

**L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT
LES ACTIONS ET LES OBLIGATIONS À OPTION DE CONVERSION ET/OU
D'ÉCHANGE EN ACTIONS NOUVELLES OU EXISTANTES (OCEANES)
DE CLUB MÉDITERRANÉE**

INITIEE PAR

GAILLON INVEST II et FIDELIDADE



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») a apposé le visa n° 14-550 en date du 14 octobre 2014 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par Club Méditerranée et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Avis important

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 I 2° et 5° du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet BM&A, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur les sites Internet de Club Méditerranée (www.clubmed-corporate.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), et est mise gratuitement à disposition du public et peut être obtenue sans frais auprès de :

Club Méditerranée
11, rue de Cambrai
75019 Paris

Rothschild & Cie
23bis, avenue de Messine
75008 Paris

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

SOMMAIRE

	Page
1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	4
1.1 Présentation de l'Offre Gaillon Invest II	4
1.2 Contexte de l'Offre Gaillon Invest II	5
1.3 Rappel des termes de l'Offre Gaillon Invest II	6
1.4 Déroulement de l'Offre Gaillon Invest II	13
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE CLUB MEDITERRANEE	14
2.1 Avis motivé du conseil d'administration (incluant les intentions des administrateurs)	14
2.2 Avis du comité d'entreprise	21
2.3 Autres informations	22
3. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	23
4. ÉLÉMENTS CONCERNANT CLUB MEDITERRANEE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	23
4.1 Structure et répartition du capital	23
4.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et clauses des conventions portées à la connaissance de la société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	25
4.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de Club Méditerranée ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres	26
4.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	26
4.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	26
4.6 Accords entre actionnaires dont Club Méditerranée a connaissance pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote	27
4.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de Club Méditerranée	27
4.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	28
4.9 Accords conclus par Club Méditerranée qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Club Méditerranée	30
4.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les principaux salariés de Club Méditerranée, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison de l'offre publique	31
4.11 Accords conclus par Club Méditerranée qui sont modifiés ou prennent fin en cas de radiation de Club Méditerranée de la cote	32

5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	33
6.	RAPPORT DES EXPERTS DESIGNES PAR LE COMITE D'ENTREPRISE	76
7.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	100

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

1.1 Présentation de l'Offre Gaillon Invest II

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-13 et 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Gaillon Invest II, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 6 place de la Madeleine, 75008 Paris, identifiée sous le numéro 804 461 580 RCS Paris et Fidelidade – Companhia de Seguros, société anonyme (*sociedade anónima*) de droit portugais, dont le siège social est situé Largo do Calhariz, 30, 1249-001, Lisbonne (Portugal), enregistrée au registre du commerce de Lisbonne sous le numéro 500 918 880 (ensemble les « **Co-Initiateurs** »), agissant de concert avec les membres du Concert (tel que ce terme est défini au paragraphe 1.2 ci-dessous), ont déposé le 12 septembre 2014 un projet d'offre proposant de manière irrévocable aux actionnaires de Club Méditerranée, société anonyme à conseil d'administration au capital de 143 642 956 euros au 30 septembre 2014, dont le siège social est situé 11, rue de Cambrai, 75019 Paris, identifiée sous le numéro 572 185 684 RCS Paris (« **Club Méditerranée** » ou la « **Société** ») ainsi qu'aux porteurs d'obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes de Club Méditerranée (les « **OCEANES** »), d'acquérir, dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre Gaillon Invest II** ») :

- (i) la totalité de leurs actions Club Méditerranée, au prix de 22 euros par action (dividende attaché) ; et
- (ii) la totalité de leurs OCEANES, au prix déterminable s'élevant provisoirement, à la date du dépôt du projet d'Offre Gaillon Invest II, à 23,23 euros par OCEANE (voir les modalités de calcul du prix d'Offre Gaillon Invest II définitif par OCEANE figurant au paragraphe 2.1 du projet de note d'information des Co-Initiateurs (le « **Projet de Note d'Information** »).

Les actions Club Méditerranée et les OCEANES (ensemble, les « **Titres** ») sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») respectivement sous le code ISIN FR0000121568 (mnémonique « CU ») et sous le code ISIN FR0010922955 (mnémonique « CUOC »).

Selon le Projet de Note d'Information, le projet d'Offre Gaillon Invest II porte sur :

- la totalité des actions Club Méditerranée non détenues par les Co-Initiateurs ou l'un des membres du Concert à la date du Projet de Note d'information,
 - (i) qui sont d'ores et déjà émises, ou
 - (ii) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre Gaillon Invest II ou de l'Offre Gaillon Invest II Réouverte (tel que ce terme est défini au paragraphe 2.12 du Projet de Note d'Information), à raison (a) de la conversion des OCEANES ou (b) de l'exercice des options de souscription d'actions octroyées par Club Méditerranée (les « **Options** ») pour autant qu'elles soient exerçables avant la clôture de l'Offre Gaillon Invest II ou de l'Offre Gaillon Invest II Réouverte (selon le cas) ; et
- la totalité des OCEANES en circulation non détenues par les Co-Initiateurs ou l'un des membres du Concert.

Il est précisé que l'Offre Gaillon Invest II ne porte pas sur :

- les actions nouvelles sous-jacentes aux Options qui ne seront pas exerçables d'ici la clôture de l'Offre Gaillon Invest II ou de l'Offre Gaillon Invest II Réouverte ;
- les actions nouvelles qui résulteraient de l'exercice d'Options exerçables et qui ne seraient pas cessibles du fait des stipulations des plans d'Options d'ici la clôture de l'Offre Gaillon Invest II ou de l'Offre Gaillon Invest II Réouverte ;
- les actions Club Méditerranée d'ores et déjà émises, à la date du Projet de Note d'Information, soit le 12 septembre 2014, à la suite de l'exercice des Options et dont la période d'incessibilité en application des plans d'Options n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre Gaillon Invest II ou de l'Offre Gaillon Invest II Réouverte, qui ne pourront pas en principe être apportées à cette offre.

A la date de la présente note en réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société.

1.2 Contexte de l'Offre Gaillon Invest II

L'Offre Gaillon Invest II constitue une offre concurrente à l'offre publique d'achat initiée par la société Global Resorts, déposée le 30 juin 2014 et déclarée conforme par l'AMF le 13 août 2014 (l'« **Offre Global Resorts** »), au titre de laquelle Global Resorts s'est engagée auprès des actionnaires de Club Méditerranée à acquérir toutes les Actions et OCEANES émises par la Société pour un prix égal à 21 euros par action et 22,41 euros (coupon attaché) par OCEANE.

L'Offre Global Resorts était elle-même une offre concurrente à l'offre déposée par Gaillon Invest SAS (« **Gaillon Invest** ») auprès de l'AMF le 30 mai 2013, modifiée le 26 juin 2013, et déclarée conforme par l'AMF le 15 juillet 2013, aux termes de laquelle Gaillon Invest offrait un prix de 17,50 euros par action et de 19,79 euros par OCEANE (coupon attaché), prix ajusté à 18,79 euros par OCEANE suite au détachement du coupon de 1 euro par OCEANE le 1er novembre 2013 (l'« **Offre Gaillon Invest** »). La décision de conformité de l'AMF de l'Offre Gaillon Invest avait fait l'objet de deux recours en annulation devant la Cour d'appel de Paris les 24 et 26 juillet 2013, la Cour d'appel de Paris ayant rejeté l'ensemble de ces recours et confirmé la conformité de l'Offre Gaillon Invest par arrêt du 29 avril 2014.

Selon les Co-Initiateurs, l'Offre Gaillon Invest avait été initiée en application d'un accord d'investissement conclu le 29 mai 2013 entre Gaillon Invest, Holding Gaillon, ACF II (ACF II étant désignée ci-après « Ardian »), AXA Capital Fund L.P., AXA Co-Investment Fund IV FCPR et AXA Co-Investment Fund IV-B FCPR (Ardian, AXA Capital Fund L.P., AXA Co-Investment Fund IV FCPR et AXA Co-Investment Fund IV-B FCPR étant désignés ci-après « AXA PE »), l'Investisseur Fosun, Fosun Industrial Holdings Limited, Fosun International Limited, Fosun Property Holdings Limited, et MM. Henri Giscard d'Estaing et Michel Wolfovski, ainsi que d'un accord séparé conclu le même jour entre M. Guo Guangchang, AXA PE et MM. Henri Giscard d'Estaing et Michel Wolfovski (l'accord d'investissement susmentionné et ledit accord séparé étant désignés ci-après, l'« **Accord d'Investissement Initial** »). L'Accord d'Investissement Initial, tel qu'amendé le 26 juin 2013 et le 24 juillet 2014, était constitutif d'une action de concert entre l'ensemble des parties susmentionnées.

A la suite de la publication de la décision de conformité de l'Offre Global Resorts par l'AMF le 13 août 2014, Gaillon Invest a décidé de renoncer à l'Offre Gaillon Invest par courrier en date du 14 août 2014.

Selon les Co-Initiateurs, un nouvel accord d'investissement a été conclu le 12 septembre 2014 entre Fosun International Limited, Fosun Property Holdings Limited, Fosun Industrial Holdings Limited, l'Investisseur Fosun, Fidelidade, JD Moon River S.à.r.l, Hong Kong Utour International Travel Service Co. Limited, JD Alps Limited, Jiuding China Growth Fund LP, Jiuding China Growth Fund II LP (JD Moon River S.à.r.l, Hong Kong Utour International Travel Service Co. Limited, JD Alps Limited, Jiuding China Growth Fund LP et Jiuding China Growth Fund II LP étant ci-après désignées les « Entités JD »), Ardian, MM. Henri Giscard d'Estaing et Michel Wolfovski, Gaillon Invest II et Holding Gaillon II, étant précisé qu'a également été conclu en date du 12 septembre 2014 un accord séparé entre M. Guo Guangchang (l'Investisseur Fosun, Fosun Industrial Holdings Limited, Fosun International Limited, Fosun Property Holdings, et M. Guo Guangchang étant désignés ci-après « Fosun »), Fidelidade, les Entités JD, Ardian et MM. Henri Giscard d'Estaing et Michel Wolfovski. Selon les Co-Initiateurs, cet accord, qui est plus amplement décrit au paragraphe 1.3.1 du Projet de Note d'Information, met fin au concert existant entre les parties à l'Accord d'Investissement Initial et est constitutif d'une nouvelle action de concert entre l'ensemble des parties à ce nouvel accord d'investissement (le « **Concert** »).

Le projet d'Offre Gaillon Invest II a été déposé auprès de l'AMF par les Co-Initiateurs le 12 septembre 2014. Le dépôt de l'Offre Gaillon Invest II a fait l'objet d'un communiqué des Co-Initiateurs en date du 12 septembre 2014.

En application de l'article 231-34 du règlement général, l'AMF a décidé de proroger l'Offre Global Resorts et d'arrêter son calendrier modifié ultérieurement.

Dans le cadre de l'Offre Gaillon Invest déposée le 30 mai 2013, l'initiateur avait eu accès à certaines informations sur la Société et ses filiales, dans le cadre d'une procédure dite de « Data-Room » (salle d'information). Investindustrial et ses conseils (Offre Global Resorts) ont eu accès à cette data room au mois de juin 2014, qui a été mise à jour à cette occasion. Dans le cadre de l'Offre Gaillon Invest II, Club Méditerranée a présenté aux Co-Initiateurs cette mise à jour faite en juin et l'a complétée de manière limitée en vue de refléter l'évolution du cours normal des affaires sur les mois de juillet et août 2014. Global Resorts a depuis eu accès au même complément d'information.

1.3 Rappel des termes de l'Offre Gaillon Invest II

En application des dispositions des articles 231-13 et suivants du règlement général de l'AMF, Société Générale, Natixis et Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, en qualité d'établissements présentateurs agissant pour le compte des Co-Initiateurs ont déposé le 12 septembre 2014 le projet d'Offre Gaillon Invest II auprès de l'AMF, sous la forme d'une offre publique d'achat volontaire. Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Société Générale, Natixis et Crédit Agricole Corporate and Investment Bank garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par les Co-Initiateurs dans le cadre de l'Offre Gaillon Invest II.

Les Co-Initiateurs ont indiqué agir de concert avec les membres du Concert.

L'Offre Gaillon Invest II sera réalisée selon la procédure normale régie par les articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Les Co-Initiateurs s'engagent irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de Club Méditerranée et des porteurs d'OCEANEs émises par Club Méditerranée, tous les Titres de la Société visés par l'Offre Gaillon Invest II qui seront apportés à l'Offre Gaillon Invest II au prix de :

- 22,00 euros par action (dividende attaché) ; et
- 23,23 euros par OCEANE à la date du dépôt du Projet de Note d'Informations (prix provisoire ; voir ci-dessous les modalités de calcul du prix d'Offre Gaillon Invest II définitif par OCEANE et le paragraphe 2.4.2 du Projet de Note d'Information) ;

pendant une période minimum de 25 jours de négociation (sous réserve de prorogation).

Selon les Co-Initiateurs, le prix d'Offre Gaillon Invest II par OCEANE est déterminable et égal au produit (i) du prix d'Offre Gaillon Invest II par action, (ii) du ratio d'attribution d'actions des OCEANEs en vigueur hors ajustement en période d'offre publique et (iii) du coefficient d'ajustement en période d'offre publique soit $[1 + \text{Prime d'émission} \times (J/JT)]$ en retenant pour le calcul de J la date qui sera fixée par l'AMF pour l'ouverture de l'Offre Gaillon Invest II (tels que ces termes sont définis au paragraphe 2.4.2 du Projet de Note d'Information). Ce résultat sera arrondi à la 2^{ème} décimale la plus proche (0,005 étant arrondi au centième supérieur soit à 0,01).

Sur cette base, selon les Co-Initiateurs, le prix provisoire par OCEANE dans le cadre l'Offre Gaillon Invest II est égal au produit (i) du prix d'Offre Gaillon Invest II par action Club Méditerranée (soit 22,00€), (ii) du ratio d'attribution d'actions des OCEANEs en vigueur hors ajustement en période d'offre publique (soit 1) et (iii) du coefficient d'ajustement en cas d'offre publique (soit 1,056 en ayant retenu pour le calcul de J une date d'ouverture de l'Offre Gaillon Invest II au 17 octobre 2014).

Le prix d'Offre Gaillon Invest II définitif par OCEANE sera communiqué au marché dans l'avis d'ouverture de l'Offre Gaillon Invest II. Il sera diffusé par l'AMF et dans l'avis d'Euronext Paris relatif au calendrier définitif et aux modalités de l'Offre Gaillon Invest II.

Seuil de caducité

Conformément à l'article 231-9 du règlement général de l'AMF, l'Offre Gaillon Invest II sera caduque si, à la clôture de celle-ci, les Co-Initiateurs, agissant seuls ou de concert, ne détiennent pas un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote supérieure à 50%.

Ajustement des termes de l'Offre Gaillon Invest II

Les éventuels ajustements des termes de l'Offre Gaillon Invest II sont décrits dans le Projet de Note d'Information. En tout état de cause, tout ajustement sera soumis à l'accord préalable de l'AMF et fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse.

Situation des porteurs d'OCEANES

Le 7 octobre 2010, Club Méditerranée a procédé à l'émission de 4.888.481 OCEANES à échéance au 1^{er} novembre 2015. Les modalités des OCEANES figurent dans la note d'opération, faisant partie du prospectus visé par l'AMF sous le n°10-337 le 28 septembre 2010 (le « **Prospectus** »), établi lors de l'émission des OCEANES et complété par le communiqué diffusé par la Société le 4 octobre 2010, fixant les modalités financières définitives des OCEANES. Les OCEANES, d'une valeur nominale unitaire de 16,365 euros portant intérêt au taux annuel de 6,11% et d'échéance 1^{er} novembre 2015, sont convertibles à tout moment par la remise d'une action nouvelle ou existante pour une OCEANE.

Au 30 septembre 2014, le nombre d'OCEANES en circulation s'élève à 1 441 937 OCEANES.

OCEANES apportées à l'Offre Gaillon Invest II

Les porteurs d'OCEANES qui le souhaitent peuvent apporter leurs OCEANES à l'Offre Gaillon Invest II, selon les modalités prévues dans le Projet de Note d'Information.

Droit des porteurs d'OCEANES en cas d'offre publique

• Conversion des OCEANES en cas d'offre publique

Ajustement consécutif à la déclaration de conformité de l'Offre Gaillon Invest

En raison de l'ouverture de l'Offre Gaillon Invest le 17 juillet 2013, qui était susceptible d'entraîner un Changement de Contrôle¹ et conformément au Prospectus, le ratio d'attribution d'actions des OCEANES avait été temporairement ajusté pendant la Période d'Ajustement en cas d'Offre Publique (telle que définie ci-dessous) selon la formule suivante:

$$\text{NRAA} = \text{RAA} \times [1 + \text{Prime d'émission des Obligations} \times (\text{J} / \text{JT})]$$

où :

- NRAA signifie le nouveau ratio d'attribution d'actions applicable pendant la Période d'Ajustement en cas d'Offre Publique ;
- RAA signifie le ratio d'attribution d'actions en vigueur avant la Date d'Ouverture de l'Offre Gaillon Invest (telle que définie ci-dessous), soit une action Club Méditerranée pour une OCEANE ;
- Prime d'émission des Obligations signifie la prime, exprimée en pourcentage que fait ressortir la valeur nominale unitaire des OCEANES par rapport au cours de référence de l'action de la Société retenu au moment de la fixation des modalités définitives des OCEANES, soit 27,5% ;
- J signifie le nombre de jours exact restant à courir entre la Date d'Ouverture de l'Offre Gaillon Invest (incluse) et le 1^{er} novembre 2015, date d'échéance des OCEANES (exclue) ; et

¹ « **Changement de Contrôle** », signifie le fait, pour une ou plusieurs personnes physiques ou morales, agissant seules ou de concert, d'acquérir le contrôle de la Société, étant précisé que la notion de « contrôle » signifie, pour les besoins de cette définition, le fait de détenir (directement ou indirectement par l'intermédiaire de sociétés elles-mêmes contrôlées par la ou les personnes concernées) (x) la majorité des droits de vote attachés aux actions de la Société ou (y) plus de 40% de ces droits de vote si aucun autre actionnaire de la Société, agissant seul ou de concert, ne détient (directement ou indirectement par l'intermédiaire de sociétés contrôlées par cet ou ces actionnaires) un pourcentage des droits de vote supérieur à celui ainsi détenu.

- JT signifie le nombre de jours exacts compris entre le 7 octobre 2010, date d'émission des OCEANES (incluse) et le 1^{er} novembre 2015, date d'échéance des OCEANES (exclue), soit 1 851 jours.

L'application de cette formule avait induit un ratio d'attribution d'actions temporairement ajusté de 1,124 à la Date d'Ouverture de l'Offre Gaillon Invest (telle que définie ci-dessous).

L'ajustement du ratio d'attribution d'actions, stipulé ci-dessus, bénéficiait exclusivement aux porteurs d'OCEANES qui exerçaient leur droit à l'attribution d'actions, entre (et y compris) :

- (A) le premier jour au cours duquel les actions de la Société pouvaient être apportées à l'Offre Gaillon Invest (la « **Date d'Ouverture de l'Offre Gaillon Invest** ») (soit le 17 juillet 2013) ; et
- (B) (i) comme l'Offre Gaillon Invest était conditionnelle, (x) si l'AMF constatait que l'Offre Gaillon Invest avait une suite positive, la date qui était 10 jours ouvrés après la publication par celle-ci du résultat de l'Offre Gaillon Invest ou, si l'Offre Gaillon Invest était réouverte, la date jours ouvrés après le dernier jour au cours duquel les actions de la Société pouvaient être apportées à l'Offre Gaillon Invest, ou (y) si l'AMF constatait que l'Offre Gaillon Invest est sans suite, la date de publication par celle-ci du résultat de l'Offre Gaillon Invest ; ou

(ii) si l'initiateur de l'Offre Gaillon Invest y renonçait, la date à laquelle cette renonciation était publiée.

Cette période était désignée la « **Période d'Ajustement en cas d'Offre Publique** ».

Ajustement à la suite de la renonciation par Gaillon Invest à l'Offre Gaillon Invest, consécutivement à la déclaration de conformité de l'Offre Global Resorts.

En application des dispositions de l'article 232-11 du règlement général de l'AMF, Gaillon Invest a renoncé à l'Offre Gaillon Invest le 14 août 2014 ; le ratio d'attribution d'actions de 1,124 a donc cessé de s'appliquer à compter de la date de publication de cette renonciation.

En conséquence de l'ouverture de l'Offre Global Resorts le 18 août 2014 et en application de la formule ci-dessus, le nouveau ratio d'attribution d'actions temporairement ajusté s'élève, depuis le 18 août 2014, à 1,065.

Ce nouvel ajustement du ratio d'attribution d'actions bénéficie exclusivement aux porteurs d'OCEANES qui exercent ou exerceront leur droit à l'attribution d'actions, entre (et y compris) :

- (A) le 18 août 2014 ; et
- (B) (i) comme l'Offre Global Resorts est conditionnelle, (x) si l'AMF constate que l'Offre Global Resorts a une suite positive, la date qui sera 10 jours ouvrés après la publication par celle-ci du résultat de l'Offre Global Resorts ou, si l'Offre Global Resorts est réouverte, la date qui sera 5 jours ouvrés après le dernier jour au cours duquel les actions de la Société peuvent être apportées à l'Offre Global Resorts, ou (y) si l'AMF (ou son successeur) constate que l'Offre Global Resorts est sans suite, la date de publication par celle-ci du résultat de l'Offre Global Resorts ; ou

(ii) si l'initiateur de l'Offre Global Resorts y renonce, la date à laquelle cette renonciation sera publiée.

En cas d'exercice du droit à l'attribution d'actions pendant la Période d'Ajustement en cas d'Offre Publique, les actions correspondantes seront livrées dans un délai maximum de 3 jours ouvrés à compter de la date d'exercice des OCEANEs.

Ajustement en cas de renonciation par Global Resorts à l'Offre Global Resorts, consécutivement à la déclaration de conformité de l'Offre Gaillon Invest II.

Conformément aux dispositions de l'article 232-11 du règlement général de l'AMF, Global Resorts pourra renoncer à l'Offre Global Resorts dans le délai de 5 jours de négociation suivant la publication du calendrier de l'offre concurrente déposée par les Co-Initiateurs.

Dans cette hypothèse, le ratio d'attribution d'actions de 1,065 cesserait de s'appliquer à compter de la date de publication de cette renonciation.

A compter de cette date, un nouveau ratio d'attribution d'actions serait calculé en application de la formule ci-dessus et la Période d'Ajustement en cas d'Offre Publique serait définie par rapport à l'Offre Gaillon Invest II.

A titre d'illustration, en cas d'ouverture de l'Offre Gaillon Invest II le 17 octobre 2014, l'application de la formule rappelée ci-dessus impliquerait un ratio d'attribution d'actions temporairement ajusté de 1,056.

L'ajustement du ratio d'attribution d'actions, stipulé ci-dessus, bénéficierait exclusivement aux porteurs d'OCEANEs qui exerceraient leur droit à l'attribution d'actions, entre (et y compris) :

- (A) le lendemain de la renonciation par Global Resorts à l'Offre Global Resorts ou le premier jour au cours duquel les actions de la Société peuvent être apportées à l'Offre Gaillon Invest II si ce dernier est postérieur ; et
- (B) (i) comme l'Offre Gaillon Invest II est conditionnelle, (x) si l'AMF constate que l'Offre Gaillon Invest II a une suite positive, la date qui sera 10 jours ouvrés après la publication par celle-ci du résultat de l'Offre Gaillon Invest II ou, si l'Offre Gaillon Invest II est réouverte, la date qui sera 5 jours ouvrés après le dernier jour au cours duquel les actions de la Société peuvent être apportées à l'Offre Gaillon Invest II, ou (y) si l'AMF (ou son successeur) constate que l'Offre Gaillon Invest II est sans suite, la date de publication par celle-ci du résultat de l'Offre Gaillon Invest II; ou

(ii) si les Co-Initiateurs de l'Offre Gaillon Invest II y renonce, la date à laquelle cette renonciation est publiée.

Nombre maximal d'actions nouvelles pouvant être remises en cas d'exercice du droit d'attribution d'actions

Conformément aux stipulations de la onzième résolution adoptée par l'assemblée générale du 20 février 2009, en application de laquelle les OCEANEs ont été émises, le montant nominal d'augmentation de capital au titre de cette résolution ne peut pas être supérieur à vingt millions d'euros, compte non tenu des conséquences sur le montant du capital des ajustements susceptibles d'être opérés, conformément aux dispositions législatives et réglementaires en suite de l'émission des titres ou valeurs mobilières donnant accès à terme au capital. Sur la base d'une valeur nominale de 4 euros par action, le nombre maximal à émettre s'élève à 5 000 000 d'actions.

Au 30 septembre 2014, le nombre d'OCEANES en circulation s'élève à 1.441.937 OCEANES et le nombre de titres émis depuis l'émission des OCEANES à 3.873.863 actions. En cas d'exercice de l'intégralité des OCEANES pendant la Période d'Ajustement en cas d'Offre Publique, le nombre d'actions à émettre serait supérieur au plafond fixé par la onzième résolution visée ci-dessus.

Dans cette hypothèse, et conformément aux stipulations du paragraphe 4.2.1 du Prospectus, si la Société ne disposait pas d'un nombre suffisant d'actions existantes auto-détenues disponibles à cet effet pour livrer aux porteurs d'Obligations ayant exercé leur droit à l'attribution d'actions la totalité des actions nouvelles ou existantes devant être livrées au titre des ajustements susvisés, la Société devra livrer toutes les actions nouvelles et existantes qu'elle est en mesure de livrer et pour le solde, elle remettra auxdits porteurs d'Obligations une somme en espèces. Cette somme sera déterminée en multipliant la moyenne pondérée par les volumes des cours de l'action de la Société constatés sur Euronext Paris durant les trois dernières séances de bourse précédant la date d'exercice du droit à l'attribution d'actions par le nombre d'actions ne pouvant pas être livrées. Cette somme sera payable au moment de la remise des actions livrées conformément au paragraphe 4.2.4 « Modalité d'exercice du Droit à l'Attribution d'Actions » du Prospectus.

- **Remboursement anticipé en cas de Changement de Contrôle**

Conformément au Prospectus, tout porteur d'OCEANES pourra, à son seul gré, demander le remboursement anticipé en espèces de tout ou partie des OCEANES détenues en cas de Changement de Contrôle.

En cas de suite positive de l'Offre Gaillon Invest II, la Société informera les porteurs d'OCEANES, du Changement de Contrôle, par un avis publié dans un journal financier de diffusion nationale et un avis diffusé par Euronext Paris au plus tard dans les 30 jours calendaires qui suivent le Changement de Contrôle effectif. Ces avis rappelleront aux porteurs d'OCEANES la faculté qui leur est offerte de demander le remboursement anticipé de leurs OCEANES, et indiqueront (i) la date fixée pour le remboursement anticipé, laquelle devra être comprise entre le 25^{ème} et le 30^{ème} jour ouvré suivant la date de publication de l'avis dans un journal financier de diffusion nationale, (ii) le montant du remboursement et (iii) la période, d'au moins 15 jours ouvrés, à compter de la publication de l'avis dans un journal financier de diffusion nationale, au cours de laquelle les demandes de remboursement anticipé des OCEANES et les OCEANES correspondantes devront parvenir à l'agent centralisateur. Les porteurs d'OCEANES devront en faire la demande à l'intermédiaire financier auprès duquel leurs OCEANES sont inscrites en compte. Toute demande de remboursement sera irrévocable à compter de sa réception par l'intermédiaire financier concerné. Les demandes et les OCEANES correspondantes devront parvenir à l'agent centralisateur au plus tard le 5^{ème} jour ouvré précédant la date de remboursement anticipé.

Dans cette hypothèse, les OCEANES dont le remboursement anticipé aura été demandé comme indiqué ci-dessus seront remboursées à un prix égal au pair majoré des intérêts courus depuis la dernière date de paiement d'intérêts précédant la date de remboursement anticipé jusqu'à la date fixée pour le remboursement anticipé.

- **Remboursement anticipé en cas de radiation des actions**

Conformément au Prospectus, le représentant de la masse des porteurs d'OCEANES pourra, sur décision de l'assemblée des porteurs d'OCEANES statuant dans les conditions de quorum et de majorité prévues par la loi, sur simple notification écrite adressée à la Société, avec une copie à l'agent centralisateur, rendre exigible la totalité des OCEANES à un prix égal au pair majoré des intérêts courus depuis la dernière date de paiement d'intérêts jusqu'à la date fixée pour le remboursement anticipé, notamment dans l'hypothèse où les actions de la Société ne seraient plus admises aux négociations sur un marché réglementé au sens de la Directive 2004/39 CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers.

Il est toutefois rappelé que les Co-Initiateurs ont indiqué qu'ils envisageaient de maintenir et préserver la cotation des actions sur Euronext Paris.

- **Remboursement anticipé si les OCEANES en circulation représentent moins de 10% des OCEANES émises**

Conformément au Prospectus, la Société pourra, à son gré, à tout moment, sous réserve d'un préavis d'au moins 30 jours calendaires, rembourser les OCEANES au pair majoré des intérêts courus depuis la dernière date de paiement d'intérêts jusqu'à la date fixée pour le remboursement anticipé, la totalité des OCEANES restant en circulation, si leur nombre est inférieur à 10% du nombre des OCEANES émises.

- **Amortissement anticipé par remboursement au gré de la Société**

Conformément au Prospectus, la Société peut, à son gré, sous réserve d'un préavis d'au moins 30 jours calendaires, rembourser les OCEANES au pair majoré des intérêts courus depuis la dernière date de paiement d'intérêts jusqu'à la date fixée pour le remboursement anticipé, la totalité des OCEANES restant en circulation, si la moyenne arithmétique, calculée sur 20 jours de bourse consécutifs parmi les 30 qui précèdent la parution de l'avis de remboursement anticipé des produits des premiers cours cotés de l'action de la Société et du ratio d'attribution d'actions en vigueur à chaque date excède 130% de la valeur nominale des OCEANES.

Situation des titulaires d'Options de Souscription

Les titulaires d'Options attribuées par Club Méditerranée dans le cadre des plans des années 2007, 2008, 2009, 2010, 2011 et 2012, pourront apporter à l'Offre Gaillon Invest II les actions qu'ils viendraient à détenir à la suite de l'exercice de ces Options pour autant qu'elles soient exerçables et que les actions résultant de leur exercice soient cessibles en application desdits plans d'options.

Au 30 septembre 2014, 705 236 Options sont en vigueur, parmi lesquelles 535 353 Options sont exerçables, et dont 373 689 sont exerçables et les actions qui résulteraient de leur exercice seraient cessibles.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans d'Options au 30 septembre 2014 :

	Plan L - 2007	Plan M - 2008	Plan N - 2009	Plan O - 2010	Plan P - 2011	Plan Q - 2012
Date du directoire / conseil d'administration	08/03/2007	11/03/2008	20/02/2009	25/02/2010	03/03/2011	11/03/2012
Prix d'exercice (en euros)	39,51 €	29,71 €	10,73 €	11,71 €	17,32 €	16,13 €
Point de départ d'exercice des options	08/03/2010 + interdiction de revente avant le 07/03/2011	11/03/2011 + interdiction de revente avant le 10/03/2012	20/02/2012 + interdiction de revente avant le 20/02/2013	25/02/2013 + interdiction de revente avant le 25/02/2014	03/03/2014 + interdiction de revente avant 03/03/2015	11/03/2015 + interdiction de revente avant 11/03/2016
Date d'expiration	08/03/2015	10/03/2016	20/02/2017	25/02/2018	03/03/2019	11/03/2020
Nombre d'options attribuées	125.000	244.970	244.490	239.350	240.000	230.000
Nombre d'options en cours au 30 septembre 2014	79.785	196.377	36.517	61.010	161.664	169.883

1.4 Déroulement de l'Offre Gaillon Invest II

L'Offre Gaillon Invest II sera réalisée selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Préalablement à l'ouverture de l'Offre Gaillon Invest II, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre Gaillon Invest II.

L'Offre Gaillon Invest II sera ouverte pendant une période de 25 jours de négociation (sous réserve de prorogation). Elle sera centralisée par Euronext Paris.

L'AMF fera connaître le résultat de l'Offre Gaillon Invest II au plus tard le 9^{ème} jour de négociation suivant la date de clôture de l'Offre Gaillon Invest II. Euronext Paris indiquera dans son avis la date de règlement-livraison de l'Offre Gaillon Invest II.

Si l'Offre Gaillon Invest II connaît une suite positive elle sera réouverte dans les 10 jours de négociation suivant la publication du résultat, et ce pour une période minimale de 10 jours de négociation (l'« **Offre Gaillon Invest II Réouverte** »). Il est précisé que les termes de l'Offre Gaillon Invest II Réouverte seront identiques à ceux de l'Offre Gaillon Invest II initiale. L'AMF publiera un calendrier relatif à l'Offre Gaillon Invest II Réouverte.

Le calendrier de l'Offre Gaillon Invest II sera publié par l'AMF.

La procédure d'apport à l'Offre Gaillon Invest II est décrite au paragraphe 2.7 du Projet de Note d'Information.

Il est précisé que l'Offre Gaillon Invest II est faite exclusivement en France. La participation à l'Offre Gaillon Invest II et la diffusion de la présente note en réponse peuvent faire l'objet de restrictions légales dans certaines juridictions.

Les termes et modalités de l'Offre Gaillon Invest II ainsi que les restrictions susvisées sont décrits de manière plus détaillée dans le Projet de Note d'Information.

En application des dispositions des articles 231-13 et suivants du règlement général de l'AMF, Société Générale, Natixis et Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, en qualité d'établissements présentateurs agissant pour le compte des Co-Initiateurs ont déposé le 12 septembre 2014 le projet d'Offre Gaillon Invest II auprès de l'AMF, sous la forme d'une offre publique d'achat volontaire. Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Société Générale, Natixis et Crédit Agricole Corporate and Investment Bank garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par les Co-Initiateurs, dans le cadre de l'Offre Gaillon Invest II.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE CLUB MEDITERRANEE

2.1 Avis motivé du conseil d'administration (incluant les intentions des administrateurs)

« Le Conseil d'Administration de Club Méditerranée s'est réuni 23bis avenue de Messine, 75008 Paris, le 6 octobre 2014, sous la présidence de M. G. Pauget, afin de considérer l'offre publique d'achat que Gaillon Invest II et Fidelidade (les « Co-Initiateurs ») ont déposé sur les titres de Club Méditerranée (l'« Offre Gaillon Invest II » ou l'« Offre »). Il est rappelé que l'Offre est une offre concurrente à celle de Global Resorts (déclarée conforme le 12 août 2014), qui elle-même était une offre concurrente à celle déposée par Gaillon Invest (déclarée conforme le 16 juillet 2013 et à laquelle Gaillon Invest a renoncé le 14 août 2014).

Il est précisé que quatre membres du Conseil, à savoir le Président M. Henri Giscard d'Estaing, M. Dominique Gaillard, M. Jiannong Qian et M. Guanchang Guo, sont intéressés à l'Offre. En conséquence, ces membres n'ont pas participé aux délibérations ni au vote sur l'avis motivé du Conseil d'Administration portant sur l'Offre et se sont retirés de la séance.

L'avis motivé qui suit a été rendu par M. G. Pauget, M. P. Lebard, M. A. Dinin, Mme I. Seillier, M. T. de la Tour d'Artaise, Mme A-C. Taittinger, Mme C. Jeanbart, Mme L. Al Sulaiman et CMVT international représentée par M. A. Benhalima, tous présents.

Le Conseil d'Administration ainsi composé a pris connaissance des documents suivants :

- *l'avis de dépôt du projet d'offre publique d'achat sur les titres de la Société qui a été publié par l'AMF le 12 septembre 2014 (D&I AMF n°214C1690) ;*
- *le projet de note d'information des Co-Initiateurs contenant les motifs de l'Offre, les intentions des Co-Initiateurs, les accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, ainsi que les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre ;*
- *le rapport d'expertise indépendante établi conformément à l'article 261-1 I 2° et 5° du Règlement général de l'AMF par le cabinet BM&A ;*
- *l'avis du Comité d'Entreprise ;*
- *le projet de note d'information en réponse de Club Méditerranée.*

Le Conseil d'Administration rappelle que pour lui permettre d'accomplir diligemment sa mission d'analyse de l'Offre Gaillon Invest II et de rendre un avis motivé sur l'Offre, il s'est fait assister par les conseils financier (Rothschild & Cie) et juridiques (Orrick Rambaud Martel, Villey Girard Grolleaud et BDGS Associés) de Club Méditerranée. Le Conseil d'administration a aussi revu les travaux du conseil stratégique (Roland Berger) qui l'a assisté dans le cadre de la revue de l'offre de Global Resorts.

Dans ce cadre, le Conseil d'Administration s'est réuni le 15 septembre 2014. Il a également tenu une réunion de travail le 2 octobre 2014. Les quatre membres du Conseil d'Administration intéressés à l'Offre Gaillon Invest II n'ont pas participé aux délibérations du Conseil d'Administration relatives à l'Offre et ils n'ont pas non plus participé à la réunion de travail.

Avant de présenter ses travaux d'analyse, le Conseil d'Administration a pris connaissance des échanges de courriers des 26 et 29 septembre et 1er et 2 octobre 2014 entre Global Resorts et le comité ad hoc du Conseil d'Administration. Le Conseil d'Administration souhaite indiquer qu'il regrette la publication par la presse des termes de certains courriers de Global Resorts de nature à affecter négativement l'image de la Société alors qu'il a toujours été veillé à assurer un strict respect de l'égalité de traitement entre les initiateurs des offres publiques en cours.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'Administration a été appelé à donner son appréciation sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

1. Analyse de l'Offre Gaillon Invest II

A la date du dépôt du projet d'Offre, les Co-Initiateurs et les personnes agissant de concert avec eux, Holding Gaillon II, Fosun, les Entités JD, Ardian, ainsi que MM. Henri Giscard d'Estaing et Michel Wolfovski, détenaient 18,293% du capital et 24,43% des droits de vote ainsi qu'un pourcentage non significatif des OCEANES (237) émises par la Société.

Le Conseil d'Administration constate que les Co-Initiateurs proposent d'acquérir (i) au prix unitaire de 22 € (dividende attaché), la totalité des actions de la Société non détenues par eux et les membres du concert, existantes ou susceptibles d'être émises à raison de la conversion des OCEANES ou de l'exercice des options de souscription, et (ii) au prix déterminable s'élevant provisoirement, à la date du dépôt du projet d'Offre Gaillon Invest II, à 23,23 euros par OCEANE, la totalité des OCEANES émises par la Société et non détenues par les Co-Initiateurs et les membres du concert.

Le Conseil d'Administration a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par les Co-Initiateurs dans leur projet de note d'information. Le Conseil d'Administration a notamment pris en considération les éléments suivants :

- *Les Co-Initiateurs ont l'intention de poursuivre les principales orientations stratégiques définies par le Conseil d'Administration et mises en œuvre par la Société depuis 2004 en respectant les caractéristiques et spécificités de la Société et de ses activités. Ce soutien reposera notamment sur la mise en œuvre du plan d'affaires présenté au Conseil d'Administration de la Société en novembre 2013, dont les principaux axes sont rappelés dans le projet de note d'information :*
 - *poursuite du repositionnement des activités de la Société dans le cadre d'une stratégie de montée en gamme et d'internationalisation de la clientèle et de ses implantations, avec un souci de répartir l'activité de la Société de manière plus équilibrée dans le monde ;*
 - *renforcement du positionnement différenciant et gains de parts de marché dans les pays matures, notamment en France ;*

- *développement du portefeuille de villages répondant à la stratégie de la Société (capacité optimale, haut-de-gamme et principalement destinés à une activité permanente ou bi-saisonnière et à une clientèle internationale), en favorisant les modes de détention qui allègent les investissements.*
- *L'Offre Gaillon Invest II est portée par Fosun, partenaire stratégique de Club Méditerranée, ce qui permet d'assurer le développement de la Société en Chine, un axe prioritaire du groupe, avec le management, aux côtés de Fidelidade, d'Ardian et de U-Tour.*
- *L'Offre Gaillon Invest II s'inscrivant dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société, elle ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi et devrait ainsi s'inscrire dans la continuité de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines du groupe Club Méditerranée.*
- *Les Co-Initiateurs envisagent de maintenir et préserver la cotation des actions de la Société sur Euronext Paris et l'ancrage français et européen du groupe.*
- *Les Co-Initiateurs prévoient une enveloppe d'investissements supplémentaires de 50 millions d'euros sur la période 2015-2016 au soutien du plan d'affaires de la Société concentrés sur l'ajout de capacité dans des villages 4 et 5 tridents performants.*

Le Conseil d'Administration a pris connaissance des éléments suivants :

- *La lettre de l'ensemble des chefs de villages datée du 1er octobre 2014, aux termes de laquelle les chefs de village réitèrent leur adhésion à la stratégie haut-de-gamme du groupe menée depuis de nombreuses années et apportent leur soutien à l'Offre Gaillon Invest II. Ils y confirment souhaiter poursuivre l'aventure du Club Méditerranée autour de ce projet.*
- *La lettre de 74 des 81 membres du Leadership Committee en date du 2 octobre 2014 dans laquelle ils indiquent que les éléments dont ils disposent les convainquent que l'Offre Gaillon Invest II et Fidelidade est celle qui garantit le plus sûrement la pérennité du Club Méditerranée et son développement futur, dans le respect des valeurs qui animent ses GO et GE.*
- *La lettre des 8 membres du Comité de Direction Groupe (autres que MM. Giscard d'Estaing et Wolfovski) en date du 2 octobre 2014 soulignant que le partenariat avec Fosun est essentiel pour devenir le numéro un des vacances haut-de-gamme tout compris « made in France » et en demandant au Conseil d'Administration de fortement soutenir l'Offre Gaillon Invest II qui est la mieux placée pour conserver l'âme du Club Med et de poursuivre son développement.*
- *La lettre de Fosun du 2 octobre 2014 à l'attention des membres du Comité d'Entreprise de Club Méditerranée dans lequel Fosun réaffirme son attachement aux valeurs fortes, à l'identité et à l'ancrage français et européen du Club Méditerranée, son engagement de maintenir le siège social en France ainsi que son engagement d'opérer dans la continuité de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines du groupe Club Méditerranée.*

- *La lettre de Global Resorts du 3 octobre 2014 indiquant les raisons qui l'amènent à considérer que son offre est plus favorable pour le Club Méditerranée que celle de Gaillon Invest II et Fidelidade. De nouveau, le Conseil d'Administration souhaite indiquer qu'il regrette la publication par la presse des termes de cette lettre, qui a été prise en compte par le Conseil d'Administration dans son examen des offres en présence et de la détermination de l'offre la plus conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires.*
- *La lettre de Gaillon Invest II du 4 octobre 2014 à l'attention des membres du Conseil d'Administration répondant aux éléments de la lettre de Global Resorts du 3 octobre 2014 parus dans la presse, notamment sur (i) l'expertise reconnue de Fosun et ses partenaires dans le secteur du tourisme et des loisirs, (ii) la vision long terme que Gaillon Invest II souhaite privilégier pour le Club Méditerranée et que peut s'autoriser Fosun dont les fonds ne proviennent pas d'investisseurs classiques du private equity, et (iii) la compatibilité de la stratégie d'internationalisation avec l'ancrage français et européen du Club Méditerranée.*

Le Conseil d'Administration a étudié les rapports des experts mandatés par le Comité d'Entreprise ainsi que l'avis défavorable du Comité d'Entreprise qui mettent en avant les risques suivants : trop grand focus sur la Chine, faisabilité du plan d'affaires et des résultats prévus et basculement des centres de décisions en Chine. Ils indiquent également des incertitudes liées à la stabilité de l'actionnariat, aux modalités des 230 millions d'euros d'emprunt, au financement de Gaillon Invest II à l'évolution de l'emploi en France et au détail des investissements, évoquant la pression de l'actionnaire sur le management afin de rentabiliser un investissement à « prix élevé ».

Le Conseil d'Administration a pris acte du communiqué que la CFTC/CFDT a souhaité lui transmettre indiquant que l'avis du comité d'entreprise ne leur paraissait pas justifié notamment en ce qu'il ne tient pas compte de points positifs de l'Offre (continuité de la stratégie, collaboration durable, maintien du management et investissements supplémentaires). Dans ce communiqué, la CFTC/CFDT a également indiqué qu'ils partageaient le fait que l'offre laisse des incertitudes (actionnaire majoritaire, manque de lisibilité en Europe à court terme, non communication du retour sur investissement).

Le Conseil d'Administration a également pris acte de la déclaration ci-dessous de Fosun exprimée lors du Conseil d'Administration du 6 octobre 2014, réaffirmant les engagements figurant dans sa lettre du 2 octobre 2014, en vue de dissiper les préoccupations du Comité d'Entreprise propres à toute situation de société sous offre publique :

« D'une part, Fosun (et Gaillon Invest II et Fidelidade) n'a pas l'intention de transférer le centre de décision du groupe en dehors de France. Le siège restera à Paris et Fosun a l'intention de maintenir la société cotée à la bourse de Paris.

D'autre part, Fosun est très attaché à l'ancrage français du Club et à ses valeurs fondatrices. Ce sont sur ces valeurs et cet ancrage que Fosun et ses partenaires veulent s'appuyer pour faire rayonner encore davantage la société à l'international, s'inscrivant ainsi dans la continuité de la stratégie définie par le conseil d'administration et mise en œuvre par le management, management qui est associé à l'offre et restera en place en bénéficiant d'une large indépendance. Ce développement international ne négligera pas l'Europe et notamment la France, avec les projets ambitieux envisagés dans les Alpes et autour de la Méditerranée.

Loin de mettre en danger la société par une pression excessive, l'offre lui permettra d'accélérer son développement dans la continuité de sa stratégie. Sa structure financière restera raisonnable, comme nous l'avons rappelé.

Le niveau de prix offert s'explique par l'amélioration des conditions financières de marché depuis l'offre de Gaillon Invest, par le renforcement des fonds propres de la société résultant de la conversion des OCEANES permise par cette offre, et par les investissements supplémentaires prévus, ciblés sur des augmentations de capacité dans des villages performants.

Surtout, c'est l'inscription dans la continuité de la stratégie arrêtée depuis plusieurs années, le soutien du management garant de la pérennité de l'entreprise et la stratégie d'accompagnement sur le long terme de Fosun qui permet d'offrir ce niveau de prix sans les risques de pression court-termistes qui pourrait être associés à une attente de retour rapide ou à un redimensionnement de la stratégie ».

Il a enfin pris note du souhait de tous les chefs de village de poursuivre l'aventure du Club Méditerranée autour du projet de Gaillon Invest II et Fidelidade qui, selon eux, préserve l'esprit Club Med avec le rêve et le bonheur qu'ils transmettent à leurs GM et à leurs équipes GO et GE dans le monde entier.

Le Conseil d'Administration s'est aussi attaché à analyser la structure d'acquisition mise en place par les Co-Initiateurs dans le cadre de l'Offre et ses conséquences pour la Société. Il a dans ce cadre procédé à un rappel des termes de l'offre qui avait été déposée par Gaillon Invest le 30 mai 2013 ainsi qu'à une analyse comparée de l'Offre Gaillon Invest II et de l'offre Global Resorts. Il s'est également attaché à vérifier que les intérêts des actionnaires qui n'apporteraient pas leurs titres à l'Offre seront préservés.

Il a ainsi pu retenir à cet égard les principaux éléments suivants :

- *Le conseil (qui restera un Conseil d'Administration) sera composé majoritairement des représentants de Fosun, Monsieur Henri Giscard d'Estaing demeurera Président Directeur Général de la Société et Monsieur Michel Wolfovski directeur général délégué et directeur financier de la Société.*
- *Comme dans l'offre Global Resorts, le conseil devra préalablement autoriser certaines opérations pour renforcer le contrôle et le suivi de la gestion réalisée par la direction. Le conseil sera composé d'au moins un tiers de membres indépendants pour se conformer aux meilleures pratiques de gouvernance pour les sociétés contrôlées.*
- *L'Offre Gaillon Invest II est à ce stade entièrement financée sur fonds propres de Gaillon Invest II et de Fidelidade. Gaillon Invest II prévoit toutefois de se refinancer, notamment par appel à des financements extérieurs de nature bancaire ou par de nouveaux apports en capital. A cet effet, Gaillon Invest II a obtenu une lettre d'engagement pour un financement représentant un montant légèrement inférieur à celui du financement de l'offre de Global Resorts, ainsi qu'un refinancement d'une partie de l'endettement de la Société en adéquation avec les besoins de celle-ci. Les Co-Initiateurs se réservent également la possibilité de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre.*
- *Selon le même principe que pour l'offre Gaillon Invest, un nombre significatif de cadres de la Société (environ 400 personnes) aura l'opportunité d'investir, jusqu'à hauteur de 10 millions d'euros, aux côtés des Co-Initiateurs. La répartition de la plus-value éventuellement dégagée entre les investisseurs financiers, les dirigeants et les cadres, s'effectuera au niveau de la holding qui détiendra Gaillon Invest II et n'aura donc pas de conséquence pour les actionnaires qui resteront actionnaires de Club Méditerranée au côté des Co-Initiateurs après l'Offre. Le Conseil d'Administration a noté à cet égard que les modalités d'investissement du management sont calquées sur celles de l'Offre Gaillon Invest, qui avaient été validées par la Cour d'appel de Paris le 29 avril 2014.*

Le Conseil d'Administration a également pris acte que :

- *Le prix de l'Offre Gaillon Invest II proposé pour les actions de Club Méditerranée offre une prime de 3,5% sur la base du dernier cours de clôture de l'action de 21,25 euros en date du 10 septembre 2014 et de respectivement 3,3% et 4,2% sur les moyennes des cours 1 et 3 mois pondérés par les volumes précédant le dépôt de l'Offre Gaillon Invest II.*
- *Le prix de l'Offre proposé pour les OCEANES offre une prime de 3,1% sur la base du dernier cours de clôture des OCEANES de 22,53 euros en date du 9 septembre 2014 et de respectivement 3,6% et 7,2% également sur les moyennes des cours 1 et 3 mois pondérés par les volumes précédant le dépôt de l'Offre Gaillon Invest II.*
- *Le cabinet BM&A, expert indépendant, a conclu que les conditions financières de l'Offre Gaillon Invest II n'induisent pas de rupture dans l'égalité de traitement des actionnaires et sont équitables pour les actionnaires et les porteurs d'OCEANES de Club Méditerranée.*
- *L'expert indépendant arrive à une valeur centrale de Club Méditerranée de 20,51 euros par action par la méthode des DCF, qu'il considère comme la méthode privilégiée au cas d'espèce. Cette valeur centrale intègre la grande majorité des effets positifs de la dynamique chinoise, pris en compte dans l'extrapolation du plan d'affaires de la Société. Même sur la base d'une analyse de sensibilité reflétant un budget additionnel d'investissement, suivant les hypothèses retenues par les banques présentatrices de l'Offre Gaillon Invest II dans leurs éléments d'appréciation du prix d'Offre, la valorisation DCF reste inférieure au prix de l'Offre et s'établit à 21,80 euros.*

Le Conseil d'Administration a également pris en considération les conclusions de Roland Berger, le conseil en stratégie qui avait assisté le conseil dans ses travaux d'étude de l'Offre Global Resorts.

Enfin, le Conseil d'Administration a noté qu'au fil des semaines et des mois les offres publiques successives sur les titres de la Société rendent la conduite des activités de plus en plus compliquée, notamment en raison des incertitudes qui pèsent sur la structure actionnariale, la stratégie à long terme du Club Méditerranée et sur l'avenir des cadres dirigeants de la Société, et il a exprimé son souhait que le Club Méditerranée retrouve dans les plus brefs délais le cours normal de ses activités.

2. Décisions du Conseil d'Administration

Comme il l'avait déjà décidé dans le cadre de l'offre Gaillon Invest, le Conseil d'Administration estime que dans le contexte économique actuel, l'accélération du repositionnement stratégique proposée par les Co-Initiateurs avec l'appui de l'équipe dirigeante actuelle permettra au Club Méditerranée de répondre au mieux aux défis auxquels il doit faire face.

Il confirme accueillir très favorablement l'attachement réaffirmé de Fosun, partenaire stratégique de longue date, au groupe Club Méditerranée et à la stratégie mise en place par les organes sociaux de la Société qui doit se traduire par un développement accru dans les pays à croissance rapide, notamment en Asie, et par une consolidation de ses parts de marché dans les pays matures.

Le Conseil d'Administration estime de nouveau que la mise en place par les Co-Initiateurs d'un actionnariat de référence, majoritaire et pérenne pendant la durée de l'investissement, et la forte implication dans le projet de l'équipe dirigeante actuelle, devraient permettre à la Société de mettre en œuvre ces orientations stratégiques, qui pourraient peser à court terme sur la rentabilité et la génération de trésorerie du groupe.

Le Conseil d'administration note également que :

- *pour les actionnaires qui souhaiteraient une liquidité immédiate, (i) l'Offre Gaillon Invest II est équitable au regard des travaux de l'expert indépendant et (ii) est supérieure à l'Offre Global Resorts puisqu'elle fait ressortir une prime de 4,8% par rapport au prix de 21 euros par action offert par Global Resorts et une prime de 3,7% par rapport au prix de 22,41 euros par OCEANE offert par Global Resorts ;*
- *pour les actionnaires qui souhaiteraient rester au capital de Club Méditerranée pour bénéficier de ses perspectives de développement, il convient de noter qu'en cas de succès de l'Offre, la liquidité du titre sera réduite à court terme, et qu'à plus long terme, les actionnaires pourraient bénéficier d'un potentiel de valorisation dans l'hypothèse d'un succès de la stratégie proposée par Gaillon Invest II pour le Club Méditerranée.*

Dès lors, au vu de ces éléments, des objectifs et intentions déclarés des Co-Initiateurs ainsi que des conséquences de l'opération, le Conseil d'Administration estime à l'unanimité que l'Offre présentée par Gaillon Invest II et Fidelidade constitue une opportunité plus prometteuse pour la Société et ses salariés en ce qu'elle est porteuse d'un projet de nature à garantir :

- *le respect de l'identité et du modèle du Club Méditerranée et de la pérennité de son activité dans son développement,*
- *le maintien d'un actionnariat stabilisé essentiel et déjà attaché à l'entreprise depuis longtemps pour poursuivre les orientations stratégiques mises en œuvre par la Société depuis 2004, et*
- *le maintien de la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi.*

Le Conseil d'Administration reconnaît aussi à l'unanimité que l'Offre Gaillon Invest II représente une opportunité pour ceux des actionnaires et des porteurs d'OCEANES qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre afin de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale dans des conditions équitables. Le Conseil d'Administration considère que cette Offre permet aux actionnaires et aux porteurs d'OCEANES qui le souhaitent de rester associés dans des conditions équitables aux perspectives de développement de l'entreprise et de son éventuelle création de valeur mais aussi aux risques et aux enjeux liés à la stratégie qui sera développée.

Le Conseil d'Administration souligne en particulier à l'unanimité le souhait des Co-Initiateurs de conserver un ancrage français, leur attachement à l'identité française, leur volonté de permettre au management de diriger l'entreprise avec une grande indépendance, leur volonté de maintenir le siège social de la Société et sa place de cotation à Paris, gages de respect des meilleures pratiques en matière de gouvernance et de respect des actionnaires minoritaires.

Enfin, le Conseil d'administration estime que les engagements publics réaffirmés au Conseil d'Administration pris par Gaillon Invest II et Fosun d'opérer dans la continuité de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines du groupe Club Méditerranée sont de nature à préserver le modèle social de la Société et dissiper ainsi les préoccupations exprimées par le Comité d'Entreprise propres à toute situation de société sous offre publique.

Le Conseil d'Administration considère par conséquent, à l'unanimité, que l'Offre Gaillon Invest II est l'offre la plus conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires et recommande à ceux des actionnaires et porteurs d'OCEANES qui souhaitent bénéficier d'une liquidité immédiate, d'apporter leurs titres à l'Offre.

Le Conseil d'Administration rappelle qu'il a décidé à l'unanimité, lors de sa délibération du 25 juillet 2014, de réaffecter les actions existantes autodétenues à la remise d'actions dans le cadre de l'exercice des OCEANES.

3. Intentions des membres du Conseil d'Administration

Les membres du Conseil d'Administration présents et représentés détenteurs de titres Club Méditerranée, à savoir Messieurs Alain Dinin, Pascal Lebard, Georges Pauget, Thierry de la Tour d'Artaise, Mesdames Isabelle Seillier, Anne-Claire Taittinger, Christina Jeanbart, cette dernière agissant pour elle-même et pour le compte de Rolaco, Lama Al Sulaiman pour le compte de Rolaco, CMVT International représenté par Monsieur Amine Benhalima, Monsieur Amine Benhalima lui-même ont unanimement indiqué qu'ils ont l'intention d'apporter leurs titres à l'Offre Gaillon Invest II, à l'exception des actions qu'ils doivent conserver en leur qualité d'administrateur en application du règlement intérieur de la Société.

Monsieur Jiannon Qian, lié à Fosun, a indiqué au Conseil d'Administration qu'il apporterait ses actions à l'Offre Gaillon Invest II.

Il est précisé dans le projet de note d'information des Co-Initiateurs que Messieurs Henri Giscard d'Estaing et Guangchang Guo apporteraient² leurs titres Club Méditerranée à Holding Gaillon II, la société holding des Co-Initiateurs.³ »

2.2 Avis du comité d'entreprise

Réunion Extraordinaire du Comité d'Entreprise du 6 octobre 2014

Lors de la première réunion d'information du Comité d'Entreprise du Club Méditerranée du 15 septembre 2014 sur le projet d'Offre Publique d'Achat initiée par la société Gaillon Invest II, les élus du Comité d'Entreprise ont souhaité auditionner l'Initiateur de l'offre et se faire assister d'un cabinet d'expertise-comptable (Alter Conseil) et d'un cabinet de conseil (Alixio) pour analyser le contenu de cette offre et ses conséquences potentielles.

A la lecture du projet d'Offre Publique d'Achat déposé à l'AMF le 12 septembre 2014 et en concertation avec ses experts, le Comité d'Entreprise a adressé à l'initiateur une liste de questions relatives à la politique RH, aux stratégies produit, marketing et commerciale, aux investissements prévus ainsi qu'à la gestion financière envisagée.

² Indirectement.

³ Holding Gaillon II est la holding de Gaillon Invest II.

Le CE a pris note des réponses orales apportées par l'Initiateur et souhaite faire les observations suivantes au regard de l'intérêt du Club Méditerranée et de ses salariés :

- *La politique future de versement de dividendes n'est pas arrêtée;*
- *Les objectifs de rentabilité poursuivis par Fosun dans son investissement dans le Club Méditerranée n'ont pas été précisés ;*
- *La durée prévisionnelle d'investissements de Fosun dans le Club Méditerranée n'est pas précisée;*
- *La pluralité d'actionnaires actuelle va laisser place à un actionnaire unique ;*
- *Risque de déplacement progressif des centres de décisions vers la Chine ;*
- *Risque de pression de l'actionnaire sur le management afin de rentabiliser son investissement à un prix « élevé » avec les conséquences potentielles sur l'emploi qui en découleront ;*
- *L'implication de 400 managers du Club Méditerranée dans le futur actionnariat laisse envisager des moyens de pression supplémentaires sur les salariés pour plus de rentabilité et de résultats ;*
- *Risque de développement stratégique concentré principalement sur la Chine au détriment de pays à fort potentiel touristique, dont l'Europe ;*
- *Aucune rétribution particulière n'est prévue pour les salariés au titre des efforts consentis ces dernières années, efforts ayant permis de conduire à une valorisation supérieure du Groupe et aucun mécanisme d'association des salariés aux résultats futurs n'est prévu (participation, intéressement, plan d'épargne entreprise ...);*
- *Le niveau de prise de décisions concernant le Groupe qui se situe aujourd'hui au niveau du Conseil d'Administration de Club Méditerranée S.A., se situera demain au niveau de celui de Gaillon Invest II, voire des sociétés holding de Gaillon Invest II. Cela pourrait avoir comme conséquence de limiter dans l'avenir l'information des salariés sur les prises de décisions les concernant et même, à moyen terme, se traduire par un transfert du management et des Comités de Direction du Groupe vers l'Asie ;*
- *Le risque d'un trop grand focus de l'actionnaire majoritaire pour le développement du marché touristique chinois nous semble significatif.*

Nous considérons donc que ce projet d'Offre Publique d'Achat, tel qu'il est élaboré et argumenté, présente des risques réels (trop grand focus sur la Chine, faisabilité du plan d'affaires et des résultats prévus, et localisation des centres de décisions notamment) ainsi que de nombreuses incertitudes (stabilité de l'actionnariat, modalités des 230 M€ d'emprunt, financement Gaillon Invest II, évolution de l'emploi en France et détail des 386 M€ d'investissement).

Compte tenu des éléments qui ont été exposés, le Comité d'Entreprise émet un avis DEFAVORABLE sur le projet Gaillon II.

Cet avis est rendu à 8 voix pour un avis Défavorable contre le projet Gaillon II et 3 voix pour un avis Neutre.

2.3 Autres informations

Les Co-Initiateurs ont indiqué dans le Projet de Note d'Information qu'il n'existait aucun engagement d'apport à l'Offre Gaillon Invest II.

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

Club Méditerranée n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre Gaillon Invest II ou sur son issue.

A l'exception des accords décrits dans le Projet de Note d'Information et des informations publiques, Club Méditerranée n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre Gaillon Invest II ou sur son issue.

Selon le Projet de Note d'Information, l'Offre est financée par apports en capital et par avances en compte courant de l'actionnaire de Gaillon Invest II, pour ce qui concerne cette dernière. Gaillon Invest II prévoit toutefois de se refinancer, notamment par appel à des financements extérieurs de nature bancaire ou par de nouveaux apports en capital. A cet effet, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Natixis et Société Générale ont consenti une lettre d'engagement (commitment letter) pour un financement de 230.000.000€. Les engagements de Fidelidade au titre de l'Offre sont, quant à eux, financés sur fonds propres.

Selon le Projet de Note d'Information, « les Titres apportés à l'Offre seront répartis selon les modalités suivantes :

- *Gaillon Invest II acquerra un nombre d'actions apportées à l'Offre tel que Gaillon Invest II atteigne individuellement le Seuil de Caducité. Au-delà du Seuil de Caducité, toutes les actions apportées à l'Offre seront acquises par Fidelidade dans la limite de 170 millions d'euros, soit un maximum de 20% du capital de la Société sur une base non-diluée. Le solde sera acquis par Gaillon Invest II, pour un montant maximum d'environ 273 millions d'euros ;*
- *Gaillon Invest II acquerra l'intégralité des OCEANes apportées à l'Offre. »*

Selon le Projet de Note d'information, « il est par ailleurs prévu de refinancer une partie de l'endettement de Club Méditerranée en adéquation avec les besoins de la Société. »

4. ÉLÉMENTS CONCERNANT CLUB MEDITERRANEE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

4.1 Structure et répartition du capital

Au 30 septembre 2014, le capital social de Club Méditerranée s'élève à 143 642 956 euros divisé en 35 910 739 actions ordinaires de 4 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie, et le nombre de droits de vote théorique s'établit à 39 873 749 (dont 208 804 au titre d'actions auto-détenues, temporairement privées du droit de vote).

A la connaissance de Club Méditerranée, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiquées, les déclarations d'opérations en période de préoffre et les informations transmises par le teneur de compte, au 30 septembre 2014, le capital de Club Méditerranée est réparti comme suit :

Répartition du capital et des droits de vote au 30 septembre 2014

	Nombre de titres		Droits de vote	
	30 septembre 2014	% K	30 septembre 2014	% DDV
Fosun Property Holdings Limited	3 582 677	9,98%	6 753 256	16,94%
Fosun Luxembourg Holdings (1)	2 982 352	8,30%	2 982 352	7,48%
Guo Guangchang	1 851	0,0%	3 702	0,0%
Henri Giscard d'Estaing	1 483	0,0%	1 533	0,0%
Sous-total de concert	6 568 363	18,29%	9 740 843	24,43%
CMVT International (Groupe CDG Maroc)	2 250 731	6,27%	2 250 731	5,64%
Rolaco	1 793 053	4,99%	1 793 053	4,50%
Benetton	708 000	1,97%	708 000	1,78%
Caisse des Dépôts et Consignations (2)	1 908 492	5,31%	1 908 492	4,79%
Strategic Holdings	3 556 439	9,90%	3 556 439	8,92%
Crédit Suisse (3)	2 793 644	7,78%	2 793 644	7,01%
UBS AG London (4)	2 329 673	6,49%	2 329 673	5,84%
Moneta	1 767 087	4,92%	1 767 087	4,43%
Boussard & Gavaudan (5)	1 711 010	4,76%	1 711 010	4,29%
Franklin Finance	1 500 000	4,18%	1 500 000	3,76%
Air France	635 342	1,77%	635 342	1,59%
Tyrus Capital (6)	0	0,00%	0	0,00%
Polygon Global Partners (7)	0	0,00%	0	0,00%
JP Morgan Asset Management (8)	0	0,00%	0	0,00%
GLG Partners LP (9)	3 401	0,01%	3 401	0,01%
Institutionnels français (10)	2 972 115	8,28%	2 972 168	7,45%
Institutionnels étrangers (10)	3 786 354	10,54%	4 462 456	11,19%
Autodétention (11)	208 804	0,58%	208 804	0,52%
Salariés	23 520	0,07%	47 040	0,12%
Public et divers (10)	1 394 710	3,88%	1 485 565	3,73%
TOTAL	35 910 739	100%	39 873 749	100%

(1) Fosun Luxembourg Holdings a acquis la participation d'Ardian le 12 septembre 2014

(2) La Caisse des Dépôts et Consignations détient par ailleurs 994 805 OCEANES

(3) Dont 2 733 211 actions détenues au titre de la couverture des 2 733 211 émis par la banque à destination de ses clients

(4) Actions détenues au titre de la couverture des CFD émis par la banque à destination de ses clients

(5) Dont 721 744 CFD. Boussard & Gavaudan détient par ailleurs par délégation 252 608 actions et 38 540 CFD

(6) Tyrus Capital détient 1 997 368 CFD

(7) Polygon détient 3 106 596 CFD

(8) JP Morgan Asset Management détient 526 162 CFD

(9) GLG Partners détient par ailleurs 296 761 CFD

(10) Le cas échéant, hors actions et droits de vote sous-jacents aux CFD

(11) Actions autodétenues dont les droits de vote ne sont pas exerçables

A noter : un Contract For Differences est contrat financier avec paiement d'un différentiel ou CFD est un instrument financier à terme par lequel l'investisseur acquiert le droit de percevoir l'écart entre le prix du sous-jacent à la date de conclusion du contrat et le prix à la date d'exercice

Il est rappelé que lors de sa délibération du 25 juillet 2014, le conseil d'administration a décidé, à l'unanimité, de réaffecter immédiatement les actions existantes à la remise d'actions dans le cadre de l'exercice des OCEANES.

4.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et clauses des conventions portées à la connaissance de la société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

4.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions

Obligation de déclaration de franchissement de seuils

Club Méditerranée a instauré une obligation statutaire de déclaration de franchissement de seuils (article 7 des statuts), en vertu de laquelle toute personne, physique ou morale, qui, agissant seule ou de concert, vient à détenir, au sens de l'article L. 233-9 du Code de commerce, directement ou indirectement, un pourcentage du capital ou de droits de vote, égal ou supérieur à 1% ou à un multiple de ce pourcentage, est tenue d'informer la Société par lettre recommandée avec demande d'avis de réception indiquant le nombre de droits de vote et de titres qu'elle possède ainsi que les droits de vote qui y sont attachés, dans le délai de cinq jours de bourse à compter du franchissement de chacun de ces seuils.

Par ailleurs, cette personne doit également informer la Société, dans sa lettre de déclaration de franchissements de seuils,

- (i) du nombre de titres qu'elle possède donnant accès à terme aux actions à émettre et les droits de vote qui y seront attachés,
- (ii) du nombre d'actions déjà émises qu'elle peut acquérir en vertu d'accords ou instruments visés au paragraphe b) du 3^{ème} alinéa de l'article L. 233-7. I du Code de commerce,
- (iii) du nombre d'actions déjà émises sur lesquelles porte tout accord ou instrument financier visé au paragraphe c) du 3^{ème} alinéa de l'article L. 233-7. I du Code de commerce.

Dans chaque déclaration visée ci-dessus, le déclarant doit certifier que la déclaration faite comprend bien tous les titres détenus ou possédés au sens des alinéas qui précèdent. Il doit également indiquer la ou les dates d'acquisition.

La lettre de déclaration de franchissement de seuils doit inclure les mêmes renseignements que ceux figurant dans le formulaire devant être transmis à l'AMF dans le cadre des déclarations de franchissements de seuils statutaires.

A défaut d'avoir été déclarées ainsi qu'il est dit aux alinéas précédents, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote dans les assemblées d'actionnaires, dans les conditions prévues par la loi si, à l'occasion d'une assemblée, le défaut de déclaration a été consigné dans un procès-verbal et si un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble 5% au moins du capital ou des droits de vote de la Société en font la demande lors de cette assemblée.

Toute personne physique ou morale est également tenue d'informer la Société dans les formes et délais prévus ci-dessus, lorsque sa participation directe, indirecte ou de concert devient inférieure à chacun des seuils mentionnés ci-dessus.

Conformément et dans les conditions fixées par la loi et les règlements, la Société a la faculté de demander aux personnes morales propriétaires de ses actions et ayant plus de 2,5% du capital ou des droits de vote de lui faire connaître l'identité des personnes détenant directement ou indirectement plus du tiers du capital de cette personne morale ou des droits de vote exercés en assemblée générale.

4.2.2 Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de Club Méditerranée (article L. 233-11 du Code de commerce)

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions Club Méditerranée et portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de Club Méditerranée en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce, à l'exception des clauses figurant dans les accords conclus par les membres du concert dans le cadre de l'Offre Global Resorts, ainsi que dans les accords conclus entre les membres du Concert formé avec les Co-Initiateurs, tels que décrits dans le Projet de Note d'Information.

4.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de Club Méditerranée ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la connaissance de Club Méditerranée, au 30 septembre 2014, le capital social de Club Méditerranée est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 4.1 ci-dessus.

Depuis la date de publication des Autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Club Méditerranée le 14 août 2014, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils suivantes :

Actionnaire	Date de déclaration	Nature du franchissement	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
Fosun	12/09/2014	➔ 15% K et 20% DDV	6 565 029	18,28%	9 735 608	24,42%
Ardian(1)	12/09/2014	➔ 1% K et DDV	0	0,00%	0	0,00%
Polygon	05/09/2014	➔ 7% DDV	2 792 922	7,78%	2 792 922	7,00%
Polygon	17/09/2014	➔ 8% K	2 899 164	8,07%	2 899 164	7,27%
Norges Bank	24/09/2014	➔ 1% K	9 578	0,03%	9 578	0,02%
Tyrus Capital	24/09/2014	➔ 5% DDV	1 997 368	5,56%	1 997 368	5,01%
Moneta	05/08/2014	➔ 5% K	1 767 087	4,92%	1 767 087	4,43%
Caisse des Dépôts et des Consignations	06/08/2014	➔ 5% DDV	1 908 492	5,33%	1 908 492	4,79%

(1) Le 12 septembre 2014, Ardian a déclaré avoir cédé la totalité de sa participation à Fosun.

Depuis le 15 juillet 2013, un certain nombre de déclarations des achats et ventes ont été effectuées conformément aux dispositions de l'article 231-46 du règlement général de l'AMF ; elles sont disponibles sur le site Internet de l'AMF.

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

Néant.

4.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

4.6 Accords entre actionnaires dont Club Méditerranée a connaissance pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote

A la connaissance de Club Méditerranée, à la date de la présente note en réponse, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice du droit de vote, à l'exception des accords déclarés par Global Resorts dans la note d'information visée par l'AMF sous le n°14-460 en date du 12 août 2014 et des accords conclus entre les membres du Concert formé avec les Co-Initiateurs, décrits dans le Projet de Note d'Information.

4.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de Club Méditerranée

4.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

Club Méditerranée est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus choisis parmi les actionnaires, sauf dérogation prévue par la loi, notamment en cas de fusion.

Conformément aux stipulations de l'article 14 des statuts de Club Méditerranée, le nombre des administrateurs ayant dépassé l'âge de 70 ans ne peut être supérieur au tiers (arrondi au chiffre entier immédiatement supérieur) des administrateurs en fonction.

Au cours de la vie sociale, les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire. La durée de leurs fonctions est de 3 ans, elle prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat de l'administrateur.

Tout administrateur sortant est rééligible.

En cas de vacance, par décès ou démission, d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs, le conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne reste en fonction que pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Les nominations effectuées par le conseil à titre provisoire sont soumises à la ratification de l'assemblée générale ordinaire suivante la plus proche.

A défaut de ratification, les délibérations prises par le conseil d'administration et les actes accomplis antérieurement par lui ou les administrateurs n'en demeurent pas moins valables.

Lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur au minimum légal, les administrateurs doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale, en vue de compléter l'effectif du conseil d'administration.

Les administrateurs peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

4.7.2 Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire des actionnaires est seule habilitée à modifier les statuts de Club Méditerranée dans toutes leurs stipulations, elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'actions régulièrement effectué.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins, sur première convocation, le quart et sur deuxième convocation le cinquième des actions ayant le droit de vote. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle de la deuxième convocation.

L'assemblée générale extraordinaire statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés y compris celles des actionnaires ayant voté par correspondance. Toutefois, en cas d'augmentation du capital social par incorporation de bénéfices, réserves ou primes d'émission, l'assemblée générale extraordinaire statue aux conditions de quorum et de majorité des assemblées générales ordinaires.

4.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration dispose de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est repris ci-après :

Nature de l'autorisation	Montant autorisé	Plafond global	Date de l'assemblée	Durée de l'autorisation	Montants utilisés
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration pour décider, avec maintien du droit préférentiel de souscription (i) l'augmentation du capital social par émission d'actions ordinaires ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société ou (ii) l'émission de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance	Montant nominal maximal d'augmentation de capital : 50% du capital à la date de l'assemblée Montant nominal maximal des valeurs mobilières représentatives de créances : 225 millions d'euros	Le montant de 50% constitue un plafond global maximal des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées en vertu de cette délégation et de celles conférées en vertu des 15 ^{ème} , 16 ^{ème} , 17 ^{ème} et 18 ^{ème} résolutions.	07/03/13 (14 ^{ème} résolution)	26 mois	-
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration, pour décider, dans le cadre d'une offre au public avec suppression du droit préférentiel de souscription mais avec délai de priorité (i) l'augmentation du capital social par émission d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la société ou (ii) l'émission de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance	Montant nominal maximal d'augmentation de capital : 15% du capital à la date de l'assemblée Montant nominal maximal des valeurs mobilières représentatives de créances : 225 millions d'euros	S'impute sur le plafond global de la 14 ^{ème} résolution S'impute sur le montant de 225 millions d'euros visé à la 14 ^{ème} résolution	07/03/13 (15 ^{ème} résolution)	26 mois	-

Nature de l'autorisation	Montant autorisé	Plafond global	Date de l'assemblée	Durée de l'autorisation	Montants utilisés
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration pour décider, par une offre visée au II de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier (placement privé) avec suppression du droit préférentiel de souscription (i) l'augmentation du capital social par émission d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la société ou (ii) l'émission de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance	Montant nominal maximal d'augmentation de capital : 15% du capital à la date de l'assemblée Montant nominal maximal des valeurs mobilières représentatives de créances : 225 millions d'euros	S'impute sur le plafond global de la 14 ^{ème} résolution et s'impute sur le plafond de la 15 ^{ème} résolution S'impute sur le montant de 225 millions d'euros visé à la 14 ^{ème} résolution et sur celui visé à la 15 ^{ème} résolution	07/03/13 (16 ^{ème} résolution)	26 mois	-
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet de procéder à l'émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société dans la limite de 10% du capital social	Dans la limite de 10% du capital social de la Société	S'impute sur le plafond global de la 14 ^{ème} résolution	07/03/2013 (17 ^{ème} résolution)	26 mois	-
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration pour procéder à des augmentations de capital par émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, réservées aux adhérents de plans d'épargne d'entreprise avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de ces derniers	Dans la limite de 5% du capital social de la Société	S'impute sur le plafond global de la 14 ^{ème} résolution et sur le plafond visé à la 15 ^{ème} résolution	07/03/2013 (18 ^{ème} résolution)	26 mois	-
Autorisation donnée au conseil d'administration à l'effet de procéder à des rachats d'actions de la Société*	Dans la limite de 10% du capital social de la Société	127 486 256 euros	30/04/2014 (6 ^{ème} résolution)	18 mois	n/a
Autorisation donnée au conseil d'administration de réduire le capital social par annulation d'actions acquises dans le cadre d'un programme de rachat d'actions	Dans la limite de 10% du capital social de la Société	N/a	30/04/2014 (14 ^{ème} résolution)	18 mois	-

* Le contrat de liquidité conclu par Club Méditerranée le 10 juillet 2007 avec Natixis Securities a été résilié dans le cadre de l'Offre Gaillon Invest.

4.9 Accords conclus par Club Méditerranée qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Club Méditerranée

4.9.1 OCEANES

Le 7 octobre 2010, Club Méditerranée a procédé à l'émission de 4 888 481 OCEANES à échéance au 1^{er} novembre 2015. Les OCEANES sont convertibles à tout moment par la remise d'une action nouvelle ou existante pour une OCEANE. Au 30 septembre 2014, 1 441 937 OCEANES sont en circulation. Cette émission a fait l'objet d'un prospectus visé par l'AMF le 28 septembre 2010 sous le numéro 10-337 stipulant les termes et conditions des OCEANES comme cela est présenté au paragraphe 1.3 de la présente note en réponse.

En raison de l'ouverture de l'Offre Gaillon Invest le 17 juillet 2013, qui était susceptible d'entraîner un Changement de Contrôle, et conformément au Prospectus, le ratio d'attribution d'actions des OCEANES avait été temporairement ajusté à 1,124 pendant la Période d'Ajustement en cas d'Offre Publique. L'Offre Global Resorts ayant été déclarée conforme et Gaillon Invest ayant renoncé à l'Offre Gaillon Invest, le nouveau ratio d'attribution d'actions calculé en application de la formule précisée ci-dessus (cf. *supra* § 1.3.) est de 1,065.

Le Prospectus prévoit également que tout titulaire d'OCEANES peut, en cas de changement de contrôle, à son seul gré, demander le remboursement anticipé en espèces de tout ou partie des OCEANES dont il est titulaire.

4.9.2 Contrats de financement

- La ligne de crédit syndiqué (LCS), qui depuis août 2014 est de 80 millions d'euros à échéance décembre 2015, contient une clause de changement de contrôle qui prévoit que les prêteurs peuvent, s'ils n'ont pas agréé à l'unanimité ce changement de contrôle avant sa réalisation, demander le remboursement anticipé des montants empruntés. Au 30 septembre 2014, la ligne de crédit est utilisée à hauteur de 30 millions d'euros.
- Le prêt de 20 millions d'euros à échéance 2 avril 2018 conclu par Club Méditerranée le 27 mars 2013 contient une clause de changement de contrôle exerçable dans un délai de 15 jours ouvrés suivant notification du changement de contrôle par Club Méditerranée, qui doit elle-même intervenir dans un délai de 10 jours ouvrés suivant le changement de contrôle effectif.

4.9.3 Autres

- L'accord de distribution avec Thomas Cook contient une clause de changement de contrôle donnant droit à résiliation sans indemnité ni préavis une fois le changement de contrôle effectif.
- L'accord de partenariat stratégique conclu fin 2013 avec Air France contient une clause de changement de contrôle pouvant permettre la résiliation sans indemnité avec un préavis de 3 mois à compter de la notification.
- Un contrat de management contient une clause de changement de contrôle, mais qui, selon Club Méditerranée, ne devrait pas pouvoir être mise en œuvre dans le cadre de l'Offre.

- Dans le cadre du changement de contrôle, la filiale de commercialisation CMVT Ltd ou son activité devrait être organisée conformément à la réglementation qui s'appliquerait.

4.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les principaux salariés de Club Méditerranée, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison de l'offre publique

- Conformément aux délibérations des conseils d'administration des 10 décembre 2008 et 3 mars 2011 (réitérées par le conseil d'administration du 30 avril 2014), pour le cas où M. Henri Giscard d'Estaing viendrait à être licencié, sauf le cas de faute grave ou de faute lourde de sa part, ou dans l'hypothèse d'une modification unilatérale par Club Méditerranée de son contrat de travail aboutissant à la rupture de celui-ci, laquelle produirait les effets d'un licenciement, M. Henri Giscard d'Estaing aurait droit à une indemnité contractuelle de départ équivalant à deux années de rémunération brute.

Les deux années de rémunération brute servant de base au calcul de l'indemnité s'entendent de l'ensemble des rémunérations, fixes et variables, versées tant au titre du contrat de travail que des mandats sociaux au cours des vingt-quatre mois précédant celui au cours duquel le préavis expirera, soit la rémunération de base brute annuelle, les bonus annuels, les avantages en nature ainsi que les jetons de présence perçus en tant qu'administrateur de sociétés autres que Club Méditerranée tout en appartenant au même groupe et ayant fait l'objet en amont d'une retenue sur la rémunération.

Par ailleurs, le conseil d'administration du 3 novembre 2011 a décidé de procéder à une extension de la couverture prévoyance et frais de santé au profit de M. Henri Giscard d'Estaing en cas de licenciement ou de rupture conventionnelle de son contrat de travail, et ce, pendant un maximum de neuf mois à compter de la fin du préavis éventuel du Président-Directeur Général.

Ces engagements sont subordonnés à des objectifs de performance dont la réalisation devra être appréciée par le conseil d'administration ; ils ont été approuvés par l'assemblée générale du 12 mars 2012 et ont donné lieu à l'avis favorable de l'assemblée générale du 30 avril 2014, consultée conformément aux recommandations du Code Afep/Medef.

- Conformément aux délibérations des conseils d'administration des 10 décembre 2008 et 3 mars 2011 (réitérées par le conseil d'administration du 30 avril 2014), pour le cas où M. Michel Wolfovski viendrait à être licencié, sauf le cas de faute grave ou de faute lourde de sa part, il aurait droit à une indemnité contractuelle de départ équivalente à deux années de rémunération brute.

Les deux années de rémunération brute servant de base au calcul de l'indemnité s'entendent de l'ensemble des rémunérations, fixes et variables, versées tant au titre de son contrat de travail que des mandats sociaux, au cours des vingt-quatre mois précédant celui au cours duquel son préavis expirera, soit la rémunération de base brute annuelle, les bonus annuels, les avantages en nature ainsi que les jetons de présence perçus en tant qu'administrateur de sociétés autres que Club Méditerranée tout en appartenant au même groupe et ayant fait l'objet en amont d'une retenue sur la rémunération.

Cet engagement est subordonné à des objectifs de performance dont la réalisation devra être appréciée par le conseil d'administration ; il a été approuvé par l'assemblée générale du 12 mars 2012 et a donné lieu à l'avis favorable de l'assemblée générale du 30 avril 2014, consultée conformément aux recommandations du Code Afep/Medef.

4.11 Accords conclus par Club Méditerranée qui sont modifiés ou prennent fin en cas de radiation de Club Méditerranée de la cote

Les Co-Initiateurs ont indiqué qu'ils envisageaient de maintenir et préserver la cotation des actions sur Euronext Paris.

Pour une description des accords conclus par Club Méditerranée qui seraient modifiés ou prendraient fin en cas de radiation de Club Méditerranée de la cote, voir la note en réponse de Club Méditerranée visée par l'AMF sous le numéro n°14-461 en date du 12 août 2014, dans le cadre de l'Offre Global Resorts, qui s'est réservée la faculté de demander le retrait de la cote.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1 I. 2° et 5° du règlement général de l'AMF, le cabinet BM&A a été désigné le 15 septembre 2014 par le conseil d'administration de Club Méditerranée en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, établi le 6 octobre 2014, est reproduit ci-après.

Club Méditerranée

11, rue de Cambrai
75019 Paris

ATTESTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DU PROJET
D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS ET LES
OCEANES
DE LA SOCIETE
CLUB MEDITERRANEE

OCTOBRE 2014

SOMMAIRE

1.	CONTEXTE DE L'OPERATION	1
2.	PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	3
2.1	Présentation du cabinet BM&A	3
2.2	Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois	3
2.3	Déclaration d'indépendance	3
2.4	Rémunération de l'expert indépendant	4
2.5	Diligences effectuées par l'expert	4
3.	PRESENTATION DE CLUB MEDITERRANEE	6
3.1	Bref historique, évolution de l'activité et son positionnement	6
3.2	Performances financières récentes	8
3.3	Plan d'affaires prévisionnel 2014-2016	16
4.	TRAVAUX D'EVALUATION RELATIFS A L'ACTION	18
4.1	Critères et méthodes écartés pour l'évaluation de l'action Club Méditerranée	18
4.1.1	Actif net comptable	18
4.1.2	Actif net réévalué	18
4.1.3	Capitalisation et actualisation des dividendes	18
4.2	Critères et méthodes retenus pour l'évaluation de l'action Club Méditerranée	19
4.2.1	Cours de bourse de Club Méditerranée	19
4.2.2	Actualisation des flux futurs de trésorerie	22
4.2.3	Comparables boursiers	25
4.2.4	Transactions comparables	26
5.	TRAVAUX D'EVALUATION RELATIFS A L'OCEANE	28
5.1	Caractéristiques de l'Océane visée par l'Offre	28
5.2	Valeur de l'obligation en fonction des choix opérés par le porteur ou par la Société	28
5.3	Approche de la valeur théorique de l'Océane	30
6.	ACCORDS CONCLUS DANS LE CADRE DE L'OFFRE	32
7.	ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DES BANQUES PRESENTATRICES	34
7.1	S'agissant de l'action Club Méditerranée	34
7.2	S'agissant de l'Océane	36
8.	CONCLUSION	38

1. CONTEXTE DE L'OPERATION

Le 12 septembre 2014, les sociétés Gaillon Invest II et Fidelidade – Companhia de Seguros (ci-après, ensemble, les « Initiateurs ») agissant de concert, ont déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l' « AMF ») un projet d'offre publique d'achat (ci-après l' « OPA » ou l' « Offre ») proposant aux actionnaires de la société Club Méditerranée (ci-après « Club Méditerranée » ou la « Société ») et aux porteurs d'obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (ci-après les « Océanes ») émises par la société Club Méditerranée, d'acquérir :

- leurs actions Club Méditerranée pour un prix unitaire de 22,00 €, dividende attaché ;
- leurs Océanes pour un prix unitaire de 23,23 € (à la date du projet d'offre) ;

L'Offre de Gaillon Invest II et de Fidelidade (société indirectement contrôlée par Fosun), qui agissent conjointement avec les membres du concert (ci-après « le Concert ») réunissant :

- des investisseurs financiers (ci-après les « Investisseurs Financiers »), soit des sociétés du groupe Fosun (ci-après « Fosun » et dont Fosun Luxembourg Holding Sàrl) et son propriétaire, Monsieur Guo Guangchang, des entités du fonds chinois JD Capital et la société de droit luxembourgeois ACF II Investment Sàrl (ci-après « Ardian », en tant que société du groupe Ardian, ex-AXA Private Equity),
- ainsi que des membres du management de la Société, soit dans un premier temps Messieurs Henri Giscard d'Estaing et Michel Wolfovski, respectivement Président-directeur général et Directeur général délégué de Club Méditerranée (ci-après ensemble, les « Top Managers » ; avec les autres cadres de Club Méditerranée, les « Managers »),

visent les actions et les Océanes non encore détenues par les membres dudit Concert, soit :

- 29 342 376 actions Club Méditerranée sur les 35 910 739 déjà émises, représentant 81,7% du capital ;
- 2 071 016 actions Club Méditerranée susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de sa réouverture à raison de la conversion des Océanes, soit 1 535 663 actions, ou de l'exercice des options exerçables au cours de cette période, soit 535 353 actions.

Cette OPA fait suite à deux offres précédentes : l'une déposée le 30 mai 2013 par la société Gaillon Invest, l'autre présentée le 30 juin 2014 par la société Global Resorts.

L'offre de Gaillon Invest, qui proposait 17,50 € (après relèvement du prix unitaire de 0,50 €) par action Club Méditerranée et 19,79 € par Océane, réunissait Fosun, Ardian et les Managers via un accord d'investissement conclu le 29 mai 2013.

Après la formation devant la Cour d'Appel de Paris de deux recours en annulation en juillet 2013 à l'encontre de la déclaration de conformité de l'AMF relative à l'offre, cette dernière a été prorogée une première fois jusqu'au 23 mai 2014, à la suite du rejet des recours par la Cour d'Appel le 29 avril 2014. L'offre a ensuite été prorogée une deuxième fois jusqu'au 6 juin 2014, à la suite des déclarations d'intention de la société Strategic Holdings, puis une troisième fois jusqu'au 30 juin 2014 à la suite d'un communiqué de la société d'Investindustrial Development.

In fine, le 30 juin 2014 via la société Global Resorts, la société Investindustrial agissant de concert avec la société Strategic Holdings, a déposé auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat concurrente proposant aux actionnaires et aux porteurs d'Océanes de Club Méditerranée, respectivement 21,00 € par action et 22,41 € par obligation. Cette offre, déclarée conforme le 13 août 2014 et qui devait être ouverte du 18 août au 19 septembre 2014, a conduit Gaillon Invest à retirer sa propre offre le 14 août 2014.

Préalablement à l'Offre concurrente initiée par Gaillon Invest II, le capital de la Société se répartissait de la manière suivante :

Club Méditerranée Actionnariat ⁽¹⁾	Actions		Océanes	
	Nombre	%	Nombre	%
Fosun Property Holdings Ltd	3 582 677	10,0%		0,0%
Fosun Luxembourg Holdings Sarl	2 982 352	8,3%		0,0%
Guo Guangchang	1 851	0,0%		0,0%
Henri Giscard d'Estaing	1 483	0,0%	937	0,1%
Sous-total Concert	6 568 363	18,3%	937	0,1%
Strategic Holdings	3 556 439	9,9%		0,0%
Polygon Global Partners	3 106 596	8,7%		0,0%
Groupe CDG Maroc	2 250 731	6,3%		0,0%
Caisse des Dépôts	1 908 492	5,3%	994 805	69,0%
Tyrus Capital	1 997 368	5,6%		0,0%
Rolaco	1 793 053	5,0%		0,0%
Moneta	1 767 087	4,9%		0,0%
Boussard & Gavaudan	1 711 010	4,8%		0,0%
Franklin Finance	1 500 000	4,2%		0,0%
Salariés (FCPE)	23 520	0,1%		0,0%
Public	9 519 276	26,5%	446 195	30,9%
Autodétention	208 804	0,6%		0,0%
Total général	35 910 739	100,0%	1 441 937	100,0%

⁽¹⁾ y compris via Contrats de différence (CFD)

Source : Société, AMF

Il est par ailleurs précisé que :

- l'Offre sera caduque si, à la clôture de l'Offre, les Initiateurs ne détenaient pas la majorité du capital ou des droits de vote de la Société sur une base non diluée ;
- il n'entre pas dans les intentions des Initiateurs de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire sur les actions Club Méditerranée ni de demander la radiation des actions ou des Océanes de la Société ;
- il n'entre également pas dans les intentions des Initiateurs de fusionner avec la Société.

Dans ce contexte, BM&A a été nommé le 15 septembre 2014 en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de la Société, afin d'apprécier le caractère équitable des prix proposés pour les actions et les Océanes, dans le cadre de l'OPA, cette intervention étant requise en vertu des dispositions du règlement général de l'AMF figurant au Titre VI, Chapitre 1^{er} en son article 261-1, et en particulier :

- du paragraphe I- 2°, dans la mesure où les dirigeants de la société visée ont conclu un accord avec les Initiateurs de l'Offre susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- et du paragraphe I- 5° dans la mesure où l'Offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'Offre.

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

2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

2.1 Présentation du cabinet BM&A

Le cabinet BM&A, est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre des experts-comptables de Paris Ile-de-France et membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris. BM&A compte 90 collaborateurs, dont 18 associés personnes physiques détenant, directement ou indirectement, l'intégralité du capital.

Le cabinet est constitué sous forme de société anonyme au capital d'un million deux cent mille euros ; son siège social est situé 11, rue de Laborde à Paris 8^{ème}.

BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et restructuration, transaction services et risques, process et systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le cabinet jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). BM&A est doté d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com, qui présente également le rapport de transparence au titre de l'exercice clos au 30 juin 2014 en application de l'article R. 823-21 du Code de commerce.

2.2 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois

Au cours des 24 derniers mois, le cabinet a produit des attestations d'équité dans le cadre des offres publiques suivantes :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
oct-13	Offre Publique d'Achat (Action, BSAR)	Cameleon Software	P.R.O.S.	Bryan Garnier
mai-14	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Systar	Axway	Bryan Garnier
sept-14	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Visiodent	Groupe Visiodent	CM-CIC Securities

2.3 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, et les signataires de la présente, ne se trouvent pas, vis-à-vis de la société Club Méditerranée, de ses conseils et de ses actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts décrites dans l'instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006. En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :

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

2.4 Rémunération de l'expert indépendant

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 80 000 €, hors taxes et débours.

2.5 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal et de Pascal de Rocquigny, associés assistés de Roland Clère, senior manager, et des collaborateurs nécessaires à sa bonne exécution. La revue indépendante a été effectuée par Jean-Louis Mullenbach, personnalité indépendante et ancien associé du cabinet qui n'est pas directement intervenu dans les travaux.

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 du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 27 juillet 2010. Notre intervention s'est déroulée du 15 septembre 2014 au 6 octobre 2014, date à laquelle nous avons remis notre rapport définitif.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus avec les personnes ci-après :

Société	Personnes rencontrées/contactées	
Club Méditerranée <i>Direction</i>	Michel Wolfovski Guillaume Estève Pernette Rivain Emmanuelle Vaudoyer	Directeur général délégué & Directeur financier Directeur Trésorerie & financement groupe Directeur relations investisseurs & communication financière Secrétaire général & Directeur Juridique
<i>Comité ad hoc des administrateurs non conflictés</i>	Georges Pauget Alain Dinin Anne-Claire Taittinger Pascal Lebard Isabelle Seiller Amine Benhalima	Vice-Président du CA de Club Méditerranée et Président du comité ad hoc Président-directeur général de Nexity Présidente de la SAS Le Riffray Président-directeur général de Sequana Directeur général Europe, Afrique, Moyen-Orient FIG de JP Morgan Représentant de CMTV International
Rothschild & Cie <i>Banque conseil du Comité ad hoc</i>	Grégoire Chertok François de Breteuil Pierre Boscher	Associé-gérant Directeur Vice President
Villey Girard Grolleaud <i>Avocat conseil de Club Méditerranée et de son Conseil d'administration</i>	Pascale Girard	Associée
Société Générale, Natixis, CACIB <i>Banques conseil des Initiateurs et Banques Présentatrices</i>	Alexandre Courbon Charles Veyrat Edouard Bustarret Elisabeth de Boves	Director, Société Générale Vice President, Société Générale Managing Director, Natixis Director, CACIB
Accuracy / Associés en Finance <i>Experts indépendants pour les offres Gaillon Invest et Global Resorts</i>	Bruno Husson Henri Philippe Daniel Beaumont	Associé Accuracy Associé Accuracy Directeur général délégué d'Associés en Finance

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

- une présentation de l'opération envisagée et de son contexte ;
- la description de l'activité de la Société et de son marché ;
- les prévisions du plan d'affaires et identification des facteurs susceptibles de remettre en cause les hypothèses structurantes de ce plan.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- prendre connaissance de l'activité de Club Méditerranée ;
- analyser le contexte général de l'Offre ;

- iii) analyser la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques de la Société et étudier l'évolution de sa situation financière ;
- iv) analyser les données financières prévisionnelles de la Société sur la base du dernier plan d'affaires détaillé de la Société (dit « Plan d'octobre 2013 »), du dernier scénario établi par Club Méditerranée, présentant les Ebitda, les Capex et les cash-flows à horizon 2018 (dit « Scénario de juin 2014 ») ;
- v) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- vi) évaluer les Océanes émises par Club Méditerranée ;
- vii) prendre connaissance des travaux d'évaluation mis en œuvre par Société Générale, Natixis et Crédit Agricole Corporate & Investment Bank, banques présentatrices de l'Offre, (ci-après les « Banques » ou les « Banques Présentatrices ») et réaliser un examen critique de leurs travaux.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la direction de Club Méditerranée et par ses conseils. Il s'agit principalement :

- de l'accès à la data room ;
- de la *Management Presentation* communiquée par le management de la Société incluant le plan d'affaires 2014-2016 (Plan d'octobre 2013), et le « Scénario de juin 2014 » comprenant une projection des résultats jusqu'en 2018 ;
- du projet de note d'information relative à l'Offre déposé le 12 septembre auprès de l'AMF ;
- du projet de note en réponse relatif à l'Offre.

De leur côté, les Initiateurs ou leurs conseil nous ont communiqué les documents et informations suivants :

- le projet de rapport d'évaluation relatif aux actions et aux obligations de la Société établi par les Banques Présentatrices ;
- le rapport de la société Eight Advisory relatif à la valorisation des actions de préférence C ;
- l'*Investment Agreement* signé le 12 septembre 2014, comprenant notamment en annexe le *Term Sheet Management*, le projet de traité d'apport en nature et le projet de pacte d'actionnaires.

Nous avons utilisé les bases de données financières Thomson Reuters, e-Mat et Fairness Finance.

Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente, en ce compris les documents de référence de la Société, la note d'opération relative à l'émission de l'Océane, le projet de note d'information relative à l'Offre déposé le 12 septembre 2014 auprès de l'AMF ainsi que la documentation publique relative aux offres précédentes. En particulier, nous avons examiné 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 de Club Méditerranée nous a affirmé qu'elles correspondaient à sa vision du développement *stand alone* de la Société et, qu'à la date d'émission de notre rapport, elle n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, ainsi que sur les informations mises à notre disposition.

3. PRESENTATION DE CLUB MEDITERRANEE

Fondée dans les années 50 par Messieurs Gérard Blitz et Gilbert Trigano, Club Méditerranée est une société anonyme au capital de 143 642 956 €, réparti en 35 910 739 actions de 4,00 € de nominal. Son siège social est situé à Paris (19^{ème}), au 11, rue de Cambrai.

La Société est cotée au compartiment B (Mid Cap) d'Euronext Paris (code ISIN FR0000121568). Sa capitalisation boursière atteint environ 807 M€ sur la base d'un cours de clôture de 22,47 € le 1^{er} octobre 2014.

La Société, qui est cotée depuis 1966, est spécialisée dans l'organisation de vacances haut de gamme et tout compris (*all inclusive*) via l'exploitation de 66 villages situés sur des sites touristiques dans plus de 25 pays à travers le monde. En 2013, le chiffre d'affaires annuel s'est élevé à 1 408 M€, pour un résultat opérationnel de 14 M€ et un résultat net part du groupe négatif de 9 M€. Le groupe emploie 12 865 personnes en équivalent temps plein.

Le capital de la Société n'est pas contrôlé ; le groupe chinois Fosun en est le principal actionnaire avec 18,3% du capital et 24,4% des droits de vote (cf. Partie 1 pour le détail de l'actionnariat actuel).

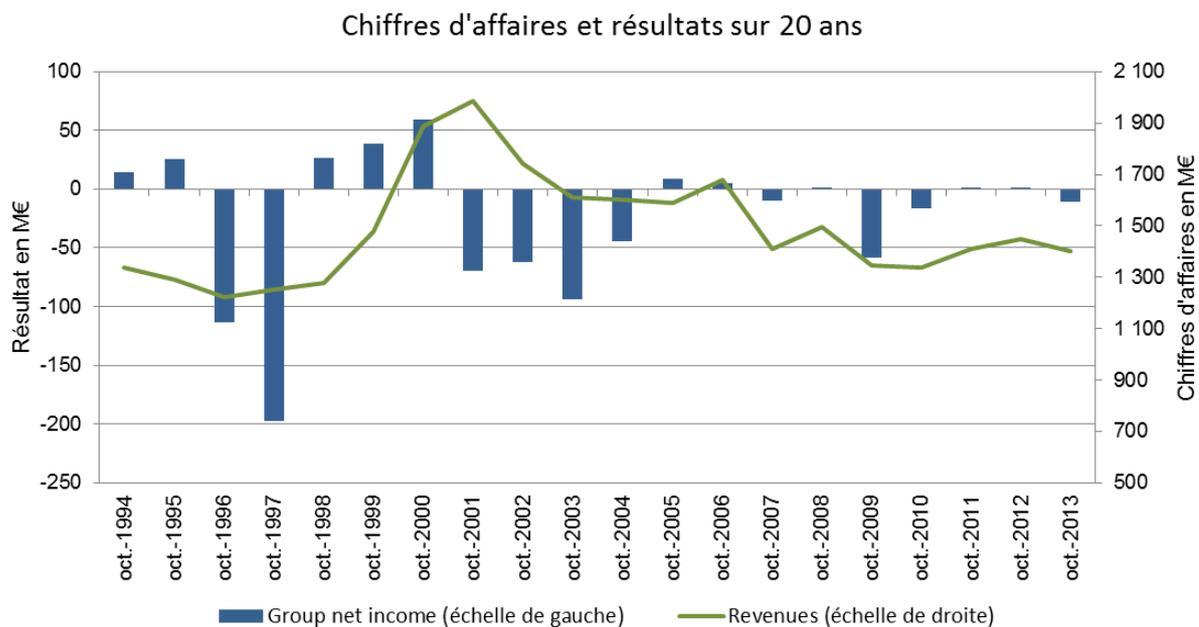
3.1 Bref historique, évolution de l'activité et son positionnement

Créée en 1950 sous forme d'association, Club Méditerranée est transformé en société anonyme en 1957. Elle est introduite à la bourse de Paris en 1966. La fin des années 70 et le début des années 80 voient le développement de la Société en Asie avec l'ouverture de villages et d'un bureau en Chine. Au début des années 1990, touché par les retombées de la 1^{ère} guerre du Golfe, le Club Méditerranée entame une première phase de diversification avec le rachat de Club Aquarius et de sa compagnie aérienne, Air Liberté. En 1993, Serge Trigano remplace son père, à la tête du groupe depuis 1963.

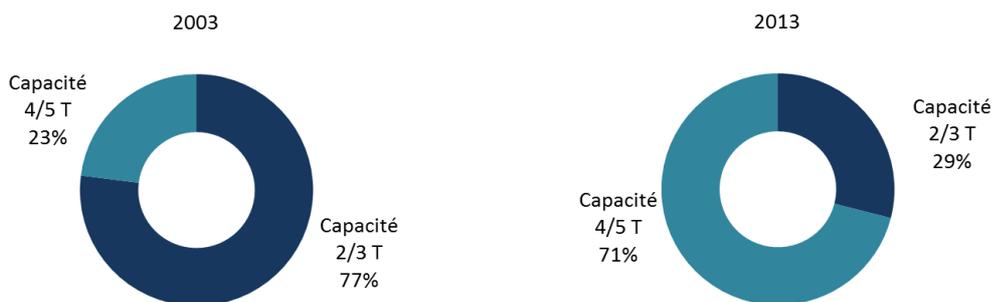
Entré au capital en 1974 en raison des difficultés financières que rencontrent le groupe, la famille Agnelli, via ses sociétés holdings Exor et Ifil, devient le principal actionnaire en 1995 avec le rachat des participations du Crédit Lyonnais et du CCF. A la suite de mauvais résultats, la famille Agnelli impose un changement de direction en 1997 avec pour objectif de moderniser le Club Méditerranée en fermant certains villages, en en rénovant d'autres, en diversifiant les activités et en diminuant les tarifs. L'activité redressée, la Société s'engage dans une politique d'acquisition qui verra notamment la prise de contrôle de Jet Tours (4^{ème} tour-opérateur français) en 1999 faisant de Club Méditerranée le numéro 1 français des voyages avec 20 % de part de marché, puis de Gymnase Club, futur Club Med Gym en 2001, et la création des villages Oyo. Les résultats rechutent en 2002 sur fonds de contexte international troublé par les attentats du 11 septembre 2001.

Sous la pression de son actionnaire principal, la direction opérationnelle change à nouveau en 2002, mais le contexte international reste morose pour le tourisme en raison de la seconde guerre du Golfe et de l'épidémie de SRAS. En 2004, Club Méditerranée se réinvente en se positionnant sur le segment haut de gamme grâce au développement de villages 4 Tridents à partir de 2006. Entretemps, en 2004, la famille Agnelli sort presque entièrement du capital en cédant sa participation au groupe Accor qui devient premier actionnaire avec près de 29 % du capital aux côtés de la société de gestion Richelieu Finance. Deux ans plus tard en 2006, Accor cède à son tour sa participation avec l'entrée de la Caisse des Dépôts du Maroc à hauteur de 10 %, et d'Air France à hauteur de 2 %. Club Méditerranée poursuit sa politique de montée en gamme en ouvrant son premier village 5 Tridents à l'île Maurice en 2007, et son recentrage sur son cœur de métier en cédant Jet Tours et Club Med Gym en 2008. En 2009, la Société annonce sa stratégie d'expansion en Chine et y inaugure son premier village en 2010. A cette date, l'investisseur chinois Fosun fait son entrée au capital et devient l'un des trois actionnaires les plus importants. Le groupe chinois est rejoint par Ardian en 2011. A eux deux, ils contrôlent environ 20 % du capital de la Société, avant de lancer une OPA via la société Gaillon Invest en mai 2013.

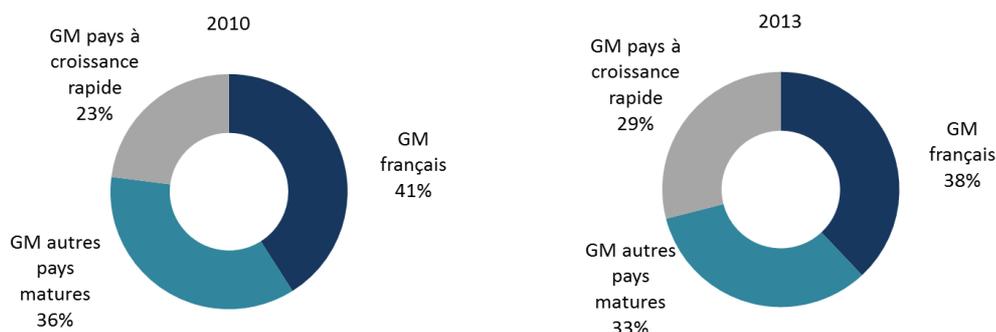
Depuis son origine, les résultats de la Société présentent un caractère erratique, au gré de l'évolution des attentes de sa clientèle, de la situation économique des pays dont celle-ci est issue, ou des tensions géopolitiques, mondiales ou locales. L'exposition à ces risques s'est souvent traduite par un impact négatif sur les résultats comme le montre le graphique ci-dessous, contraignant Club Méditerranée à s'adapter en permanence à son environnement.



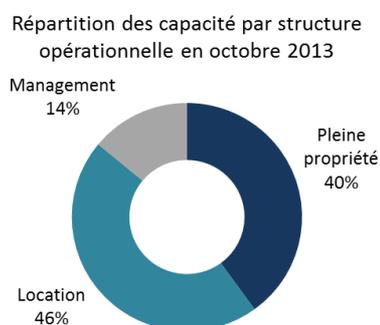
D'un point de vue opérationnel, Club Méditerranée poursuit sa montée en gamme et ses implantations dans les zones à croissance économique importante, en fermant les villages 2 Tridents, en mettant à niveau ou en rénovant des villages 3 Tridents et en ouvrant de nouveaux villages. Cette évolution est flagrante si l'on observe la répartition des capacités en fonction du classement en Tridents entre 2003 et 2013.



L'ouverture à une clientèle internationale s'observe également à travers l'évolution de l'origine des clients du Club Méditerranée (les GM).



Parallèlement, la Société entame une ultime mutation en privilégiant une stratégie dite « *asset right* » qui consiste à prendre en charge la gestion d'un village contre rémunération, un partenaire local assumant le risque immobilier et le risque d'exploitation. Fin 2013, la répartition des capacités par type de structure opérationnelle est la suivante :



Cette stratégie, qui permet de réduire le besoin en capitaux et de diminuer l'exposition aux risques géopolitiques auxquels sont très exposés les professionnels du tourisme international, doit conduire, à terme, à une structure opérationnelle répartie de manière plus équilibrée entre les infrastructures détenues en propre, celles louées et celle « managées ».

3.2 Performances financières récentes

a) Présentation du compte de résultat

Au cours des 5 derniers exercices¹, les performances financières de la Société ont reflété d'une part, la stratégie de montée en gamme mise en œuvre par le management et d'autre part, la conjonction de la crise économique notamment en Europe et de crises politiques locales dans les pays d'Afrique du Nord. Dans ce contexte, l'activité de la Société a été marquée par i) une diminution des capacités hôtelières disponibles, passant par la fermeture (définitive ou la mise en sommeil) de certains villages, ou par la réduction des durées d'ouverture, ainsi que ii) par leur repositionnement afin de réduire l'offre sur le segment d'entrée et de moyen de gamme (2/3 Tridents) au profit du segment haut de gamme et premium (4/5 Tridents). Par solde, de 2009 et 2013, le nombre de clients et le chiffre d'affaires consolidé ont légèrement progressé, avec toutefois des évolutions contrastées sur la période (2013 étant particulièrement difficile) et différenciées selon les zones géographiques.

Comme indiqué dans le tableau ci-après, si le nombre de clients est en 2013 quasiment identique à celui de 2009, cette apparente stabilité a été obtenue en conjuguant une augmentation de 7,5% par an en moyenne du nombre de clients sur le segment 4/5 Tridents, et une baisse de 12% par an de celui du segment 2/3 Tridents.

¹ La Société clôture ses comptes annuels le 31 octobre et ses semestriels le 30 avril.

Evolution de l'activité consolidée	2009	2010	2011	2012	2013	TMCVA*
Clients en milliers (x000)	1 228	1 219	1 245	1 268	1 231	0,1%
Dont clients 4 / 5 tridents x000	669	680	810	866	895	7,5%
Dont clients 2 / 3 tridents x000	559	539	435	402	336	-11,9%
Part des clients 4 / 5 tridents	54,5%	55,8%	65,1%	68,3%	72,7%	7,5%
Part des clients 2 / 3 tridents	45,5%	44,2%	34,9%	31,7%	27,3%	-12,0%
Villages et bateaux exploités durant l'exercice	76	75	74	71	71	-1,7%
Capacité - journée hôtelières x000	11 522	11 682	11 709	11 603	11 117	-0,9%
Journées hôtelières vendues x000	7 977	7 817	7 952	7 976	7 755	-0,7%
Taux d'occupation	69,2%	66,9%	67,9%	68,7%	69,8%	

*TMCVA : taux moyen composé de variation annuelle

A ce rééquilibrage de clientèle opéré en fonction du positionnement de l'offre est venue s'ajouter une redistribution de l'origine géographique de celle-ci. En effet, au cours de la période 2009 - 2013, on relève une baisse continue du nombre de clients européens, principalement français, italiens et hollandais. En revanche, les zones Amérique et Asie ont enregistré dans le même temps des croissances soutenues, principalement auprès des clientèles américaine (jusqu'en 2011) et chinoise (dont le nombre de clients a plus que triplé).

Nombre de clients x000	2009	2010	2011	2012	2013	TMCVA
Europe et Afrique	848	811	804	804	742	-3,3%
Amériques	192	196	220	238	237	5,4%
Asie	188	212	221	227	252	7,6%
Total	1228	1219	1245	1269	1231	0,1%

Dans ce contexte difficile et contrasté, la Société est ainsi parvenue à compenser globalement les effets volume négatifs (recul du nombre de clients) par une hausse continue de ses tarifs résultant essentiellement de l'augmentation du poids relatif des séjours 4 Tridents par rapport aux séjours 3 Tridents. Le prix moyen de la journée hôtelière est ainsi passé 130,5 € à 140,9 € à taux de change constant (2013), ce qui correspond à une hausse moyenne de près de 2% par an. Il convient de noter par ailleurs que la légère progression du chiffre d'affaires est obtenue en dépit de la montée en puissance des villages « managés » sur lesquels le Club Méditerranée ne perçoit qu'un pourcentage de la facturation hôtelière au client. Le poids relatif des capacités « managées » est ainsi passé de 9,2% à 13,7% de 2009 à 2013.

Evolution de l'activité consolidée en M€ (sauf mention)	2009	2010	2011	2012	2013	TMCVA*
<i>Revenu hôtelier moyen en € par jour (RH/J) :</i>						
RH/J à taux de change nominal	125,5 €	129,9 €	134,8 €	139,3 €	140,9 €	2,9%
RH/J à taux de change constant (base 2013)	130,5 €	134,3 €	136,8 €	140,7 €	140,9 €	1,9%
Variation		2,9%	1,9%	2,9%	0,1%	
Durée moyenne de séjour (en journées)	6,4	6,3	6,3	6,2	6,2	-0,8%
CA hôtelier	989	1 001	1 056	1 097	1 079	2,2%
Autres CA village (transport et divers)	355	335	353	350	321	-2,4%
Chiffre d'affaires villages en M€ (publié)	1 344	1 336	1 409	1 447	1 400	1,0%
Chiffre d'affaires villages en M€ (change constant)	1 382	1 336	1 386	1 418	1 400	0,3%
Variation		-3,3%	3,7%	2,3%	-1,3%	

Au niveau consolidé, compte tenu de cet effet-prix, Club Méditerranée est parvenu à accroître légèrement son niveau de marge opérationnelle courante pour la part relative à son activité villages proprement dite (i.e. hors promotion immobilière et avant restructurations immobilières, cf. infra).

A taux de change constant (2013) sauf mention :

Formation du ROC Villages (en M€)	2009	2010	2011	2012	2013	S1 2014*	TMCVA 2009-2013
CA	1 382	1 336	1 386	1 418	1 400	757	0,3%
Autres revenus	5	9	5	4	4	4	
Total revenus	1 387	1 345	1 391	1 422	1 404	761	0,3%
<i>Variation</i>		-3,0%	3,4%	2,2%	-1,3%		
Marge sur coûts variables	858	842	867	880	868	481	0,3%
% CA	62,1%	63,0%	62,6%	62,1%	62,0%	63,5%	
Frais fixes commerciaux et marketing	(187)	(176)	(186)	(185)	(190)	(99)	0,4%
Frais fixes opérations	(420)	(411)	(418)	(428)	(418)	(229)	-0,1%
Coûts immobiliers	(190)	(191)	(173)	(182)	(183)	(89)	-0,9%
Coûts de support	(22)	(22)	(24)	(22)	(22)	(12)	0,0%
ROC Villages	39	42	66	63	55	52	9,1%
En % du CA	2,8%	3,1%	4,8%	4,4%	3,9%	6,9%	
Effet de change	(3)	(0)	(5)	(1)	-	na	
ROC Villages publié	36	42	61	62	55	52	11,4%
En % du CA	2,6%	3,1%	4,4%	4,4%	3,9%	6,9%	

* S1 2014 non ajusté des variations de change

Comme l'illustre le tableau précédent, la structure de coûts de la Société présente une forte composante fixe qui, les meilleures années, absorbe 92% de la marge sur coûts variables. La rentabilité opérationnelle courante est donc globalement faible, cette situation étant une fois encore assez contrastée selon le positionnement des villages. En effet, les villages dédiés aux sports d'hiver présentent, sauf exceptions, une marge opérationnelle supérieure à la moyenne avec des taux d'occupation, des durées d'ouverture et des prix moyens supérieurs aux villages de bord de mer dont la situation ne permettrait pas une ouverture à l'année. Ceci explique du reste la meilleure rentabilité enregistrée durant le semestre hivernal (cf. le tableau précédent). De même, les villages 4 Tridents sont plus rentables que les villages 3 Tridents à durée d'ouverture identique. Plus généralement, à l'échelle des 3 principales zones géographiques sur lesquelles se fonde l'organisation de la Société, cette typologie de villages et les tendances commerciales précédemment décrites se traduisent par les constats suivants :

- La zone Europe – Afrique avec 44 villages exploités en 2013 représente 58% des capacités hôtelières disponibles². Elle est actuellement celle qui conserve les plus fortes proportions de villages classés en 3 Tridents et en destination montagne - sports d'hiver. Il en résulte des performances assez contrastées, la rentabilité des sites montagnards ne permettant toutefois pas de compenser l'effet volume négatif observé au cours des cinq derniers exercices, et tout particulièrement en 2013. Au cours de cet exercice, après affectation d'une quote-part de frais centraux, le résultat opérationnel est ainsi proche du point mort.

A taux de change constant (2013) sauf mention :

ROC - Europe - Afrique	2009	2010	2011	2012	2013	TMCVA 2009-2013
CA	1 030	976	1 012	1 039	1 001	-0,7%
Autres revenus	9	15	13	14	18	
Total revenus	1 039	991	1 025	1 053	1 019	-0,5%
<i>Variation</i>		-4,6%	3,4%	2,7%	-3,2%	
Marge sur coûts variables	594	570	570	576	553	-1,8%
% Revenus	57,2%	57,5%	55,6%	54,7%	54,3%	
Frais fixes commerciaux et marketing	(131)	(121)	(127)	(126)	(124)	-1,4%
Frais fixes opérations	(273)	(264)	(266)	(274)	(265)	-0,7%
Coûts immobiliers	(145)	(147)	(132)	(140)	(139)	-1,1%
Coûts de support	(16)	(16)	(17)	(16)	(16)	0,0%
ROC Villages	29	22	28	20	9	-25,4%
En % du CA	2,8%	2,3%	2,8%	1,9%	0,9%	
Effet de change	(1)	0	(1)	(0)	-	
ROC Villages publié	28	22	27	20	9	-24,7%
En % du CA	2,7%	2,3%	2,7%	1,9%	0,9%	

² Selon la définition retenue par la Société, il s'agit des capacités commercialisées, après ajustement éventuel des durées d'ouverture, et non des capacités potentielles maximales.

- La zone Amériques, avec 26% des capacités hôtelières est une zone dont le nombre de clients est en croissance, excepté au Brésil en 2013, année sans doute atypique. Compte tenu de cette croissance, cette zone a franchi le point mort opérationnel annuel en 2011 et enregistre une progression continue du résultat opérationnel courant, y compris en 2013, en dépit du recul de l'activité au Brésil.

A taux de change constant (2013) sauf mention :

ROC - Amériques	2009	2010	2011	2012	2013	TMCVA 2009-2013
CA	174	176	189	197	207	4,4%
Autres revenus	55	60	70	74	69	
Total revenus	229	236	259	272	276	4,8%
Variation		3,1%	9,7%	4,9%	1,6%	
Marge sur coûts variables	147	156	170	177	180	5,2%
% Revenus	64,2%	66,1%	65,6%	65,2%	65,2%	
Frais fixes commerciaux et marketing	(29)	(29)	(31)	(30)	(32)	2,5%
Frais fixes opérations	(103)	(105)	(109)	(115)	(114)	2,6%
Coûts immobiliers	(23)	(22)	(21)	(21)	(22)	-1,1%
Coûts de support	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	0,0%
ROC Villages	(11)	(3)	7	8	9	ns
En % du CA	-6,3%	-1,7%	3,4%	4,1%	4,3%	
Effet de change	0	(0)	(2)	(0)	-	
ROC Villages publié	(11)	(3)	4	8	9	ns
En % du CA	-6,2%	-1,9%	2,4%	4,0%	4,3%	

- La zone Asie présente la croissance la plus dynamique en volume de clientèle. Elle concentre par ailleurs la plus forte proportion de villages « managés », ou classés 4 Tridents, ainsi que d'importants contributeurs en termes de chiffre d'affaires et de marges, en raison de la taille des villages et de leur plage d'ouverture. Du fait du développement « managé », la zone présente une croissance assez modérée de ses revenus comparée à celle du nombre de clients, avec des taux de marges élevés.

A taux de change constant (2013) sauf mention :

ROC - Asie	2009	2010	2011	2012	2013	TMCVA 2009-2013
CA	179	184	186	182	192	1,7%
Autres revenus	29	25	25	26	26	
Total revenus	208	209	211	208	218	1,1%
Variation		0,5%	1,0%	-1,4%	4,6%	
Marge sur coûts variables	117	117	127	127	135	3,6%
% Revenus	56,3%	56,0%	60,2%	61,3%	62,1%	
Frais fixes commerciaux et marketing	(26)	(26)	(29)	(30)	(34)	6,9%
Frais fixes opérations	(45)	(43)	(43)	(39)	(39)	-3,5%
Coûts immobiliers	(22)	(22)	(19)	(21)	(22)	0,0%
Coûts de support	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	0,0%
ROC Villages	21	23	33	35	37	15,2%
En % du CA	11,7%	12,5%	17,7%	19,0%	19,3%	
Effet de change	(2)	(0)	(4)	0	-	
ROC Villages publié	19	23	29	35	37	18,7%
En % du CA		12,3%	15,9%	19,1%	19,3%	

En conclusion, la rentabilité actuelle du Club Méditerranée est obérée par un taux de fréquentation insuffisant de la part de la clientèle européenne, notamment pour les destinations d'été. Ceci explique que le résultat opérationnel soit proche de l'équilibre dans la zone Europe – Afrique alors qu'il devrait être en théorie supérieur à celui dégagé en 2009 en raison de la montée en gamme des villages opérée au cours des cinq derniers exercices. Selon les statistiques qui nous ont été présentées par la Société, le recul des ventes du Club Méditerranée serait moins prononcé en France que pour la moyenne du secteur, ce qui laisse espérer qu'il existe un potentiel de rebond en cas de retournement conjoncturel. A ce jour toutefois, la Société se trouve dans une situation inédite avec désormais une forte proportion de son offre positionnée haut de gamme et l'obligation de prendre des parts de marché sur ce segment si elle ne veut pas avoir à réduire ses capacités d'accueil. Au stade actuel de ce pari, il est encore prématuré de fixer le moment où pourrait se produire un retour de la croissance en Europe, voire simplement un environnement économique suffisamment favorable en France pour enrayer la baisse de fréquentation de la clientèle.

En dehors de son activité hôtelière qui constitue son cœur de métier, le Club Méditerranée développe marginalement une activité de promotion immobilière spécialisée autour de deux villages, l'un à la montagne, à Valmorel (73) en France, et l'autre à l'Île Maurice. A ce jour, cette activité dégage un chiffre d'affaires annuel inférieur à 10 M€ et des marges peu significatives à l'échelle du groupe, même si elle engendre un stock au bilan compris entre 15 M€ et 20 M€. Cette activité est classée dans le résultat opérationnel courant du patrimoine (« ROC Patrimoine »).

L'essentiel des autres composantes du ROC Patrimoine relève de l'activité patrimoniale de la Société qui se caractérise sur la période 2009 – 2013 par le dégagement de coûts de sortie dont le cumul s'établit à près de 120 M€, y compris résultats de cession. Ces dernières ont été à 85% le reflet de la fermeture ou de la mise en sommeil de villages (en Tunisie par exemple) et surtout, de dépréciations ou de mise au rebut³. Une large part de ces charges présente donc un caractère exceptionnel lié à la réorientation stratégique de la Société, ainsi qu'une part plus récurrente liée au renouvellement d'une partie des emplacements loués et à la sous activité⁴.

Le solde des charges du ROC patrimoine concerne des coûts de développement immobiliers, et plus marginalement, les coûts d'ouverture et d'inauguration de nouveaux villages.

La rubrique « Autre résultat opérationnel » comprend principalement les coûts de restructuration, les litiges et les charges exceptionnelles liées à des catastrophes naturelles.

Au cours de la période sous revue, comme l'indique le tableau ci-après, le résultat opérationnel demeure proche du point mort, l'amélioration du ROC village liée au développement du Club Méditerranée en Asie ayant été obérée par les coûts de restructuration et les dépréciations liées au patrimoine immobilier. On notera enfin que le résultat semestriel 2014 (arrêté au 30 avril) est stable par rapport à celui de l'exercice précédent, son niveau reflétant la rentabilité des villages de montagne.

Compte de résultat (en M€) Exercices clôtés au 31 octobre n	Comptes annuels					1er Semestre 2014	TMCVA 2009-2013
	2009	2010	2011	2012	2013		
CA Villages	1 344	1 336	1 409	1 447	1 400	757	1,0%
CA Patrimoine	16	17	14	12	8	3	-15,9%
Chiffres d'affaires Groupe	1 360	1 353	1 423	1 459	1 408	760	0,9%
Variation		-0,5%	5,2%	2,5%	-3,5%		-0,4%
Autres produits	8	13	7	9	8	5	
Achats	(514)	(502)	(545)	(562)	(537)	(287)	
Services extérieurs	(273)	(276)	(285)	(286)	(284)	(153)	
Valeur ajoutée	581	588	600	620	595	325	0,6%
En % du CA	43,2%	44,0%	42,6%	42,8%	42,5%	42,9%	
Charges de personnel - ROC Villages	(280)	(280)	(290)	(299)	(288)	(147)	0,7%
Charges de personnel - ROC Patrimoine	(7)	(4)	(5)	(7)	(5)	(3)	
Impôts et taxes	(31)	(27)	(26)	(28)	(28)	(14)	
EBITDAR Villages	254	264	270	281	271	161	1,6%
En % du CA	18,9%	19,8%	19,2%	19,4%	19,4%	21,3%	
Loyers	(154)	(157)	(144)	(155)	(153)	(76)	
EBITDA Villages	100	107	126	126	118	85	4,2%
En % du CA	7,4%	8,0%	8,9%	8,7%	8,4%	11,2%	
Dotations aux amortissements	(67)	(68)	(66)	(65)	(64)	(31)	
Dotations aux provisions (nettes de reprises)	3	3	1	1	1	(2)	
Résultat opérationnel courant - Villages	36	42	61	62	55	52	11,2%
En % du CA	2,7%	3,1%	4,3%	4,3%	3,9%	6,9%	
Résultat opérationnel courant - Patrimoine	(29)	(14)	(24)	(26)	(22)	(13)	-6,7%
En % du CA	-2,2%	-1,0%	-1,7%	-1,8%	-1,6%	-1,7%	
Autre résultat opérationnel	(27)	(15)	(11)	(14)	(19)	(8)	-8,4%
En % du CA	-2,0%	-1,1%	-0,8%	-1,0%	-1,4%	-1,1%	
Résultat opérationnel	(20)	13	26	22	14	31	ns
En % du CA	-1,5%	1,0%	1,8%	1,5%	1,0%	4,1%	

³ Le cas échéant d'immobilisations construites sur sol d'autrui en cas de non renouvellement de bail.

⁴ « Lorsque le village fermé pour rénovation est un village saisonnier, les coûts encourus pendant la période de fermeture habituelle du village restent en ROC Villages », cf. Document de référence annexe aux comptes consolidés 2.3.2.

Les autres composantes du compte de résultat intègrent principalement les charges financières, dont le niveau s'est réduit entre 2009 et 2013 du fait du désendettement du groupe. On notera d'autre part que la Société présente un niveau d'impôt sur les bénéfices non-significatif en raison d'importants reports déficitaires qu'elle n'active pas pour la majorité d'entre eux. A fin octobre 2013, elle dispose ainsi d'un montant de déficits reportables de près de 750 M€ représentant un actif d'impôt différé potentiel de près de 218 M€ dont seuls 21 M€ sont reconnus au bilan.

Compte de résultat (en M€) Exercices clôtés au 31 octobre n	Comptes annuels					1er Semestre 2014
	2009	2010	2011	2012	2013	
Chiffres d'affaires Groupe	1 360	1 353	1 423	1 459	1 408	760
Variation		-0,5%	5,2%	2,5%	-3,5%	-0,4%
Résultat opérationnel	(20)	13	26	22	14	31
En % du CA	-1,5%	1,0%	1,8%	1,5%	1,0%	4,1%
Intérêts et assimilés sur endettement net	(22)	(21)	(16)	(13)	(10)	(5)
Autre résultat financier	(1)	(1)	-	5	(1)	(3)
Résultat financier	(23)	(22)	(16)	(8)	(11)	(8)
Résultat avant impôts	(43)	(9)	10	14	3	23
(Charge) produit d'impôts	(2)	(8)	(9)	(14)	(14)	(8)
Taux apparent	ns	ns	90%	100%	467%	35%
Part des sociétés mises en équivalence	2	3	1	2	2	1
Résultat net des activités poursuivies	(43)	(14)	2	2	(9)	16
Résultat net des activités non conservées	(10)					
Résultat net	(53)	(14)	2	2	(9)	16
- dont part attribuable aux actionnaires de la société	(58)	(16)	1	1	(11)	15
- dont intérêts minoritaires	5	2	1	1	2	1

b) Présentation du bilan fonctionnel et rentabilité des capitaux engagés

L'actif est essentiellement composé des immobilisations corporelles liées à l'immobilier des villages. La montée en puissance des villages managés demeurant encore limitée, l'intensité capitalistique reste élevée : 1 € d'immobilisations⁵ pour 1 € de chiffre d'affaires.

La Société bénéficie d'un excédent de fonds de roulement (EFR ou BFR négatif). Cette ressource provient de l'encaissement des réservations de la clientèle et du décalage entre le paiement du séjour et l'exécution des prestations. L'EFR récurrent représente environ 18% du chiffre d'affaire villages. L'activité de promotion représente quant à elle un BFR positif de 17 M€ en 2013.

En 2013, les actifs d'impôt différés reconnus au bilan au titre des reports déficitaires s'établissent à 21 M€ et représentent un peu moins de 10% du total d'actif d'impôt différé potentiel lié aux pertes antérieures, 90% n'étant pas activés par la Société compte tenu de la faible probabilité de leur recouvrement sur un horizon de 3 à 5 ans.

Bilan Fonctionnel actif (en M€)	oct-09	oct-10	oct-11	oct-12	oct-13	avr-14
Ecart d'acquisition	31	32	30	31	31	31
Immobilisations incorporelles	52	54	49	49	51	54
Immobilisations corporelles	835	847	801	803	743	722
Actif d'exploitation	918	933	880	883	825	807
Sociétés mises en équivalence (SME)	29	37	23	21	22	23
Autres immobilisations financières	61	63	69	69	69	73
Immobilisations destinées à être cédées	39	27	37	12	8	8
Actif hors exploitation	129	127	129	102	99	104
Actif économique	1 047	1 060	1 009	985	924	911

⁵ Immobilisations brutes corporelles et incorporelles amortissables.

La Société s'est désendettée au cours des 5 derniers exercices. Elle présente ainsi à fin avril 2014 un endettement net de 87 M€, dont 57 M€ proviennent des OCEANE non encore converties à cette date et qui sont actuellement dans la monnaie. Dans l'hypothèse probable de leur conversion, l'endettement consolidé du groupe ne serait que de 30 M€ au 1er semestre 2014 (arrêté à fin avril), soit moins de 4% de l'actif économique au 1^{er} semestre 2014.

A fin avril 2014, les autres dettes sont composée à 70% de subventions perçues et pour le solde de provisions pour linéarisation des loyers ayant vocation à être reprises. Il s'agit ainsi de quasi-fonds propres.

Les provisions pour risques et charges, en légère diminution sur la période sous revue, comprennent essentiellement des provisions pour litiges, restructurations et fermetures de sites.

Bilan Fonctionnel passif (en M€)	oct-10	oct-11	oct-12	oct-13	avr-14
Capitaux propres pdg	452	448	460	418	442
Intérêts minoritaires	64	64	62	54	53
Capitaux propres consolidés	516	512	522	472	495
Provisions pour R&C	26	27	24	25	27
Avantages au personnel	24	24	24	24	28
Autres dettes	48	41	37	38	36
Impôt différé	30	29	27	24	24
<i>Endettement financier brut</i>	<i>(171)</i>	<i>(56)</i>	<i>(65)</i>	<i>(66)</i>	<i>(61)</i>
<i>Trésorerie</i>	<i>368</i>	<i>221</i>	<i>183</i>	<i>193</i>	<i>148</i>
Endettement financier net	197	165	118	127	87
Fonds de roulement	841	798	752	710	697
Stock	(28)	(30)	(34)	(34)	(32)
Clients et comptes rattachés	(47)	(55)	(46)	(39)	(47)
Autres créances	(104)	(104)	(117)	(132)	(141)
Actifs circulants	(179)	(189)	(197)	(205)	(220)
Fournisseurs	120	110	117	121	153
Autres dettes	145	134	147	123	135
Clients - avances et remises	133	156	166	175	146
Passifs circulants	398	400	430	419	434
EFR	219	211	233	214	214
<i>En % du CA</i>	<i>16,2%</i>	<i>14,8%</i>	<i>16,0%</i>	<i>15,2%</i>	<i>14,1%</i>
Capitaux engagés	1 060	1 009	985	924	911

En raison du poids des charges de restructuration immobilière et de l'insuffisante rentabilité de la zone Europe-Afrique, le ROCE du groupe est proche du point mort sur l'année, avec un maximum d'environ 6% durant le semestre d'hiver 2014, comme indiqué ci-après.

ROCE	oct-10	oct-11	oct-12	oct-13	avr-14
Résultat opérationnel	13	26	22	14	31
Impôt	(8)	(9)	(14)	(14)	(8)
Résultat net à dette nulle	5	17	8	-	23
Actif d'exploitation	933	880	883	825	807
Actif d'exploitation moyen	926	907	882	854	816
Actif d'exploitation moyen	929	893	882	840	812
ROCE moyen	0,5%	1,9%	0,9%	0,0%	5,7%

Si l'on fait abstraction des produits et des charges exceptionnels mais aussi des coûts de sous-activité et des frais de développement immobiliers qui présentent une certaine récurrence, en se basant uniquement sur le ROC village, la rentabilité des capitaux engagés avoisine les 5% par an et les 9% au 1er semestre 2014 (8% au 1^{er} semestre 2013).

ROCE	oct-10	oct-11	oct-12	oct-13	avr-14
ROC village	42	61	62	55	52
Impôt normé à 30%	(13)	(18)	(19)	(17)	(16)
ROC village après impôt	29	43	43	39	36
ROCE hors exceptionnels et cessions d'actifs	3,2%	4,8%	4,9%	4,6%	9,0%

En conclusion, la rentabilité des capitaux engagés dégagée au niveau consolidé au cours des 5 derniers exercices est inférieure au seuil de rentabilité exigé par les investisseurs (cf. notre estimation infra du coût du capital). Ceci reflète l'insuffisante rentabilité opérationnelle du groupe, notamment pour la zone Europe – Afrique.

c) Génération de trésorerie d'octobre 2010 à avril 2014

Tableau des flux de trésorerie (en M€)	2010	2011	2012	2013	S1 2014	Cumul oct 2009 à avr 2014
Résultat net de l'ensemble consolidé	(14)	2	2	(9)	16	(3)
Amortissements et provisions	60	76	68	67	33	304
Quote-part dans le résultat des MEE	(2)	-	(1)	-	(1)	(4)
Plus et moins values de cession	(2)	(5)	(7)	(1)	-	(15)
Décalages / frais financiers	5	(5)	(3)	(1)	(1)	(5)
Décalages / impôt	(3)	-	-	(4)	8	1
Autres	(1)	(1)	(3)	(3)	(1)	(9)
MBA	43	67	56	49	54	269
Variation du BFR et provisions à CT	21	1	4	18	4	48
Investissements	(44)	(50)	(50)	(62)	(34)	(240)
Cessions et diminutions de l'actif immobilisé	18	19	42	1	-	80
Flux de trésorerie avant variation de l'endettement	38	37	52	6	24	157
Encaissements de nouveaux emprunts	100	16	11	20	3	150
Remboursements d'emprunts	(147)	(168)	(62)	(11)	(25)	(413)
Variation des concours bancaires courants	7	4	8	(1)	(1)	17
Cash flow libre pour l'actionnaire	(2)	(111)	9	14	1	(89)
Rachat d'intérêts minoritaires	-	-	-	(3)	(2)	(5)
Dividendes et autres	(4)	(4)	-	(5)	(1)	(14)
Flux de trésorerie liés aux opérations de financement	(4)	(4)	-	(8)	(3)	(19)
Incidence du change sur la trésorerie et autres	6			(5)	(3)	(2)
Variation de trésorerie	-	(115)	9	1	(5)	(110)
Trésorerie à l'ouverture	171	171	56	65	66	171
Trésorerie à la clôture	171	56	65	66	61	61

Au cours de la période sous revue, la Société a dégagé une Marge brute d'autofinancement (MBA) cumulée de 269 M€. Cette dernière a permis de couvrir l'augmentation de l'actif d'exploitation de 192 M€ (Investissements nets de la variation de l'EFR) et une partie du désendettement de la Société. On remarque toutefois que le montant cumulé des investissements bruts, soit 240 M€ est inférieur au cumul des dotations aux amortissements, soit 294 M€. Ceci reflète la stratégie « *asset right* » prise par la Société, le modèle de gestion des « villages managés » ne nécessitant pas d'investissements marginaux significatifs par rapport aux actifs existants.

Un tel décalage a toutefois ses limites compte tenu des investissements à réaliser pour faire monter en gamme le parc « non-managé »⁶ de villages 3 Tridents et entretenir les villages 4 et 5 Tridents.

⁶ Villages en pleine propriété ou loués par Club Méditerranée.

Par solde, après cession d'actifs, la trésorerie dégagée a été employée essentiellement au désendettement, 89 M€ supplémentaires étant prélevés sur la trésorerie disponible pour le mener à bien. La trésorerie s'est ainsi réduite de 110 M€ et l'endettement net, de 152 M€, une partie de la dette Océane ayant été par ailleurs convertie.

3.3 Plan d'affaires prévisionnel 2014-2016 et extrapolations BM&A

Le plan d'affaires actuel du management, a été établi en juin 2014 (ci-après « le Scénario de juin 2014 » ou le « Plan d'affaires ») ; il correspond à une mise à jour simplifiée d'un plan d'affaires établi en octobre 2013 (ci-après le « Plan d'octobre 2013 »). Ce Plan d'affaires est identique à celui qui a été remis en juillet 2014 par la Société au cabinet Associés en Finance, chargé d'établir l'attestation d'équité en réponse à l'offre de Global Resorts. Il nous a été indiqué par le management que les réalisations intervenues au cours du second semestre 2014 ne remettent en cause ni le budget de l'année en cours ni les objectifs des exercices ultérieurs.

A la différence du plan précédent produit dans le cadre du processus budgétaire habituel de la Société, le Plan d'affaires a été construit ad hoc dans le contexte de la contre-offre de Global Resorts, en révisant à la baisse la prévision budgétaire 2014 pour tenir compte i) du retard pris au premier semestre de l'exercice 2013-2014 ainsi que ii) des réservations estivales, et de leur impact sur les deux exercices suivants (2015 et 2016). Ces nouveaux objectifs révisés ont été ensuite extrapolés sur deux exercices supplémentaires, 2017 et 2018, portant l'horizon temporel à 5 ans, ce qui est usuel pour les besoins de travaux d'évaluation.

Le Scénario de juin 2014 n'étant pas le résultat d'une démarche détaillée « *bottom – up* » telle qu'usuellement retenue par la Société, il ne contient pas de prévisions de chiffre d'affaires ni de distinctions par zones géographiques. Il doit en conséquence être perçu comme une révision apportée au Plan d'octobre 2013, en décalant d'un an, soit en 2017, les objectifs de ROC villages et d'EBITDA à 3 ans initialement attendus pour 2016.

Il convient de signaler que les objectifs de ROC villages et d'EBITDA à trois ans avaient déjà fait l'objet d'un décalage d'un an entre le plan d'octobre 2012 et le Plan d'octobre 2013. Il en résulte que l'objectif d'EBITDA à 3 ans qui était initialement prévu en 2015, il y a 24 mois, est désormais repoussé à 2017 dans le Plan d'affaires actuel.

Au moment de l'offre de Gaillon Invest déposée en mai 2013, il existait également une version dégradée du plan d'octobre 2012, ou « Plan B 2012 » qui était considéré par le management comme plus probable que le plan non dégradé et qui a été également remis au cabinet Accuracy en charge d'établir l'attestation d'équité relative à cette offre.

Le Plan d'octobre 2013 tablait sur une progression limitée des capacités sous gestion classique, la progression de l'offre en villages managés étant plus soutenue. Chacune des trois zones géographiques devait voir son chiffre d'affaires ainsi que ses marges progresser, avec en premier lieu la zone Europe – Afrique, contribuant à hauteur de 60% à la hausse attendue du ROC village consolidé entre 2013 et 2016. Globalement, avant ajustement à la baisse conduisant au Scénario de juin 2014, il était ainsi prévu une progression moyenne du chiffre d'affaires village supérieure à 5% par an, avec un taux de marge cible du ROC village proche de 5,5%. Nous considérons dans nos travaux que cet objectif de marge est désormais repoussé à 2017.

Dans les prévisions du Plan d'octobre 2013, qui sont les seules prévisions détaillées dont nous disposons, l'activité des villages en Chine à horizon 2016 n'aurait pas encore atteint une taille suffisante pour avoir un impact positif significatif sur la rentabilité du groupe. Selon nos calculs, le constat est identique pour 2018. Afin néanmoins d'intégrer le potentiel interne de la Chine qui est une des zones de développement les plus dynamiques du Club Méditerranée, il convient selon nous de prolonger au moins jusqu'en 2022 le Plan d'affaires. Il est important de noter qu'en dehors de l'activité village proprement dite, l'augmentation de la clientèle chinoise hors de Chine est appréhendée dans le plan d'affaires, essentiellement dans les prévisions relatives à la zone Est et Sud Est Asie Pacifique.

Selon le Plan d'octobre 2013, le montant des investissements représentait 4,2% en moyenne du chiffre d'affaires entre 2014 et 2016. Cet objectif est supérieur de 14% à la moyenne constatée au cours des 5 derniers exercices. Dans sa version actuelle, le Plan d'affaires prévoit des investissements légèrement supérieurs en 2015 et en 2016. En dépit de la montée en puissance des villages managés, cette hypothèse nous semble cohérente avec la nécessité d'atteindre ou de maintenir un niveau de prestation et de confort conforme aux exigences de la clientèle des villages 4 et 5 Tridents.

Compte tenu des hypothèses du Plan d'octobre 2013 ainsi décrites, et selon nos calculs, la rentabilité des capitaux engagés (ROCE) devait atteindre près de 9 % à trois ans. Dans le Plan d'affaires actuel, selon nos calculs, cet objectif serait désormais dépassé un an plus tard, soit en 2017.

En conclusion, les objectifs du Plan d'affaires nous semblent cohérents avec la stratégie menée de longue date par le management qui est axée sur la montée en gamme de l'offre hôtelière et sur le renforcement de la présence de la Société en Asie et en Amérique. Ils supposent le maintien des tendances favorables observées sur les destinations d'Amérique et retiennent par ailleurs :

- une inversion de tendance en Europe – Afrique avec une reprise de la croissance,
- une accélération de la croissance en Asie du fait principalement de la clientèle chinoise (dans son pays et dans le reste de la zone).

A l'horizon initial de 2016, désormais décalé en 2017, la principale explication de la croissance attendue des marges repose sur la hausse de fréquentation de la clientèle européenne, et en premier lieu de la clientèle française. La réalisation de ce scénario nous semble présenter un certain degré d'incertitude compte tenu des révisions successives en baisse des objectifs du management à trois ans intervenues au cours des 24 derniers mois. Comme indiqué précédemment, il est très difficile aujourd'hui de positionner l'horizon du retour de la croissance en zone Euro et plus particulièrement en France, ainsi que d'anticiper son dynamisme. Par ailleurs, avec 71 % de ses capacités désormais positionnées 4 et 5 Tridents, l'offre de la Société a augmenté d'environ un tiers sur le segment haut de gamme durant une période de crise économique (2009 – 2013), or nous ne disposons pas véritablement du retour d'expérience qui permettrait de confirmer que la Société pourra capter en période de croissance, un surcroît de clientèle sur ce segment à la hauteur des capacités désormais offertes. Par conséquent, pour évaluer la Société, il est justifié, selon nous, de retenir une prime de risque spécifique afin de refléter cet aléa dans l'exécution du plan d'affaires.

4. TRAVAUX D'ÉVALUATION RELATIFS A L'ACTION

Conformément au 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 Critères et méthodes écartés pour l'évaluation de l'action Club Méditerranée

4.1.1 Actif net comptable

L'actif net comptable (ANC) est la différence entre le montant des actifs, comprenant en particulier les éléments incorporels tels que les développements de logiciels autoproduits, et l'endettement total. Nous écartons ce critère d'évaluation dans la mesure où il ne rend pas compte de la capacité de la Société à créer de la valeur.

A titre d'information, au 30 avril 2014, l'actif net comptable consolidé part du groupe, sur une base non diluée de 35 905 835 actions, ressort à 12,34 € par action.

4.1.2 Actif net réévalué

Cette méthode consiste à établir la valeur de marché de tous les postes comptables d'actif et de passif du bilan de la Société. L'application de cette méthode de valorisation consisterait donc, pour l'essentiel, à ré estimer la totalité des actifs corporels et incorporels figurant ou non à l'actif du bilan, dans la perspective du développement de l'activité.

Au cas d'espèce, la question de la réévaluation des actifs détenus par Club Méditerranée, et en particulier la marque et les actifs immobiliers, s'est posée notamment à l'occasion de l'offre initiée par Gaillon Invest. A l'instar des rapports de valorisation des banques et des attestations d'équité produits à l'occasion des deux précédentes offres, nous estimons que dans le cadre du modèle économique actuellement développé par la Société, la valeur de ces actifs d'exploitation, en ce compris les ensembles immobiliers destinés à être cédés, est intégralement traduite par les flux de trésorerie que leur exploitation est en mesure de générer.

Une modification substantielle du mode d'exploitation de la marque et des biens immobiliers pourrait nous conduire à les considérer comme des actifs détachables et à les évaluer séparément dans ce nouveau contexte mais en tenant également compte des coûts induits par le changement de modèle économique. Cette éventualité n'a cependant été retenue ni par le management de la Société ni par les initiateurs des différentes offres.

Ainsi, cette méthode, indirectement mise en œuvre par ailleurs au travers de l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles, a été écartée dans la mesure où elle n'apporte pas d'élément supplémentaire pertinent à la formation de notre opinion.

4.1.3 Capitalisation et actualisation des dividendes

Ces méthodes d'évaluation consistent à capitaliser un dividende normatif ou à actualiser les dividendes prévisionnels. Elles pourraient s'envisager pour des sociétés poursuivant une politique de distribution régulière ou soumises à des contraintes réglementaires de distribution et qui disposent d'une bonne visibilité sur leurs résultats. Ces conditions ne sont pas remplies s'agissant de la Société qui n'a distribué aucun dividende au cours des 5 derniers exercices.

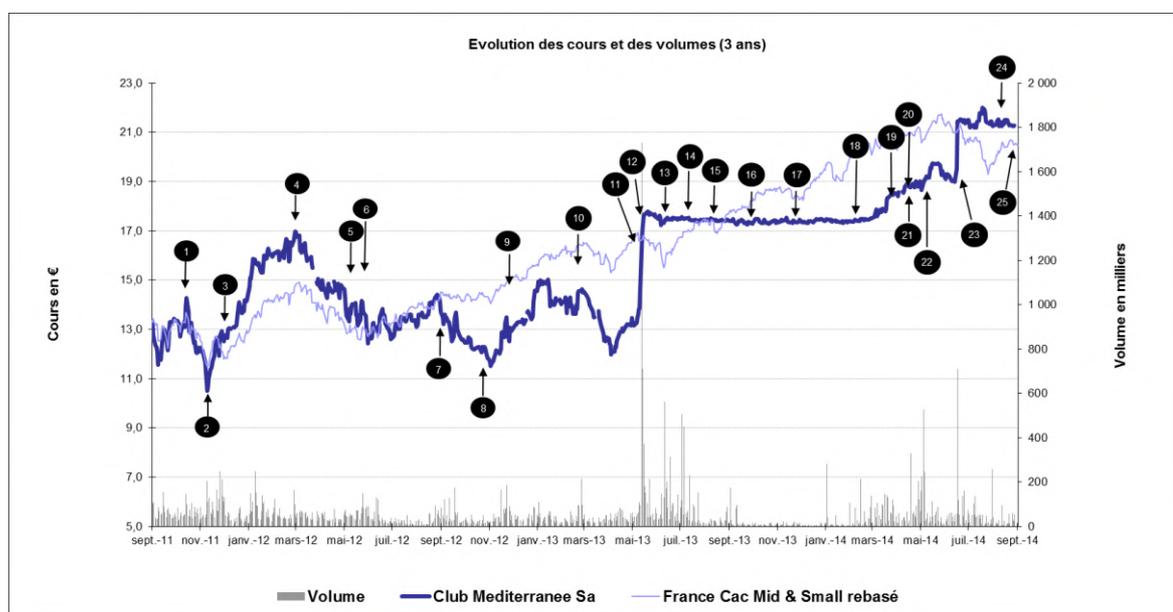
En tout état de cause, il n'existe pas, à notre connaissance, d'estimation fiable du taux de rendement des titres cotés exigé par les actionnaires minoritaires qui serait établie à partir des dividendes escomptés. Dès lors, le mode d'évaluation le plus usuel pour déterminer la valeur d'une participation minoritaire se fonde moins sur les dividendes que sur la totalité de la capacité distributive de la société, ce qu'appréhende la méthode des flux futurs de trésorerie.

4.2 Critères et méthodes retenus pour l'évaluation de l'action Club Méditerranée

4.2.1 Cours de bourse de Club Méditerranée

L'action Club Méditerranée introduite en bourse, comme déjà indiqué, en 1966, est aujourd'hui cotée sur le compartiment B d'Euronext Paris. La capitalisation boursière ressort de l'ordre de 800 M€ fin septembre 2014. Le titre entre notamment dans la composition de l'indice général CAC All Shares (0,04%) ainsi que dans les indices sectoriels CAC Consumer Services (0,44%) et CAC Travel & Leisure (2,60%).

Le graphique suivant retrace l'évolution du cours de clôture de l'action et de son indice de référence, France CAC Mid & Small, au cours des trois dernières années soit depuis mi-septembre 2011 :



Renvois	Dates	Evènements
1	26-oct.-11	La CDC fait l'acquisition d'actions Club Med sur le marché et atteint le seuil de 5,16 % du capital et 5% du droit de vote.
2	23-nov.-11	Thomas Cook, l'un des principaux distributeurs de Club Med, annonce le report de la publication de ses résultats, ce qui pénalise le cours de l'action Club Med.
3	9-déc.-11	Annnonce des résultats annuels 2011 : forte croissance de la rentabilité et des indicateurs d'activité. Le ROC des villages progresse de 48,7 %
4	14-mars-12	Chiffre d'affaires du T1 2012, en hausse de 6 % , tirée par une augmentation de 5% du nombre de clients.
5	23-mai-12	Le conglomérat chinois Fosun atteint 10,48 % du capital de Club Med.
6	7-juin-12	Résultats du S1 2012, résultat opérationnel en hausse de 25% pour une progression du chiffre d'affaires de 4,8 % .
7	14-sept.-12	Chiffre d'affaires du T3 2012, en hausse de 2,7 % . Le nombre de clients progresse de 18 000.
8	12-nov.-12	Les effets de la crise sur la consommation impacte le cours de l'action Club Med qui tombe à son plus bas en clôture.
9	7-déc.-12	Résultats annuels 2012 : un Club Med en croissance malgré la dégradation des marchés touristiques en Europe.
10	7-mars-13	Chiffre d'affaires du T1 2013, en repli de 2,5% suite à une baisse du volume d'activité Village de 1,6 %.
11	27-mai-13	Le chinois Fosun et Axa Private Equity (regroupés dans Gaillon Invest) annoncent leur intention de déposer une OPA de Club Med au prix de 17 euros par action.
12	29-mai-13	L'Adam juge contestable l'OPA franco-chinoise sur Club Med.
13	25-juin-13	Fosun et Axa Private Equity relèvent leur offre de 17 euros à 17,5 euros.
14	24-juil.-13	Un recours est déposé auprès de la cour d'appel de Paris contre le feu vert accordé par l'AMF à l'OPA.
15	23-août-13	La Cour d'Appel de Paris valide la suspension de l'OPA.
16	13-sept.-13	Chiffre d'affaires du T3 2013, en baisse de 4,5 % .
17	6-déc.-13	Résultats annuels 2013 : une activité stable dans un environnement mitigé. Stagnation de la rentabilité opérationnelle.
18	21-févr.-14	Chiffre d'affaires du T1 2014 en légère hausse , une activité en progression tirée par le dynamisme des zones Amériques et Asie.
19	9-avr.-14	Fosun et Axa Private Equity refusent de relever leur prix sur Club Med, même si le cours de l'action est supérieur au prix de l'offre.
20	28-avr.-14	Résultats du S1 2014 en légère baisse, pénalisés par des effets de change défavorables.
21	29-avr.-14	La Cour d'Appel de Paris rejette les recours déposés contre l'OPA. L'AMF ouvre l'OPA de Fosun et Ardian (Ex Axa Private Equity).
22	20-mai-14	Le fonds Strategic Holdings officialise sa montée au capital de Club Med et détient plus de 10% du capital.
23	30-juin-14	Global Resort SAS lance une contre-offre sur Club Med à 21 euros par action
24	14-août-14	Fosun et Ardian retirent leur offre face à l'offensive de l'offre de Global Resort.
25	12-sept.-14	Fosun et Ardian présentent une nouvelle offre au prix de 22 euros par action.

Passé l'atteinte d'un point haut à 14,25 € le 26 octobre 2011, le titre Club Méditerranée voit son cours fortement baisser pénalisé par l'annonce du report de la publication des résultats de Thomas Cook, l'un des principaux distributeurs du groupe, conduisant vers un point bas de 10,51 € le 23 novembre 2011, soit une chute de près de 26%. La publication des résultats annuels de l'exercice 2011, affichant une croissance de la rentabilité et des indicateurs d'activité permet au titre de rebondir jusqu'à atteindre un cours de 12,64 € le 6 décembre 2011. Cet effet positif se poursuit et le cours atteint un nouveau record à 16,98 €, le 14 mars 2012, à la suite de l'annonce du résultat du premier trimestre 2012, qui affiche un chiffre d'affaires en hausse de 6% tiré par une augmentation du nombre de clients de 5%.

Par la suite, le cours de l'action connaît une dégradation allant de pair avec celle de l'indice boursier France CAC Mid & Small. Ainsi entre mi-mars et fin mai 2012, le titre Club Méditerranée affiche une baisse de 29%. Le titre connaît ensuite un regain d'intérêt à la suite de l'annonce de l'augmentation de la participation de Fosun, qui détient désormais 10,48% du capital. Cette phase haussière se poursuit avec la publication des résultats du premier semestre 2012 qui laisse apparaître un résultat opérationnel en hausse de 25% pour une progression du chiffre d'affaires de 4,8%.

Les effets de la crise sur la consommation ainsi que la dégradation des marchés touristiques en Europe pénalisent le titre Club Méditerranée, qui entame une nouvelle phase baissière, malgré la publication, le 14 septembre 2012, du chiffre d'affaires du troisième trimestre 2012, qui affiche une hausse de 2,6%. Ainsi, le titre tombe à son plus bas de l'année en clôture, le 12 novembre 2012, et atteint un cours de 11,51 €. L'action rebondit à partir du 7 décembre 2012, date de la communication des résultats annuels 2012, affichant une croissance. La publication du résultat du premier trimestre 2013, qui affiche un chiffre d'affaires en repli de 2,5%, n'impacte pas le cours du titre, qui se situe à 14,70 €, le 7 mars 2013.

Le 27 mai 2013, le chinois Fosun et Axa Private Equity, regroupés dans Gaillon Invest, annoncent leur intention de déposer une OPA sur les titres Club Méditerranée au prix de 17 € par action. Dopé par le projet d'OPA, le titre bondit de plus de 20% et s'aligne avec l'offre. Gaillon Invest relève l'offre à 17,50 €, le titre se cale sur ce nouveau prix d'offre le 25 juin 2013.

Suite aux recours déposés le 24 juillet 2013 auprès de la Cour d'Appel de Paris contre la décision de conformité accordé par l'AMF à l'OPA, le projet d'acquisition est suspendu le 23 août 2013. Cette nouvelle n'impacte pas le cours de l'action qui demeure stable, et ce malgré la publication des résultats annuels 2013, qui affiche une activité en stagnation. Le 29 avril 2014, la Cour d'Appel rejette les recours déposés contre l'OPA et l'AMF rouvre l'OPA de Fosun et Ardian (ex-Private Equity).

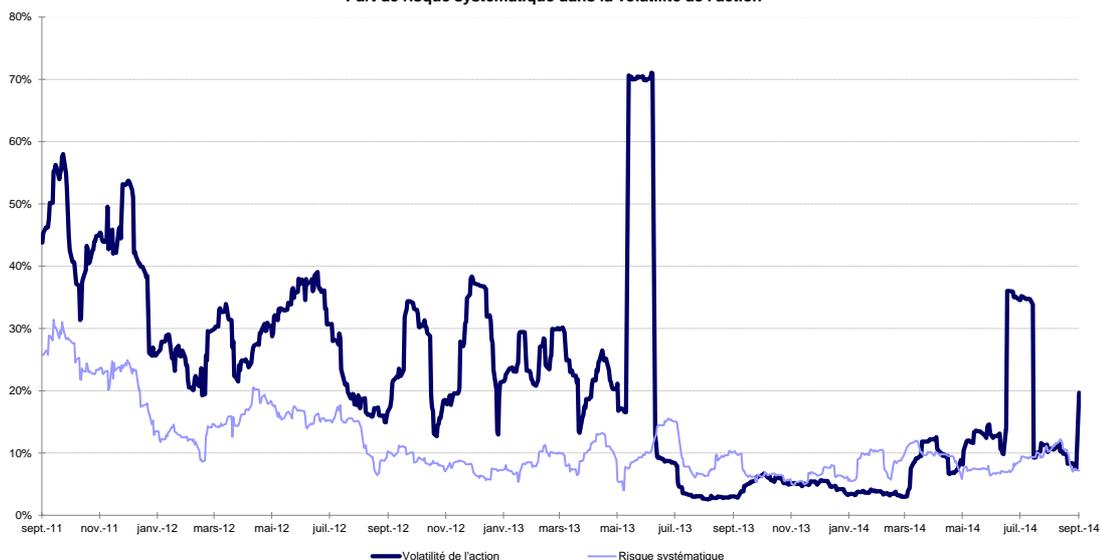
Parallèlement, le fonds Strategic Holding officialise sa montée au capital de Club Méditerranée et devient le premier actionnaire du groupe avec 10,07% du capital. Le cours évolue à 19,18 € le 22 mai 2014. Le succès de l'OPA paraît, par conséquent, compromis. Le 30 juin 2014, Global Resorts, présente une contre-offre pour prendre le contrôle de Club Méditerranée à 21 euros par action et le titre de l'action s'aligne avec la nouvelle offre.

En réaction, Gaillon Invest II et Fidelidade surenchérissent en initiant une OPA à 22 € par action le 12 septembre 2014. Le titre Club Méditerranée porté par la surenchère s'apprécie à 22,46 € à la reprise de sa cotation le 15 septembre 2014.

Comme indiqué dans le graphique ci-dessous, la volatilité de l'action⁷ Club Méditerranée a évolué, au cours des trois dernières années, entre 2,5% (août 2013) et 71% (juin 2013). Cette évolution est corrélée à celle de l'indice CAC Mid & Small de septembre 2011 à mai 2012.

⁷ Annualisée sur la base de rendements quotidiens observés durant vingt jours de bourse glissants.

Part de risque systématique dans la volatilité de l'action



Les autres principaux points hauts correspondent à des phases de volatilité propres à l'action, atteints en :

- juin 2012 (38,53%) : annonce d'un résultat opérationnel S1 2012 en hausse de 25 % ;
- décembre 2012 (38%) : publication des résultats annuels 2012 ;
- mai 2013 (70,63%) : Fosun et Axa Private Equity annoncent une OPA sur Club Méditerranée au prix de 17 € par action ;
- juin 2014 (36,03%) : Global Resorts lance une contre-offre sur Club Méditerranée à 21 € par action ;
- septembre 2014 (19,67%) : Gaillon Invest II et Fidelidade présentent une nouvelle offre au prix de 22 euros par action.

Les moyennes de cours arrêtées au 11 septembre 2014, veille de l'annonce de l'Offre, ainsi que les volumes échangés sont résumés dans le tableau ci-après :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Cours moyen pondéré	Volume échangé	Moyenne quotidienne	% capital échangé	% capital échangé (flottant)	Jours de cotation
36 mois	22,10	10,25	15,91	41 047 078	52 490	127,6%	186,6%	100,0%
24 mois	22,10	11,50	16,99	26 771 783	51 287	83,2%	121,7%	100,0%
12 mois	22,10	17,10	19,20	10 523 573	40 320	32,7%	47,9%	100,0%
6 mois	22,10	17,41	19,69	8 244 906	62 461	25,6%	37,5%	100,0%
3 mois	22,10	18,76	21,12	3 445 415	52 203	10,7%	15,7%	100,0%
20 jours de bourse	21,95	21,16	21,31	528 040	26 402	1,6%	2,4%	100,0%
Spot	21,50	21,25	21,27	52 924	52 924	0,2%	0,2%	

Au cas présent, la référence de valorisation que constitue habituellement le cours de bourse d'une action régulièrement cotée dans des volumes satisfaisants est à relativiser en raison des perturbations induites par l'offre de Gaillon Invest et sa suite judiciaire, puis par l'offre Global Resorts. Il faut toutefois souligner que les échanges post annonces des offres se sont réalisés à des prix supérieurs à ceux proposés par les offres⁸, témoignant du caractère spéculatif du titre. Ainsi, dans la mesure où ces diverses annonces ont pu troubler le jeu normal de l'offre et de la demande, nous retenons ce critère à titre secondaire.

En privilégiant la moyenne pondérée des cours 20 jours et 3 mois, la prime extériorisée par l'Offre s'établit entre 3,3 % et 4,2%.

⁸ A compter de mi-mars 2014 pour l'offre Gaillon Invest, sous la pression acheteuse de Strategic Holdings

Il convient de noter que l'Offre propose une prime de 25,7% par rapport à l'offre de Gaillon Invest de 17,50 € par action, et de 4,8% par rapport à l'offre de Global Resorts de 21,00 € par action. Par ailleurs, l'Offre extériorise une prime de 18% par rapport au prix unitaire moyen d'acquisition d'actions Club Méditerranée par Strategic Holdings entre le mi-mars 2014 et fin mai 2014.

Enfin, il faut noter que les cours actuels de l'action se situent au-delà du prix d'Offre, autour de 22,50 €, soulignant le caractère encore spéculatif du titre.

De leur côté, les objectifs de cours des analystes n'apportent pas d'élément supplémentaire à la formation d'une opinion sur la valeur de Club Méditerranée dans la mesure où ceux-ci se sont alignés sur les différents prix d'offre proposés. Pour information, l'évolution des objectifs de cours des bureaux d'analyse suivant encore la valeur est présentée dans le tableau ci-dessous :

Analyste	Date	Cours	Objectif de cours	Recommandation
Gilbert Dupont	14-août-14	21,45 €	21,00 €	Hold
Kepler Cheuvreux	28-juil.-14	21,40 €	21,00 €	Hold (Accept offer)
Oddo	2-juil.-14	21,45 €	21,00 €	Apporter à l'offre
Kepler Cheuvreux	1-juil.-14	19,51 €	21,00 €	Accept offer (Hold)
Gilbert Dupont	1-juil.-14	19,51 €	21,00 €	Hold
Kepler Cheuvreux	23-juin-14	19,24 €	20,00 €	Hold
Kepler Cheuvreux	28-mai-14	19,56 €	20,00 €	Hold
Kepler Cheuvreux	22-mai-14	19,10 €	20,00 €	Hold (Accept offer)
Kepler Cheuvreux	19-mai-14	18,66 €	17,50 €	Accept offer
Gilbert Dupont	15-mai-14	18,99 €	17,50 €	Apporter à l'offre
Kepler Cheuvreux	2-mai-14	18,80 €	17,50 €	Accept offer
Kepler Cheuvreux	29-avr.-14	18,91 €	17,50 €	Accept offer

4.2.2 Actualisation des flux futurs de trésorerie

L'évaluation de la Société par la méthode des DCF⁹ repose sur le Plan d'affaires de juin 2014 décrit précédemment, et extrapolé par nos soins à horizon 2020.

a) Définition du cash-flow retenu dans le modèle d'évaluation

La méthode mise en œuvre repose sur l'actualisation du cash-flow libre¹⁰ pour l'actionnaire après frais financiers et variation d'endettement (*cash-flow to equity*).

La Société présente, tant en moyenne sur l'année qu'à la clôture de ses comptes annuels, un excédent structurel de fonds de roulement (EFR) du fait des réservations qu'elle perçoit de la part de ses clients et du paiement par ces derniers de l'ensemble du séjour avant l'exécution de la prestation, en particulier lorsque la Société distribue elle-même ses produits. Or, si l'EFR d'une société est suffisamment important rapporté à sa MBA¹¹ et à ses investissements, alors la variation de la trésorerie générée par le développement de l'activité, i.e. son cash-flow libre, peut être supérieure au bénéfice de l'exercice.

Dans l'hypothèse du développement *stand alone* d'une société à EFR structurel, le flux de trésorerie annuel disponible pour l'actionnaire ne peut excéder durablement le montant du résultat net distribuable, toute distribution supérieure à ce dernier s'imputant sur les capitaux propres. Selon nos calculs, le flux de trésorerie normatif, compte tenu notamment de l'hypothèse de croissance perpétuelle retenue pour le calcul de la valeur résiduelle, (cf. infra), serait proche du bénéfice distribuable.

⁹ Pour Discounted Cash Flow.

¹⁰ Tel que défini dans le tableau de financement accompagnant la description des performances financières historiques de la Société, cf. supra.

¹¹ MBA pour marge brute d'autofinancement ou capacité d'autofinancement après dotations nettes sur actifs circulants.

b) Extrapolation du plan d'affaires

Hormis la contribution des villages « managés » en Chine, le Scénario de juin 2014 est extrapolé par nos soins jusqu'en 2020 en retenant une hypothèse de convergence du taux de croissance du chiffre d'affaires vers le taux de 1,65% (2% dans les zones à fort développement et 1,5% pour les zones matures). Ce taux de 1,65% est retenu pour le calcul de la valeur résiduelle.

Pour la Chine, nous supposons qu'un parc de 10 villages « managés » en activité serait atteint à horizon 2022, sur un objectif total de 14, soit un taux de réalisation de 71%.

Compte tenu de ces hypothèses, le taux de marge normatif du ROC village serait légèrement supérieur à 6% en dernière année d'extrapolation du Plan d'affaires, soit près de 30% supérieur à son niveau atteint en 2013.

c) Taux d'actualisation

La société est évaluée dans l'hypothèse de son désendettement rapide au vu des flux de trésorerie anticipés. Par simplification, le taux d'actualisation retenu est alors égal au coût des fonds propres à dette nulle¹².

Le taux d'actualisation s'établit selon nos calculs à 10,75%, combinant les paramètres et hypothèses ci-après.

- Il est retenu un coefficient de risque bêta de 1,10, égal à la moyenne des bêtas historiques hors dette ou hors trésorerie excédentaire, calculés sur cinq ans, des sociétés figurant dans notre échantillon de comparables boursiers (cf. § 4.2.3). Ces bêtas présentent des coefficients de détermination, r^2 , en moyenne de 42%, niveau relativement élevé.
- La prime de risque du marché des actions est estimée à 6,16%, ce qui correspond à la moyenne calculée sur les six derniers mois au 31 août 2014 de la prime des sociétés de l'indice SBF 120, sur la base des abaques fournis par le cabinet Fairness Finance. Il est rappelé que cette prime est basée sur un mode de calcul prospectif par actualisation des cash-flows prévisionnels des sociétés cotées.
- Le taux sans risque est égal à 1,77% soit le rendement des OAT TEC10 ans calculé sur la même période que celle retenue pour le calcul de la prime de risque. Nous privilégions le rendement des emprunts d'Etat français à celui, plus faible, de l'Etat Allemand ou d'un panier de dettes souveraines notées AAA, afin de refléter la situation d'un actionnaire minoritaire français. Le choix du Bund conduirait à une prime de risque majorée de la différence de taux entre Bund et OAT, et à un taux d'actualisation plus élevé compte tenu du bêta sectoriel retenu.
- Il est tenu compte d'une prime de taille de 1,2% qui correspond, selon les données fournies par Fairness Finance, à la rentabilité additionnelle exigée en moyenne des titres de sociétés de taille équivalente.

¹² Le *tax shield* ou bouclier fiscal résultant du levier d'endettement peut être considéré comme non significatif sur une durée aussi réduite.

- La prime de taille doit être complétée, selon nous, d'une prime de risque spécifique que nous fixons à 1%. Cette prime est retenue par nos soins pour refléter le risque de prévision élevé attaché aux projections de résultats dans leur version actuelle (Plan d'affaires de juin 2014), au vu de l'impact que pourrait avoir un nouveau décalage de l'horizon de redressement des marges, notamment dans la zone Europe-Afrique.
- Par ailleurs, nous retenons une prime spécifique différente pour évaluer les flux contributifs pour le réseau de villages en Chine. En effet, au risque d'exécution mentionné précédemment vient s'ajouter celui de la création d'un fonds de commerce supérieur à son niveau actuel. Pour cette raison, nous retenons une prime spécifique de 2,50% afin de porter le taux d'actualisation de ces flux à 13,2%.

d) Valeur des capitaux propres

Sur la base d'un nombre d'actions dilué des Océanes et des stock-options, soit 37 367 559¹³ actions, la méthode des DCF conduit, selon nos calculs, à une valeur des fonds propres de Club Méditerranée de 20,51 €, dont 1,6 € proviennent de la contribution du plan de développement des villages chinois extrapolé par nos soins (cf. supra).

Le passage de la valeur des flux actualisés hors Chine à la valeur des fonds propres hors Chine est le suivant :

Passage de la Valeur des Flux à la valeur des fonds propres en M€	En M€	En €/action
Valeur des Flux hors Chine Scénario juin 2014	649	17,4 €
<i>VNC des reports activés</i>	21	0,6 €
<i>Valeur des reports post 2020</i>	30	0,8 €
Valeur complémentaire des déficits	51	1,4 €
Engagements de retraite nets	(18)	-0,5 €
Participations et créances financières non cédées dans les flux	16	0,4 €
Provisions non-prises en compte dans les flux	-	0,0 €
Actifs disponibles à la vente	8	0,2 €
Valeur des fonds propres pdg ajustés	705	18,9 €

e) Sensibilité aux paramètres d'actualisation

La sensibilité de la valeur de l'action aux variations du taux d'actualisation et de croissance à l'infini est résumée dans le tableau ci-après :

En €/action	Croissance à l'infini	Coût des fonds propres		
		9,75%	10,75%	11,75%
	2,15%	23,6	21,1	19,2
	1,65%	22,8	20,5	18,7
	1,15%	22,0	20,0	18,3
Ecart-type / moyenne :		8,3%		

Sur ces bases, nous retenons pour cette approche une valeur centrale de 20,5 € par action, comprise dans un intervalle de 18,7 € à 22,8 €.

¹³ Par *treasury method*, qui implique l'utilisation des fonds liés à l'exercice des options au rachat et à l'annulation d'actions ordinaires

Le prix offert de 22 € par action fait ressortir une prime de 7,3% par rapport à notre valeur centrale de 20,52 €. Il conduit par ailleurs à une prime de 17,5 % comparé à notre fourchette basse et à une décote de 3,2% par rapport à notre fourchette haute.

4.2.3 Comparables boursiers

a) Description de l'échantillon

Il n'existe pas, à notre connaissance, de société cotée opérant, à l'instar de Club Méditerranée, dans le secteur des séjours de vacances en complexes hôteliers avec des prestations de type « tout compris ». A défaut, nous avons retenu deux échantillons de sociétés cotées centrées sur des activités proches de celles de Club Méditerranée : les groupes hôteliers à positionnement moyen-haut gamme et les croisiéristes. Compte tenu de ces éléments, nous retenons cette méthode à titre secondaire.

S'agissant des groupes hôteliers, nous avons retenu 10 sociétés cotées opérant principalement en Europe et aux Etats-Unis :

- Europe : Pierre & Vacances (France), Melia Hotels (Espagne), NH Hotel (Espagne) et Rezidor Hotel (Suède) ;
- Etats-Unis : Hyatt Hotels, Starwood Hotels & Resorts, Marriott International, Intercontinental Hotels, Choice Hotels et Hilton Worldwide Holdings.

Cet échantillon affiche un taux de marge opérationnelle anticipé moyen compris entre 12,3% (2014) et 14,3% (2016). Entre 2013 et 2016, la progression du chiffre d'affaires est attendue, en moyenne, à 6,6% par an.

A titre de recoupement, nous avons également constitué un échantillon de croisiéristes, constitué des trois sociétés suivantes : Carnival (Royaume-Uni), Norwegian Cruise Line Holdings (Norvège) et Royal Caribbean Cruises (Etats-Unis). Les sociétés composant cet échantillon affichent un taux de marge opérationnelle anticipé moyen compris entre 13,7% (2014) et 16,9% (2016). La croissance moyenne annuelle de leur chiffre d'affaires est attendue à 8,2% sur la période 2013-2016.

Sur la base de la moyenne pondérée des cours de clôture des 20 dernières séances calculée le 15 septembre 2014, les multiples de chiffre d'affaires et d'EBIT de ces deux échantillons sont les suivants :

VE/CA	oct.-13	oct.-14	oct.-15	oct.-16
Groupes hôteliers				
Moyenne	2,66x	2,50x	2,36x	2,20x
Médiane	2,45x	1,95x	1,81x	1,69x
Croisiéristes				
Moyenne	3,18x	2,92x	2,69x	2,47x
Médiane	2,84x	2,75x	2,54x	2,33x
VE/EBIT				
Groupes hôteliers				
Moyenne ¹	25,78x	23,73x	19,58x	16,36x
Médiane ¹	27,48x	21,59x	19,17x	16,95x
Croisiéristes				
Moyenne	25,19x	21,90x	18,04x	14,87x
Médiane	24,77x	23,04x	18,76x	15,66x

(1) hors NH Hotel s'agissant des multiples à octobre 2013
et Pierre & Vacances s'agissant des multiples à octobre 2014

Il convient de noter que nous n'avons pas retenu les tour-opérateurs dans nos échantillons. En effet, à la différence de la Société, ces derniers présentent un ratio d'intensité capitalistique¹⁴ moyen (12%) très inférieur à celui des groupes hôteliers (89%) et, a fortiori, à celui des croisiéristes (292%) dans la mesure où ces derniers détiennent en propre la totalité des navires qu'ils exploitent. Cet échantillon de tour-opérateurs présente un taux de marge opérationnelle anticipé moyen oscillant entre 4,7% (2014) et 5,1% (2016) et un taux moyen de croissance annuelle du chiffre d'affaires égal à 5,6% entre 2013 et 2016. Compte tenu des marges qu'elles dégagent, ces sociétés présentent des multiples de chiffre d'affaires 8 fois inférieurs à ceux des groupes hôteliers et 10 fois inférieurs à ceux des croisiéristes. Il en est de même s'agissant de leurs multiples d'EBIT qui sont inférieurs de 2 fois à ceux de nos échantillons de groupes hôteliers et de croisiéristes.

b) Mise en œuvre de la méthode

Nous avons privilégié le multiple d'EBIT que nous considérons comme étant plus pertinent que les multiples de chiffre d'affaires ou d'EBITDA compte tenu des différentiels de marge opérationnelle et d'intensité capitalistique entre les comparables et la Société. Enfin, nous excluons les multiples calculés après frais financier, qui sont redondant de notre point de vue, les comparables étant en moyenne faiblement endettés, tout comme la Société.

Par cohérence avec notre approche par le DCF, nous appliquons à nos résultats une décote de 20% qui reflète i) la prime de risque liée à l'écart de taille entre la Société et l'échantillon et ii) la prime de risque spécifique de 1% pour tenir compte du risque d'exécution du Plan d'affaires. Enfin, nous ajoutons la valeur des activités villages en Chine telle qu'elle résulte de l'évaluation par les DCF, compte tenu de l'horizon de prévision insuffisamment long pris en compte par les multiples.

Selon nos calculs, l'application des multiples médians 2014, 2015 et 2016 de notre échantillon, après décote conduit à une valeur centrale de 19,5 € par action, comprise entre 17,5 € et 22,1 €. Le prix offert de 22 € fait ainsi ressortir une prime de 13 % par rapport cette valeur centrale et une prime de 25,7% par rapport au bas de fourchette, contre une décote de 0,4% par rapport à la borne haute de notre intervalle de valeurs.

Pour mémoire, l'application des multiples médians de l'échantillon de croisiéristes conduirait à une valeur centrale de 19,2 € qui n'est pas significativement différente de celle que nous retenons.

4.2.4 Transactions comparables

a) Description de l'échantillon

Nous avons retenu sept transactions avec changement de contrôle portant sur 7 sociétés exploitant des villages de vacances et, s'agissant de la société Great Wolf Resorts, des résidences hôtelières :

- la première opération concerne l'acquisition de la société cotée Homair Vacances par le fonds américain Carlyle en juin 2014. Homair Vacances a réalisé en 2013 un chiffre d'affaires de 71,0 M€ pour une marge d'exploitation de 9,4% ;
- la deuxième transaction porte sur la société française Belambra acquise par le fonds de *private equity* français Caravelle en février 2014. Belambra a dégagé en 2013 un chiffre d'affaires de 167,7 M€ pour une marge d'exploitation non communiquée ;

¹⁴ Ratio des immobilisations brutes amortissables rapportées au chiffre d'affaires

- la troisième transaction porte sur la société Park Holidays UK, acquise par le fonds britannique Caledonia Investments en novembre 2013. Avec un chiffre d'affaires de 100,2 M€ en 2012, Park Holidays UK affichait une marge d'exploitation de 20,7% ;
- la quatrième opération concerne l'acquisition de la société britannique South Lakeland Parks par le fonds britannique Electra Partners en septembre 2013. Cette société a dégagé en 2011 un chiffre d'affaires de 30,2 M€ pour une marge d'exploitation de 16,8% ;
- la cinquième transaction porte sur la société américaine Great Wolf Resorts acquise en mai 2012 par le fonds américain Apollo Global Management. Great Wolf Resorts a réalisé en 2011 un chiffre d'affaires de 553,6 M€ pour une marge d'exploitation de 7,3% ;
- la sixième transaction concerne la société française Vacances Directes acquise en décembre 2011 par le fonds français 21 Centrale Partners. Avec un chiffre d'affaires de réalisé en 2011 de 32,4 M€, cette société a affiché une marge d'exploitation de 8,9% ;
- la dernière opération porte sur la société britannique Holidaybreak acquise en septembre 2011 par une filiale du tour-opérateur indien Cox & Kings. La société Holidaybreak a dégagé en 2010 un chiffre d'affaires de 522,1 M€ pour une marge d'exploitation de 9,5%.

b) Mise en œuvre de la méthode

Selon nos calculs, l'application du multiple d'EBITDA de l'année en cours (2014), soit 8,5x, et de celui relatif au dernier exercice publié (2013), soit 8,9x, conduit à une valeur centrale de 21,43 € par action, comprise entre 19,7 € et 23,2 €.

Le prix offert de 22 € fait ainsi ressortir une prime de 2,7% par rapport cette valeur centrale et une prime de 11,8% par rapport au bas de fourchette, contre une décote de 5,1% par rapport à la borne haute de notre intervalle de valeurs. Cette méthode, compte tenu du caractère imparfait de l'échantillon et de l'absence d'une information complète et fiable sur ces opérations, n'est retenue qu'à titre secondaire.

5. TRAVAUX D'ÉVALUATION RELATIFS A L'OCEANE

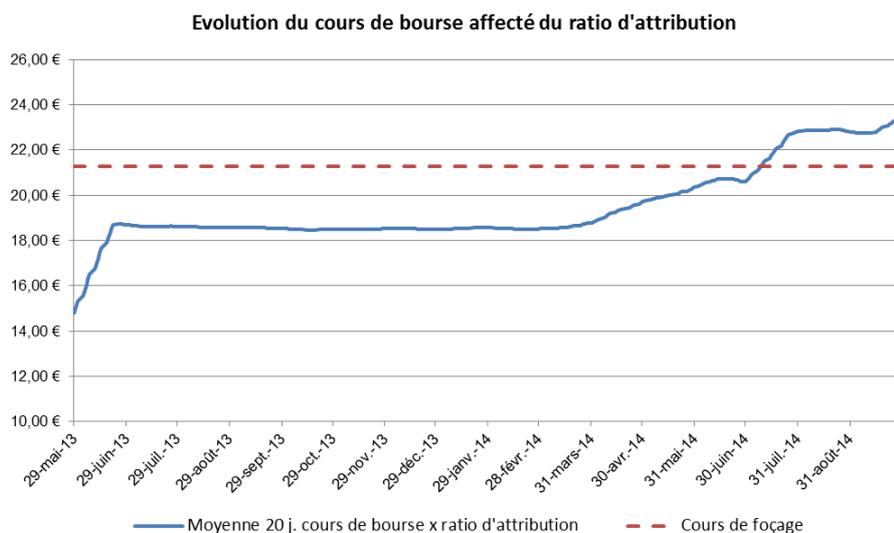
5.1 Caractéristiques de l'Océane visée par l'Offre

Le 7 octobre 2007, Club Méditerranée a émis 4 888 481 Océanes dont la valeur nominale unitaire a été fixée à 16,365 €, représentant un produit brut de 80 M€ (77,7 M€ de produit net). Lors de leur souscription, la valeur nominale des obligations extériorisait une prime d'émission de 27,5% par rapport au cours de référence de l'action Club Méditerranée observé le 4 octobre 2010 soit 12,835 €. Ces obligations qui produisent un intérêt annuel de 6,11% payable le 1^{er} novembre de chaque année, ont une maturité de 5 ans et 25 jours et seront donc amorties en totalité le 1^{er} novembre 2015. Depuis leur émission, elles sont cotées sur Euronext Paris sous le code FR0010922955. Ces obligations ont été massivement converties, notamment lors de l'offre de Gaillon Invest, de sorte qu'il n'en reste aujourd'hui que 1,4 million.

5.2 Valeur de l'obligation en fonction des choix opérés par le porteur ou par la Société

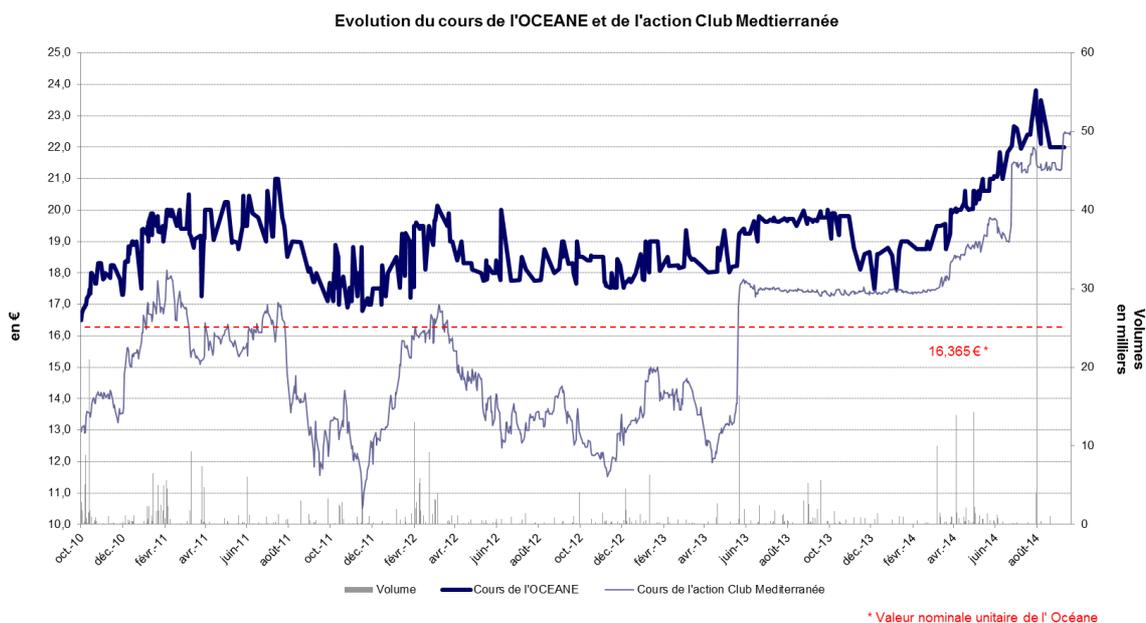
Au cas présent, plusieurs possibilités s'offrent au porteur de l'obligation. Hormis apporter ses titres à l'autre offre en cours soit 22,41 € coupon attaché pour l'offre Global Resorts, il peut :

- attendre l'échéance** de l'emprunt obligataire le 1^{er} novembre 2015, et se voir rembourser ses titres au pair, soit 16,365 €, après avoir encaissé les deux coupons de 1,00 € chacun restant à percevoir ;
- à tout moment, **se voir proposer par la Société le remboursement de ses obligations** au pair majoré des intérêts courus au titre de la clause de forçage prévoyant la possibilité d'un remboursement anticipé au gré de la Société dès lors que la moyenne arithmétique, calculée sur 20 jours de bourse consécutifs parmi les 30 qui précèdent la parution de l'avis de remboursement anticipé, des produits des premiers cours cotés de l'action Club Méditerranée constatés sur Euronext Paris et du Ratio d'Attribution d'Actions (cf. infra) en vigueur à cette date, excède 130 % de la valeur nominale des obligations, soit 21,27€, cette condition étant remplie depuis le 9 juillet 2014 sans interruption.



Si cette décision intervenait d'ici la fin de l'année, le porteur encaisserait 16,365 € plus la valeur du coupon compris entre 0,96 € (1^{er} octobre 2014) et 1,17 € (31 décembre 2014). Cette éventualité conduirait inévitablement le porteur, s'il se comporte de manière rationnelle, à convertir ses Océanes en actions Club Méditerranée (voir § d) ;

- c) à l'issue des offres en cours et pour autant que l'une d'elles ait abouti, i.e. qu'un changement de contrôle soit intervenu au profit de l'un des initiateurs, **demande le remboursement anticipé** au pair majoré des intérêts courus. Ce remboursement ne peut intervenir qu'entre le 25^{ème} et le 30^{ème} jour ouvré suivant la date de changement de contrôle. En retenant le 1^{er} décembre 2014 comme date de résultat de l'offre, le porteur encaissera le coupon de 1,00 € le 1^{er} novembre 2014, et la valeur de l'obligation au pair augmentée des intérêts courus le 5 décembre 2014, soit 16,55 € (16,365+0,183) ;
- d) **vendre ses obligations sur le marché**. Le graphique ci-dessous montre l'évolution du cours de l'obligation depuis son premier jour de cotation par rapport à celle de l'action Club Méditerranée :



Il ressort de ces observations que l'Océane est cotée de manière irrégulière ; la majeure partie des échanges sur le titre s'effectue de gré à gré, de sorte que la pertinence du critère du cours de bourse pour apprécier la valeur de l'obligation est toute relative. Néanmoins, on peut noter que le cours moyen pondéré de l'obligation évoluait entre 21,85 € (6 mois) et 23,12 € (3 mois) préalablement à l'annonce de l'Offre. Depuis, l'obligation n'a coté que deux fois, les 16 et 26 septembre 2014, à 22 € pour un total de 47 obligations échangées.

Si la cession intervient après le détachement du coupon et toutes choses égales par ailleurs, le prix diminuera mécaniquement du montant de l'intérêt payé.

- e) dans le cadre des présentes offres, **demande l'attribution d'actions**. En cas d'offre publique, le Ratio d'attribution d'actions est ajusté selon la formule suivante :

$$NRAA = RAA \times [1 + \text{Prime d'émission des obligations} \times (J/JT)]$$

Où :

- NRAA est le nouveau ratio d'attribution d'actions applicable pendant la période d'ajustement en cas d'offre publique ;
- RAA est le ratio d'attribution en vigueur avant la date d'ouverture de l'Offre ;
- Prime d'émission des obligations est la prime d'émission extériorisée par le rapport entre la valeur nominale de l'obligation et la valeur de l'action lors de l'émission soit 27,5 % (c.f. supra) ;
- J est le nombre de jours restant à courir entre la date d'ouverture de l'offre et le 1^{er} novembre 2015, date d'échéance des obligations ;

- JT est le nombre de jours compris entre la date d'émission des obligations, le 7 octobre 2010, et la date d'échéance, le 1^{er} novembre 2015, soit 1 851 jours.

Au cas présent, la date d'ouverture de l'offre est le 18 août 2014. Si l'offre de Global Resorts venait à être retirée, la date d'ouverture de l'Offre serait alors le 17 octobre 2014. Sur la base de ces deux dates, le nouveau ratio d'attribution d'actions ressort respectivement à 1,065 et à 1,056.

Le mécanisme d'attribution des actions pendant une période d'offre (qui se termine 10 jours après le résultat de l'offre ou 5 jours après le résultat de l'offre réouverte, ou encore à la date de renonciation) permet la livraison des actions dans un délai de trois jours ouvrés maximum. Ainsi, le porteur, désormais titulaire d'actions, peut percevoir entre :

- 23,43 € (22 € x 1,065 en l'état actuel ; 23,23 € si Global Resorts renonce à son offre, avec un NRAA de 1,056) par obligation convertie en les apportant à l'Offre pour autant qu'elle réussisse ;
- et 22,70 € par obligation convertie en tentant de les céder sur le marché, en tenant compte d'un cours moyen 20 jours de l'action Club Méditerranée de 21,31 € au 11 septembre 2014, et d'un coût de couverture négligeable. Il faut toutefois souligner que l'action Club Méditerranée cote actuellement au-dessus du prix de l'Offre actuelle, soit 22,50 €, conduisant à une valeur de l'obligation de 23,96 €.

En partant du principe que les investisseurs auront un comportement rationnel et que, compte tenu du calendrier prévu et hors cas de cession sur le marché, ils attendront de percevoir le coupon de 1,00 € le 1^{er} novembre 2014, les flux susceptibles d'être encaissés par le porteur d'obligation hors coupon sont présentés ci-dessous en fonction de l'option retenue :

en € par Océane	Min.	Centrale	Max.	Prime/décote vs prix d'Offre
a) Échéance de l'Océane ⁽¹⁾		17,37 €		33,77%
b) Rachat au gré de la Société ⁽²⁾	17,32 €	17,43 €	17,53 €	33,30%
c) Remboursement en raison du changement de contrôle ⁽¹⁾		16,55 €		40,38%
d) Cession sur le marché ⁽¹⁾	20,85 €	21,49 €	22,12 €	8,12%
e) Attribution des actions ⁽¹⁾	22,70 €	23,06 €	23,43 €	0,73%

⁽¹⁾ Coupon du 1er novembre 2014 détaché

⁽²⁾ Coupon (ou quote-part) du 1er novembre 2014 attaché

5.3 Approche de la valeur théorique de l'Océane

Afin de recouper les valeurs présentées au paragraphe précédent, nous avons calculé la valeur théorique de l'obligation à partir d'un modèle binomial.

Dans l'hypothèse de l'issue favorable de l'Offre et dans la mesure où la valeur de conversion des Océanes à la date de notre rapport est supérieure au seuil de forçage, soit 21,27 €, l'Initiateur serait théoriquement en droit de mettre en œuvre la clause de forçage. En conséquence, nous considérons que dans ce cas la valeur de l'OCEANE est égale à sa valeur intrinsèque, c'est-à-dire, sa valeur de conversion soit 23,43 € par obligation (c.f. e) du § 5.2.).

En l'absence de mise en œuvre de la clause de forçage, la valeur théorique de l'Océane est déterminée à partir d'un modèle binomial qui tient compte des paramètres suivants :

- cours de référence de l'action Club Méditerranée : le prix d'Offre soit 22,00 € ce qui constitue une hypothèse favorable aux Porteurs présupposant le succès de l'Offre et/ou le maintien du cours à ce niveau post clôture de l'Offre ;
- volatilité des rendements de l'action Club Méditerranée : la volatilité annualisée moyenne des variations de cours de l'action, observée sur les trois mois précédant l'annonce de la première offre Gaillon Invest soit 23 % ;
- taux sans risque : taux Euribor 12 mois au 24 septembre 2014, soit 0,344 % ;
- spread de crédit : spread retenu par les Banques Présentatrices, soit 150 pdb ;
- date de valorisation : date de résultat de l'Offre selon le calendrier indicatif du projet de note d'information, soit le 1er décembre 2014.

La valeur théorique ainsi obtenue s'établit à 22,24 €. Le prix d'Offre par OCEANE de 23,23 € fait apparaître une prime de 4,5 % par rapport à cette valeur théorique en l'absence de la mise en œuvre de la clause de forçage (non activée à ce jour) et maintien d'un cours à 22,00 €, ce qui constitue deux hypothèses optimistes.

6. ACCORDS CONCLUS DANS LE CADRE DE L'OFFRE

Le 12 septembre 2014, concomitamment à l'Offre, les Initiateurs et les membres du Concert ont conclu un accord d'investissement (ci-après l'« *Investment Agreement* ») dont nous avons pris connaissance, fixant les conditions d'investissement du Concert dans Gaillon Invest II et la répartition des actions et Océanes de Club Méditerranée entre Gaillon Invest II et Fidelidade, et fixant le principe de l'organisation des relations entre les membres du Concert au terme de l'Offre (via en particulier les projets de *Management Equity Plan*, de *Traité d'apport de titres* ou de *Shareholders'Agreement*). Il n'existe pas d'autres accords connexes susceptibles d'avoir une influence sur notre appréciation des prix de l'Offre, ce que nous ont confirmé les Initiateurs.

Préalablement au règlement-livraison de l'Offre, cet accord prévoit notamment que :

- Gaillon Invest II acquerra les actions Club Méditerranée jusqu'à atteindre le seuil de caducité, puis que Fidelidade acquerra les actions présentées à l'Offre jusqu'à en détenir un maximum de 20 % du capital, et qu'enfin Gaillon Invest II acquerra le solde des actions apportées ;
- Gaillon Invest II acquerra la totalité des Océanes apportées à l'Offre ;
- à l'issue de l'Offre, les actions et Océanes¹⁵ préalablement détenues par les entités du groupe Fosun et par Monsieur Henri Giscard d'Estaing seront apportées au prix d'Offre à Gaillon Invest II (via Holding Gaillon II) ;
- à l'issue de l'Offre et en fonction de son taux de succès, les Investisseurs Financiers et les Managers souscriront en numéraire, aux mêmes conditions que les apports en nature, au capital de Gaillon Invest II (via Holding Gaillon II) les montants nécessaires au règlement des titres apportés après prise en compte du financement par endettement ;
- les membres du Concert s'engagent à faire leurs meilleurs efforts pour maintenir la cotation de Club Méditerranée ;
- les membres du Concert s'engagent à ne pas céder ni acquérir de titres Club Méditerranée.

Les apports et les souscriptions en numéraire des membres du Concert seront rémunérés en actions de diverses catégories de Holding Gaillon II, actionnaire unique du véhicule d'investissement Gaillon Invest II, soit :

- des actions ordinaires ;
- des actions de préférence B (sauf pour les Top Managers) prévoyant un dividende précipitaire cumulatif de 8,25% de leur prix de souscription par an ;
- des actions de préférence C, dites actions ratchets au seul bénéfice des Managers prévoyant, tel que prévu dans le *Management Term Sheet*, un partage de l'éventuelle plus-value de cession ;
- des obligations convertibles portant intérêt capitalisé au taux annuel de 8,25 %, remboursables à la date d'échéance à la demande du porteur ou en cas de cession ou d'introduction en bourse de Holding Gaillon II, ou à la demande de Holding Gaillon II, et convertibles à tout moment à la demande du porteur.

La possibilité de souscrire ces titres est consentie, hors Fosun et Fidelidade, en contrepartie de périodes de lock-up (hors cas de sortie) de deux ans s'agissant des Investisseurs Financiers, et de 10 ans s'agissant des Managers. Les Investisseurs Financiers, hors Fosun et Fidelidade, bénéficient d'un mécanisme de liquidité pour leurs titres après 4 ans d'investissement à un prix calculé sur la base de la valeur de marché de Club Méditerranée sans prix garanti. Les Managers bénéficient également de mécanisme équivalent entre la cinquième et septième année de l'investissement. Les Investisseurs Financiers (hors Fosun et Fidelidade) et les Managers disposent d'un droit de sortie conjointe, et Fosun d'un droit de cession forcée.

¹⁵ Moins les 500 actions devant être conservées par les personnes physiques en application du règlement intérieur du Conseil d'administration de la Société

L'analyse de ces documents appelle de notre part les commentaires suivants :

En premier lieu, l'ensemble des accords conclus le 12 septembre 2014 ou devant être conclus ultérieurement, reprend un schéma global similaire à celui prévu lors de l'offre de Gaillon Invest de mai 2013, laquelle offre avait été déclarée conforme par l'AMF, décision confirmée par la Cour d'Appel de Paris. On peut toutefois relever que l'un des Investisseurs, Ardian, a cédé l'ensemble de sa participation directement investie en actions Club Méditerranée à Fosun ; cependant, cette cession a été réalisée à un prix par action identique à celui de l'Offre, soit 22,00 €. Nous notons par ailleurs que les apports de titres Club Méditerranée prévus dans le schéma d'investissement seront également réalisés à des valeurs par action identiques à celles proposées dans l'Offre.

S'agissant plus particulièrement des Investisseurs Financiers, nous relevons que la structure d'investissement, i.e. la répartition entre les Investisseurs Financiers des différentes catégories de titres de Holding Gaillon II, reflète la contribution d'ensemble, en titres et en numéraire, de chacun de ces mêmes Investisseurs.

S'agissant plus particulièrement des Managers, ces derniers ont en effet la possibilité de souscrire à des actions ordinaires, des actions B et des actions C (*ratchet*), dont le nombre accordé à chacun, directement ou via une Manco, dépend de son niveau hiérarchique au sein de Club Méditerranée. La souscription aux actions C, qui seront souscrites à un prix correspondant à leur juste valeur¹⁶, permet à certains Managers (en cas de cession, d'introduction en bourse ou de liquidation) de capter une part de la plus-value supérieure à celle qui résulterait de l'application de leur quote-part d'investissement dans Holding Gaillon II. Cette faculté de souscrire est réservée à certains Managers de la Société ; elle ne leur est pas accordée en raison de leur statut d'actionnaire (qui, s'il existe pour l'un d'entre eux¹⁷, reste d'une portée symbolique) et a pour contrepartie des obligations qui, si elles ne sont pas respectées, peuvent entraîner la perte de tout ou partie de leur investissement. Par ailleurs, les actions C n'ouvrent droit à distribution qu'à compter d'un TRI¹⁸ de 15 % sur le projet d'investissement, et le taux de rétrocession de la plus-value ne peut excéder 18 %. En deçà de ce taux de 15 %, le titulaire perd son investissement en actions C. D'un point de vue global (i.e. en tenant compte du mix de l'ensemble des instruments financiers souscrits), les Managers récupèrent leur investissement si le TRI se situe à environ 8 %, (avec des profils de risque différents en fonction des catégories de Managers) soit un prix par transparence de l'action Club Méditerranée de l'ordre de 27 €.

Ainsi, d'une manière générale, nous n'avons pas relevé de clause pouvant constituer un complément de prix¹⁹ ou de garantir un prix de cession à destination d'un actionnaire en particulier quel que soit l'instrument financier constituant le capital de Holding Gaillon II. En outre, le mécanisme de répartition de plus-value, dont la réalisation reste aléatoire, n'a pas d'incidence pour les actionnaires minoritaires de Club Méditerranée dans la mesure où cette répartition s'opère entre membres du Concert, les Investisseurs Financiers rétrocédant une partie de la plus-value devant leur revenir à due concurrence de leur investissement, aux Managers.

In fine, compte tenu des documents portés à notre connaissance, nous n'avons pas identifié d'élément susceptible de remettre en cause l'égalité de traitement des actionnaires.

¹⁶ La juste valeur des actions C a été déterminée par la société Eight Advisory et présentée dans son rapport du 2 octobre 2014

¹⁷ Monsieur Henri Giscard d'Estaing possède 1 483 actions Club Méditerranée, dont 500 ne sont pas apportées

¹⁸ Pour Taux de Rentabilité Interne

¹⁹ S'agissant des actions cédées à Fosun concomitamment à l'Offre, Ardian recevrait la différence entre le prix proposé par une éventuelle surenchère ou offre concurrente, et 22 €

7. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DES BANQUES PRESENTATRICES

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse critique du rapport d'évaluation réalisé par Société Générale, Natixis et CACIB, en leur qualité de Banques Présentatrices de l'Offre.

Les valeurs auxquelles les Banques et nous-même aboutissons en fonction des méthodes et critères utilisés sont présentées ci-après :

7.1 S'agissant de l'action Club Méditerranée

Le tableau suivant présente les méthodes mises en œuvre par les Banques et nous-mêmes afin d'apprécier la valeur de l'action Club Méditerranée :

Méthodes/Critères	BMA			Banques présentatrices		
	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
Approche intrinsèque						
Actualisation des flux de trésorerie	18,72 €	20,51 €	22,74 €	17,50 €	18,70 €	20,10 €
Offres sur le capital de Club Méditerranée						
Offre Gaillon Invest		17,50 €			17,50 €	
Offre Global Resorts		21,00 €			21,00 €	
Méthodes des comparables						
Comparables boursiers	17,50 €	19,48 €	22,09 €	8,30 €		16,50 €
Transactions comparables	19,68 €	21,43 €	23,18 €	9,70 €		22,40 €
Cours de bourse et objectifs de cours						
Cours moyen pondéré 12 mois	17,10 €	19,20 €	22,10 €		19,30 €	
Cours moyen pondéré 6 mois	17,41 €	19,69 €	22,10 €		19,79 €	
Cours moyen pondéré 3 mois	18,76 €	21,12 €	22,10 €		21,10 €	
Cours moyen pondéré 20 jours	21,16 €	21,31 €	21,95 €		21,30 €	
Spot		21,27 €			21,25 €	
Prix d'acquisition Strategic Holdings	17,47 €	18,64 €	19,13 €		18,60 €	
Objectif de cours analystes		21,00 €			20,00 €	

Les Banques et nous-mêmes avons mis en œuvre les méthodes du DCF, des comparaisons boursières et des transactions comparables et avons examiné la référence que constitue le cours de bourse.

- Par la méthode des DCF, qui demeure selon nous la méthode privilégiée au cas d'espèce, nos calculs conduisent à une valeur centrale de 20,5 € contre 18,7 € pour les Banques. Il convient de noter que ces dernières ont utilisé des projections amendées du Plan d'affaires de juin 2014 de la Société. Ces projections diffèrent de celles du management dans la mesure où elles intègrent un budget additionnel d'investissement qui ressort selon nos calculs à 28 M€ sur la période 2014-2018, correspondant essentiellement à des extensions de capacités et, dans une moindre mesure, à des rénovations. Ces investissements touchent des villages de bord de mer au positionnement 4 Tridents, situés majoritairement en dehors de la zone Europe - Afrique.
- Comparé au Plan d'affaires de la Société, ces hypothèses traduisent donc à la fois une augmentation du volume d'investissement par rapport aux objectifs du management et une accélération de certains projets. Selon les Initiateurs et leurs conseils, ce programme d'investissement permettrait d'augmenter de 15 M€ l'objectif d'EBITDA en 2018.

Selon notre analyse, sans l'adossement à Fosun, un tel programme d'investissement en 2015 et 2016 ne serait pas engagé par le management de la Société dans la conjoncture économique actuelle. Dans cette optique, le plan d'affaires présenté par les Initiateurs ne saurait être considéré comme une version plus ambitieuse du plan *stand alone* de la société mais bien comme un plan post opération.

Pour notre part, nous relevons qu'il est attendu de ces dépenses un retour sur investissement très rapide, compris entre 25% et 30% après impôt par an et que, s'il diffère l'objectif de désendettement de la Société, il n'en remet toutefois pas en cause les équilibres financiers.

Au plan consolidé, il nous semble qu'envisager de dépasser de 15 M€ l'objectif d'EBITDA à 3 ans du Plan d'affaires, justifierait davantage de prudence dans notre modèle d'évaluation :

- soit nous serions d'avis de considérer ces investissements réalisés principalement hors zone Europe-Afrique comme un moyen plus sûr d'atteindre les objectifs d'EBITDA consolidés du Plan d'affaires du management, le risque principal étant que l'atonie de la Zone Euro ne conduise à un nouveau décalage de la reprise des volumes d'activité ; dans une telle optique, la perspective de l'adossement de la Société à Gaillon Invest II justifierait d'appliquer une prime de risque plus faible pour actualiser les flux du Plan d'affaires de la Société ;
- soit, dans une optique *stand alone*, nous appliquerions une prime de risque supplémentaire pour actualiser ces flux qui nous semblent encore plus ambitieux que ceux attendus par le Plan d'affaires du management.

Selon nos calculs, en intégrant les hypothèses des Initiateurs dans notre modèle et en accroissant de 1% la prime de risque pour actualiser le seul différentiel de flux attendu par rapport au Plan d'affaires du management, nous parviendrions à une valeur centrale de 21,80 € par action, ce qui est proche du prix offert. Ce résultat est équivalent à une réduction de 0,60%, soit de près de 10% de la prime de risque retenue pour actualiser les flux *stand alone* de notre modèle de DCF²⁰.

Pour sa part, les Banques parviennent en retenant le plan d'affaires des Initiateurs à une valeur de 18,7 €. L'écart entre cette valeur et celle de 21,8 € à laquelle nous parviendrions avec les mêmes hypothèses opérationnelles s'explique selon nous par le fait que :

- nous ne retiendrions pas comme l'ont fait les Banques un taux consolidé apparent²¹ d'impôt sur les sociétés, y compris CVAE, égal à 42% mais plus proche de 30% ;
- nous prolongerions le plan d'affaires au-delà de 2018 pour capter le plein effet du développement du parc de villages en Chine.

Inversement, les Banques appliquent un taux d'actualisation inférieur au nôtre, ce qui est logique dans le principe, puisqu'elles retiennent des flux après impôt inférieurs. Nous relevons néanmoins que les Banques retiennent une moyenne pondérée de primes calculées par Bloomberg dont l'échelonnement nous semble assez contre intuitif, avec par exemple une prime au Mexique de 3,5%, inférieure à celle des Etats-Unis, soit 7,1%, celles de l'Afrique du Sud (3,5%) étant par ailleurs sensiblement inférieure à celle de la Suisse (8,2%). Comme mentionné dans ce rapport, nous retenons pour notre part la prime de risque du SBF 120 calculée à partir des abaques de Fairness Finance.

²⁰ En retenant en effet un taux d'actualisation de 10,15% au lieu de 10,75%, le Plan d'affaires de la Société conduit, dans notre modèle, à une valeur de 21,80 € contre 20,5 €.

²¹ Taux issu de la comparaison directe de l'impôt consolidé au résultat avant impôt consolidé, pour le calcul du résultat opérationnel après impôt.

- S'agissant des méthodes analogiques qui ne sont présentées qu'à titre de recoupement, nos divergences ont de multiples origines qui concourent à ce que nous extériorisons des valeurs supérieures à celles de les Banques :
 - notre échantillon de comparables boursiers, plus large et exempt de tours opérateurs, extériorise des multiples plus élevés ;
 - notre échantillon de transactions est différent de celui des Banques, qui ne retiennent que la transaction Accor et seulement pour information. Elle présente des multiples d'EBITDA (que nous retenons) assez similaires, mais des multiples d'EBIT plus élevés, que nous ne retenons pas contrairement aux Banques. Il convient de noter que s'agissant de de notre échantillon, les multiples d'EBIT présentaient une trop forte dispersion pour être appliqués ;
 - nos évaluations intègrent la valeur du potentiel des villages chinois au-delà de 2018, telle qu'elle découle de l'évaluation par les DCF, ce que la méthode des multiples appliquée à des comptes historiques ou à des comptes prévisionnels, fussent-ils attendus en 2015, ne permet pas de capter.

7.2 S'agissant de l'Océane

Le tableau ci-après présente les méthodes mises en œuvre par les Banques et nous-mêmes afin d'apprécier la valeur de l'Océane :

Méthodes/Critères	BMA			Banques présentatrices		
	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
Échéance de l'Océane		17,37 €				
Rachat au gré de la Société	17,32 €	17,43 €	17,53 €			
Remboursement en raison du changement de contrôle		16,55 €			16,58 €	
Cession sur le marché	20,85 €	21,49 €	22,12 €	20,16 €		22,53 €
Attribution d'actions	22,70 €	23,23 €	23,43 €	23,23 €		23,43 €
Valeur théorique de l'Océane	21,70 €	22,24 €	22,76 €	17,36 €		22,10 €

Les Banques ont globalement utilisé les mêmes méthodes de valorisation de l'Océane que celles que nous avons mises en œuvre, à l'exception de la valeur à l'échéance et du rachat au gré de la Société, événements dont la probabilité d'occurrence est faible.

- Dans le cas du remboursement en raison du changement de contrôle, nos travaux et ceux des Banques sont très proches ; l'écart de valeur résulte des dates de remboursement retenues par chacun : 20 janvier 2015 pour les Banques, 7 janvier 2015 en ce qui nous concerne.
- Pour la cession sur le marché, i.e. une cession au cours de Bourse, l'écart de valeur a deux origines :
 - d'une part, la source des données : Bloomberg pour les Banques, Thomson Reuters pour BM&A ; il semble que Bloomberg tienne compte des échanges OTC, ce qui n'est pas le cas de Thomson Reuters ;
 - d'autre part, la prise en compte de notre côté, du détachement préalable du coupon de 1,00 € le 1^{er} novembre.
- Concernant l'attribution d'actions, nos résultats sont identiques pour le calcul de la valeur de conversion retenant comme base un prix de l'action de 22,00 € et des ratios de conversion compris entre 1,056 et 1,065, en fonction du retrait ou non de l'offre Global Resorts. De notre côté, nous avons également retenu la possibilité pour le porteur de céder ses actions issues de la conversion directement sur le marché conduisant à une valeur de l'obligation de 22,70 € sur la base des cours de l'action avant annonce de l'Offre, et 23,96 € aux cours actuels de l'action.

- d) S'agissant de la valeur théorique de l'action, la différence majeure entre nos deux approches provient du fait que les Banques retiennent pour leur borne basse le cours du 24 mai 2013 soit 13,85 € alors que nous n'avons retenu que le prix d'Offre de l'action soit 22 € (correspondant à la borne haute des Banques). Par ailleurs, nous avons neutralisé la clause de forçage, que les Banques ont maintenu. Enfin, notre valeur centrale est proche de la borne haute des Banques, qui contrairement à notre approche, n'ont pas réalisé de d'analyse de sensibilité sur la volatilité et le cours de bourse.

8. CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Club Méditerranée auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 22,00 € par action proposé dans le cadre de la présente Offre :

Méthodes/Critères	Valeur par action			Primes / (décotes)		
	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
Approche intrinsèque						
Actualisation des flux de trésorerie ⁽¹⁾	18,72 €	20,51 €	22,74 €	17,5%	7,3%	-3,2%
Offres sur le capital de Club Méditerranée						
Offre Gaillon Invest		17,50 €			25,7%	
Offre Global Resorts		21,00 €			4,8%	
Méthode des comparables						
Comparables boursiers	17,50 €	19,48 €	22,09 €	25,7%	13,0%	-0,4%
Transactions comparables	19,68 €	21,43 €	23,18 €	11,8%	2,7%	-5,1%
Cours de bourse et objectif de cours						
Cours moyen pondéré au 11 septembre 2014						
12 mois	17,10 €	19,20 €	22,10 €	28,7%	14,6%	-0,5%
6 mois	17,41 €	19,69 €	22,10 €	26,4%	11,7%	-0,5%
3 mois	18,76 €	21,12 €	22,10 €	17,3%	4,2%	-0,5%
20 jours	21,16 €	21,31 €	21,95 €	4,0%	3,3%	0,2%
Cours au 11 septembre 2014		21,27 €			3,4%	
Prix d'acquisition de Strategic Holdings (cours moyen et extrêmes)	17,47 €	18,64 €	19,13 €	25,9%	18,0%	15,0%
Objectif de cours analystes		21,00 €			4,8%	

⁽¹⁾ Critère ou méthode retenus à titre principal

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'Océane Club Méditerranée auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 23,23 € par obligation proposé dans le cadre de la présente Offre :

Méthodes/Critères	Valeur par obligation			Primes / (décotes)		
	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
Échéance de l'Océane		17,37 €			26,7%	
Rachat au gré de la Société	17,32 €	17,43 €	17,53 €	34,1%	33,3%	32,5%
Remboursement en raison du changement de contrôle		16,55 €			32,9%	
Cession sur le marché	20,85 €	21,49 €	22,12 €	11,4%	8,1%	5,0%
Attribution d'actions ⁽¹⁾	22,70 €	23,23 €	23,43 €	2,4%	0,0%	-0,9%
Valeur théorique de l'Océane	21,70 €	22,24 €	22,76 €	7,0%	4,5%	2,1%

⁽¹⁾ Critère ou méthode retenus à titre principal

Nos conclusions se fondent sur la mise en œuvre d'une approche multicritères des valeurs de l'action et de l'Océane visées par l'Offre qui a reposé principalement sur la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie pour l'action, et sur la valeur de conversion en cas d'offre publique (attribution d'actions) pour l'Océane.

En premier lieu, il convient de noter que les prix d'Offre présentent des primes par rapport à l'ensemble des valeurs centrales issues des méthodes et critères, retenus à titre principal ou à titre secondaire. Il faut toutefois souligner que les échanges sur le marché de l'action intervenus après l'annonce de l'Offre se situent à un prix supérieur, de l'ordre de 22,50 €, à celui proposé par la présente Offre, témoignant de la persistance du caractère spéculatif du titre.

Concernant plus particulièrement la méthode retenue à titre principal pour la valorisation de l'action, la prime proposée se révèle modeste. Elle nous semble toutefois refléter le risque d'exécution du plan d'affaires résultant de la mise en œuvre de la stratégie de Club Méditerranée qui n'a pas produit jusqu'à présent de retour durable à la profitabilité. Ainsi, la réalisation de ce plan repose sur des hypothèses fortes telles que l'inversion de la tendance en zone Europe-Afrique et sur l'accélération de la croissance en zone Asie.

S'agissant des accords conclus dans le cadre de l'Offre entre les actionnaires des Initiateurs, nous n'avons pas relevé d'élément susceptible de remettre en cause le principe d'égalité de traitement entre les actionnaires. En particulier, nous n'avons pas identifié de clause pouvant constituer un complément de prix ou pouvant garantir un prix de cession à l'un des membres du Concert. D'autre part, les dispositions du mécanisme d'intéressement au capital proposé aux Managers à travers *le management package* sont usuelles et n'ont pas d'incidence négative pour les actionnaires minoritaires de la Société.

En conséquence, notre opinion est que les termes de l'Offre publique d'achat proposant :

- un prix de 22 € par action Club Méditerranée,
- et un prix de 23,23 € par Océane Club Méditerranée,

sont équitables, d'un point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires et pour les porteurs d'Océanes de la société Club Méditerranée.

Fait à Paris, le 6 octobre 2014

BM&A

Pierre Béal

Pascal de Rocquigny

Associés



6. RAPPORT DES EXPERTS DESIGNES PAR LE COMITE D'ENTREPRISE

En application de l'article L. 2323-22-1 du code du travail, le cabinet Alixio et le cabinet AlterConseil ont chacun établi, respectivement le 2 octobre 2014 et le 3 octobre 2014, un rapport pour le compte du comité d'entreprise. Ces rapports sont reproduits ci-après.

Note d'analyse du projet d'OPA de Gaillon II sur le Club Med

à destination du Comité d'Entreprise

02 Octobre 2014

Philippe KIENAST, Bruno DUPUIS, Romain PICHON

Conseil en stratégie sociale,
management du changement
et communication

Sommaire

- ❖ Qu'est ce qu'une OPA ?
- ❖ Contexte de l'opération – OPA et Comité d'Entreprise
- ❖ Synthèse comparative des 3 Offres
- ❖ Présentation des co-initiateurs + Zoom sur FOSUN
- ❖ Structure de financement de l'Offre Gaillon II
- ❖ Comparatif de la structure de financement des 3 Offres
- ❖ Comparatif stratégique des 3 Offres
- ❖ Répartition du capital et des pouvoirs de décisions
- ❖ Les scénarii prévisionnels de succès de l'Offre Gaillon II
- ❖ Calendrier de l'Offre Gaillon II

Confidentialité & Informations

Le présent document est communiqué aux représentants du personnel dans le cadre d'une information visant un projet d'OPA (Offre Public d'Achat) prévue par l'article L.2323-21 à L.2323-23 du Code du Travail.

Bien que le présent document soit relatif à un projet, le présent et le futur peuvent y être employés pour en faciliter la lecture.

En exécution de la mission qui nous a été confiée par le Comité d'Entreprise du Club Med, nous vous présentons notre rapport relatif à l'analyse des OPA et assistance des membres du CE lors des auditions avec les offreurs. Nous avons mis tous nos meilleurs efforts afin de fournir une analyse des plus exhaustive.

Pour ce faire, nous nous sommes entretenus à plusieurs reprises avec des représentants du CE, des représentants de plusieurs institutions financières, et avons utilisé les documents suivants :

Projet d'OPA de Gaillon Invest / Projet d'OPA de Global Resorts / Projet d'OPA de Gaillon Invest II / Projet de note d'information conseillé par Rothschild en réponse au projet d'OPA initié par Gaillon Invest / Revue préliminaire du projet d'offre Gaillon Invest II réalisé par Rothschild / Rapport annuel 2013 de Fosun / Expertise indépendante de Accuracy dans le cadre de l'OPA initiée par Gaillon Invest / Note d'information d'Investindustrial / Plan d'affaires 2014-2016 du Club Med « quantitative plan project » / Revue préliminaire du projet d'offre Gaillon Invest II / Note sur les conséquences potentielles du projet d'OPA réalisé par Alter Conseil / Analyse des comptes consolidés de la société cible / Livre « Le Club Med » de J.-J. Manceau / Notes de brokers / Q&A pré et post audition BONOMI et audition FOSUN / Articles de presse / Recherches Internet / etc;

Qu'est ce qu'une OPA ?

Définition d'une OPA

Une OPA (Offre Publique d'Achat) est une offre d'acquisition d'une société coté visant à acquérir une partie ou la totalité du capital d'une société (ici Club Med) afin d'en prendre le contrôle.

En pratique, les actionnaires de la société visée disposent d'une courte période pour apporter ou non leurs actions à la société acheteuse. A la fin de cette période, si le nombre d'actions reçues par la société acheteuse est supérieur au seuil fixé dans l'offre (ici 50% du capital), alors l'OPA a réussi. Dans le cas contraire, l'OPA a échoué et de ce fait est annulée.

Il y a deux types d'OPA, les OPA amicales et les OPA hostiles :

- Dans le cas d'une OPA amicale, les deux sociétés (la société acheteuse et la société cible) se sont entendues sur les modalités de l'offre, notamment sur le prix offert aux actionnaires de la société cible pour leurs actions. → Offre Gaillon I
- Dans le cas d'une OPA non sollicitée, les deux sociétés ne se sont pas entendues et la direction de la société cible peut ne pas être d'accord (on parle alors d'OPA hostile). → Offre Global Resorts

Prix de l'offre

Pour que l'OPA soit attractive pour les actionnaires de la société cible, le prix proposé doit être significativement supérieur au dernier cours de l'action de la société cible.

La différence entre le prix de l'offre et le dernier cours s'appelle la prime. Plus la prime est élevée, plus les actionnaires de la société cible sont incités à apporter leurs titres à l'opération et plus l'OPA a de chances de réussir. Historiquement, on observe une prime moyenne de 30%.

Suite à l'annonce d'une OPA, le cours de l'action de la société cible évoluera à la fois rapidement et fortement. Que le marché croît ou ne croît pas à l'OPA, le cours de l'action de la société cible évoluera à la hausse, l'annonce d'une OPA étant un signal positif sur la société cible.

- Si le marché anticipe un échec de l'OPA, alors le cours de l'action de la société cible montera tout en restant au-dessous du prix d'offre.

- Si le marché anticipe un succès de l'OPA et juge que le prix de l'offre est correct, alors le cours de l'action s'ajustera sur le prix d'offre.

- Si le marché anticipe un succès de l'OPA mais juge que le prix de l'offre est trop bas, alors le cours de l'action pourra aller au-delà du prix de l'offre. Le marché s'attend alors une amélioration du prix de l'offre de la part de la société acheteuse (ou à une surenchère de la part d'une autre société).

Dans tous les cas, pendant la période de l'OPA, le cours de l'action de la société cible peut évoluer à la hausse ou à la baisse en fonction des nouvelles qui arrivent sur le marché.

Qu'est ce qu'une OPA ?

Motivations pour une OPA

Différentes raisons peuvent inciter la société acheteuse à lancer une OPA sur la société cible:

- ❖ Générer des économies d'échelle grâce aux synergies entre les deux sociétés (doublement de certaines fonctions comme les fonctions administratives) → probabilité faible
- ❖ Se développer par croissance externe → probabilité moyenne
- ❖ Acquérir une nouvelle technologie → probabilité très faible
- ❖ Intégrer un composant stratégique dans la chaîne de production → probabilité très élevée
- ❖ Renforcer sa position de marché → probabilité élevée

*NB: Les OPA hostiles peuvent être le fait d'opportunistes avec un **objectif purement financier** (et non opérationnel). Une fois que l'initiateur a pris le contrôle de la société cible (en cas de succès de l'OPA), il pourra réorganiser la société et la revendre ou revendre ses filiales les plus profitables, et ainsi faire un profit souvent substantiel.*

Financement d'une OPA

La société acheteuse doit acquérir les actions de la société cible aux actionnaires à la fin de la période de procédure. Comme le paiement des actions s'effectue au comptant, la société acheteuse doit donc trouver les fonds nécessaires pour financer l'acquisition.

En pratique, la société acheteuse peut lever des fonds sur les marchés (émission d'actions ou d'obligations convertibles) ou obtenir un crédit bancaire. Elle peut aussi s'allier à un ou plusieurs partenaires financiers comme des fonds de capital-risque (Private Equity).

Dans le cas où la société acheteuse ne peut trouver le financement, elle sera contrainte d'annuler l'OPA.

OPA et comité d'entreprise

Les pouvoirs du CE dans le cadre d'une OPA

Première réunion du CE :

Lors du dépôt d'une OPA, l'employeur de l'entreprise sur laquelle porte l'offre réunit immédiatement son CE pour l'en informer. Au cours de cette première réunion, le CE se prononce sur le caractère amical ou hostile de l'offre et décide d'entendre ou non l'auteur de cette offre lors de la deuxième réunion. L'auteur de l'offre adresse au CE la note d'information visée par l'AMF dans les 3 jours de sa publication.

Deuxième réunion du CE :

Dans les 15 jours suivant la publication de la note d'information visée par l'AMF, et avant la date de convocation de l'AG, le CE est réuni pour procéder à son examen et à l'audition de l'auteur de l'offre, si celle-ci a été décidée au cours de la première réunion. L'employeur a l'obligation de s'y rendre pour expliquer son projet si le comité souhaite l'entendre.

Le CE peut se faire assister préalablement et lors de la réunion d'un expert de son choix. Cet expert rémunéré par le CE dispose des documents détenus par le CE, a accès à son local, et, dans des conditions définies par accord entre l'employeur et la majorité des membres élus du comité, aux autres locaux de l'entreprise. Il est tenu aux obligations de secret et de discrétion et son recours donne lieu à délibération du CE.

La date de cette deuxième réunion du CE est communiquée à l'auteur de l'offre au moins trois jours à l'avance.

Ce dernier peut se faire assister des personnes de son choix. Il présente au CE sa politique industrielle et financière, ses plans stratégiques pour la société visée et les répercussions de la mise en œuvre de l'offre sur l'ensemble des intérêts, l'emploi, les sites d'activité, et la localisation des centres de décision de cette société.

Il prend connaissance des observations éventuellement formulées par le CE.

Synthèse comparative des 3 Offres

	Synthèse de l'Offre Gaillon I	Synthèse de l'Offre Bonomi	Synthèse de l'Offre Gaillon II
Actionnariat	• ARDIAN & FOSUN égauxitaires (<50%) + management	• Global Resorts (100%)	• FOSUN (~85%) + ARDIAN + U-TOUR + management & cadres
OPA cible	Acquisition de 100% des actions et OCEANES (hors actions détenues par les co-initiateurs)		
Valorisation & Offre	<ul style="list-style-type: none"> • Valorisation : 650M€ • Prix par action : 17,50 € • Prix par OCEANE : 19,79 € 	<ul style="list-style-type: none"> • Valorisation : 790M€ • Prix par action : 21 € • Prix par OCEANE : 22,41 € 	<ul style="list-style-type: none"> • Valorisation : 839M€ • Prix par action : 22 € • Prix par OCEANE : 23,23 €
Investissements	• 326M€ d'investissements prévus sur la période 2014-2018	• 326M€ initialement prévus sur la période 2014-2018 + une enveloppe de 150M€	• Une enveloppe de 50M€ vient s'ajouter aux 326M€ initialement prévus sur la période 2014-2018
Performance attendue du projet	<ul style="list-style-type: none"> • Taux de Retour sur Investissement (TRI) attendu : 15% • EBITDA 2018 cible : 155 M€ (extrapolation réalisée en juin 2014) 	<ul style="list-style-type: none"> • TRI attendu : 25 % • EBITDA 2018 cible : 220M€ < X < 260 M€ 	<ul style="list-style-type: none"> • TRI attendu : non communiqué * • EBITDA 2018 cible : maintien de BP prévisionnel + 15M€ issus des 50 M€ d'investissements supplémentaires, soit 170 M€ (*).
Stratégie boursière	• Possibilité de retrait de la cotation des actions	• Retrait de la cotation de l'action	• Maintien de la cotation des actions sur Euronext Paris
Gouvernance	• Maintien du pouvoir exécutif et du conseil d'administration actuellement en place	• Mise en place d'un nouveau pouvoir exécutif et d'un nouveau conseil d'administration	• Maintien du pouvoir exécutif et mise en place d'un nouveau conseil d'administration
Stratégie sociale	Maintien de la politique RH prévue par le management actuel / Pas d'incidences particulières sur l'emploi mais maintien des réflexions stratégiques sur l'amélioration de la performance de la société pouvant avoir des conséquences sur l'emploi.		

* Citation du représentant de FOSUN au sujet du TRI attendu sur le projet Gaillon II : « Si les objectifs de développement du Club Med en Chine sont acquis alors la rentabilité sera au rendez-vous »

Présentation des co-initiateurs

FOSUN	U-TOUR	ARDIAN	Management + cadres
<ul style="list-style-type: none"> ❖ Société d'investissements chinoise créée en 1992 et contrôlée par Guo Guangchang ❖ Siège social basé à Shanghai ❖ Cotée depuis 2007 au Hong-Kong Stock Exchange ❖ 4 types d'investissements : <ul style="list-style-type: none"> • Assurance • Opérations industrielles • Private Equity • Asset Management ❖ Investit dans le secteur du tourisme à travers : <ul style="list-style-type: none"> • CITS, le plus grand voyageur chinois, • Atlantis, le 3e plus grand complexe hôtelier de luxe au monde • Yuyuan Tourist Mart, accueil près de 50 millions de touristes par an 	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Opérateur chinois de voyage sur internet spécialisé dans l'e-billet et premier distributeur en Chine du Club Med ❖ 2^e plus gros acteur chinois du tourisme sortant et 5^e plus grand voyageur chinois ❖ Chiffre d'affaires 2014p : ~500 M€ ❖ Société cotée à la bourse de Shenzhen ❖ Des réflexions sont en cours pour packager des offres Club Med incluant des circuits de courtes durées 	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Société d'investissements française créée en 1996 par Dominique Sénéquier.. ❖ Gestion sous actif de 47Md\$ en 2014 ❖ Effectif de 330 collaborateurs ❖ Implantations internationales : Pékin, Francfort, Londres, Luxembourg, Milan, New York, Paris, Singapour, Jersey et Zurich 	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Le management est composé de Henri Giscard d'Estaing et Michel Wolfovski. ❖ Investissement de 2M€ dans Gaillon II ❖ Possibilité de participer à l'OPA pour 400 cadres : <ul style="list-style-type: none"> • Apport espéré de 8M€ ❖ Mécanisme d'intéressement via des actions de préférence à risque limité

Présentation des co-initiateurs

Zoom sur FOSUN

FOSUN

❖ **Histoire** : Créé en 1992 par quatre diplômés de l'université de Fudan : Guo Guangchang, Liang Xinjun, Wang Qunbin, Fan Wei et Tan Jian (femme de Guo Guangchang). Fosun est le plus grand conglomérat privé de Chine continentale.

❖ **Développement** : Initialement investi dans les activités pharmaceutiques, Fosun a peu à peu investi dans les mines, biens de consommation, et les activités touristiques. La société est cotée depuis 2007 à la bourse de Hong-Kong.

❖ **Principaux actionnaires** : 79% du capital est détenu par les 4 associés fondateurs (Guo Guangchang, Liang Xinjun, Wang Qunbin et Fan Wei) à hauteur de 58%, 22%, 10% et 10%

❖ Activités clés :

- Assurance
- Opérations industrielles
- Private Equity (sociétés non-cotées) dont activité immobilières
- Gestion d'actifs

❖ **Taux de rentabilité interne (TRI) par activité, taux global moyen de 38% entre 1992 et 2012*** :

- Industrie : 46%
- Investissements stratégiques : 28%
- PE coté : 45%
- PE non coté : 20%
- Post OPA : 35%

❖ News :

- 23/09/2014 : lancement d'une OPA concurrente sur ESS (Espírito Santo Saúde), acteur majeur du secteur hospitalier au Portugal.

* Source FOSUN Group 20th anniversary

Guo Guangchang (CEO)

❖ **Age** : 47 ans

❖ **Parcours** : Diplômé d'une licence en philosophie et d'un MBA de l'université de Fudan (Shanghai)

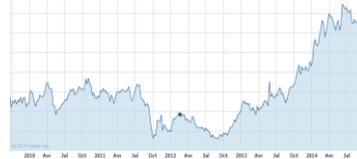
❖ **Activités** :

Membre du :

- ❖ Twelfth National Committee of Chinese People's Political Consultative Conference;
- ❖ A Standing Committee Member of the Eleventh All-China Federation of Industry & Commerce;
- ❖ A Standing Committee Member of All-China Youth Federation;
- ❖ Honorary Chairman of Zhejiang Chamber of Commerce in Shanghai.

Eléments financiers

Evolution du cours de l'action Fosun International ces 5 dernières années :



- ❖ Chiffre d'affaires 2013 : 6,5Md€ Capitaux propres : 5,1Md€
- ❖ EBE 2013 : 1,8Md€ Résultat net (part du groupe) 2013 : 700M€
- ❖ Rapport dette/capitaux investis 2013 : 53%
- ❖ Capitaux employés 2013 : 13,9Md€
- ❖ Actifs sous gestion 2013 : 23,2Md€

Présentation des co-initiateurs

Présentation du Board du Groupe FOSUN



M. Guo Guangchang
Chairman of FOSUN Group



M. Liang Xinjun
Vice Chairman and CEO of Fosun Group



M. Wu Ping
Executive Director & Senior Vice President of Fosun



M. Wang Qunbin
Executive Director & Président of Fosun Group



M. Ding Guoqi
Executive Director, Senior Vice President & CFO of Fosun Group



M. Qin Xuetao
Executive Director & Senior Vice President of Fosun Group



Mr. Fan Wei
Non-Executive Director

Présentation des co-initiateurs

Principaux investissements de FOSUN en 2014

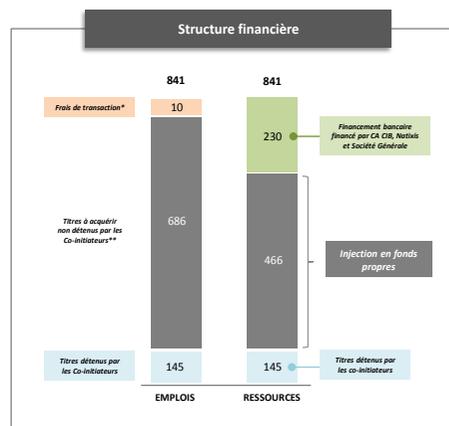


Structure de financement de l'Offre Gaillon II

Éléments financiers

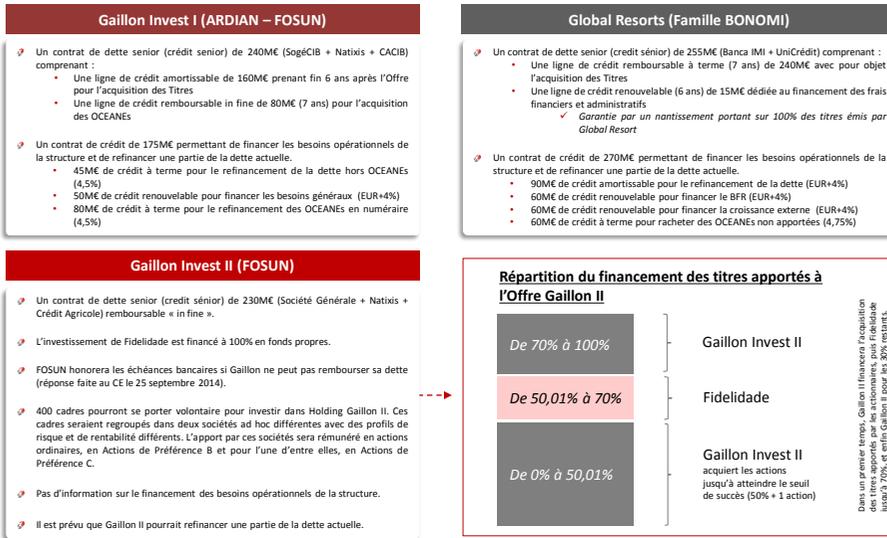
- ✓ Cours de clôture au 11 septembre 2014 :
 - Action Club Med : 21,27 €
- ✓ Termes de l'Offre Gaillon II :
 - Action : 22,00 € (+4,8% par rapport à Global Resort)
 - OCEANE : 23,23 € (+3,7% par rapport à Global Resort)
- ✓ % du capital détenu par les Co-initiateurs au 12 septembre 2014 : 18,293% du capital et 24,43% des droits de votes
- ✓ Dans l'hypothèse où la totalité des actions CM et les OCEANES non détenues par Gaillon Invest II seraient apportées à l'Offre, le prix d'acquisition serait de 841 M€ soit ~6% des capitaux employés de Fosun en 2013.
 - Financement en Fonds Propres : 471M€
 - Dette bancaire : 230M€
- ✓ Conseils financiers : Crédit Agricole CIB – Natixis – Société Générale

Structure financière



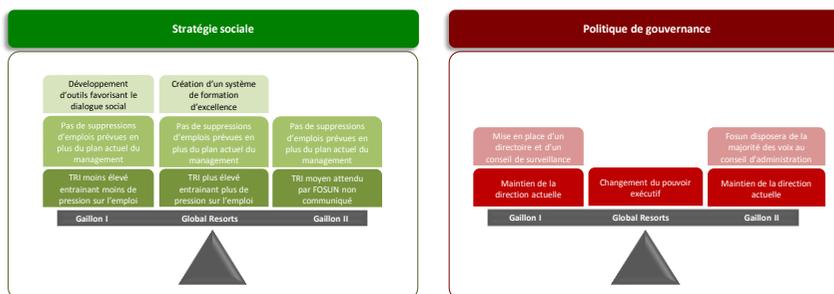
* cf Note d'Information AMF Offre Gaillon II – présentation Fosun : 27M€
** si les Options exerçables hors la monnaie ne sont pas exercées

Comparatif de la structure de financement des 3 Offres



Comparatif stratégique des 3 Offres

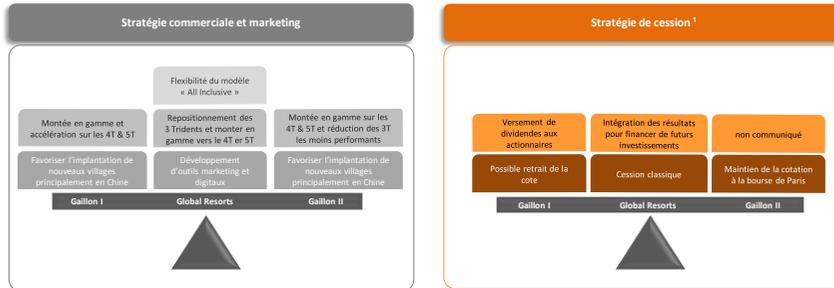
Analyse stratégique des trois Offres du point de vue du CE



- Le prix par action proposé dans l'Offre Gaillon II est supérieur de 26% à l'Offre initiale et de 5% sur celle de Global Resorts. Selon la méthode de valorisation des flux de trésorerie actualisés, **cette Offre serait 17,5% plus élevée que la valeur « théorique »** de celle-ci. Compte tenu de l'importance de l'investissement proposé au regard des performances passées, la rentabilité attendue sera également plus forte. **En conséquence, la pression exercée sur la gestion de l'entreprise et la rationalisation des coûts pourrait être plus importante.**
- Contrairement à l'Offre Gaillon I, la nouvelle Offre, en cas de succès, va attribuer à Fosun la majorité des sièges et des voix du Conseil d'Administration. Il est rappelé que c'est le Conseil d'Administration qui nomme et révoque les dirigeants. Bien que l'actionnaire chinois s'appuie sur la direction actuelle du Club Med, le **pouvoir de décision ne sera plus partagé** dans la mesure où l'actionnaire français (ARDIAN) ne représenterait plus que ~5% du capital du Club Med vs ~85% pour le chinois FOSUN qui aura la majorité des sièges au Conseil d'Administration.
- La différence de langue et de culture entre le « futur potentiel » actionnaire majoritaire et les équipes du Club Med peut-être une source de complication dans le cas où des décisions difficiles devraient être prises dans l'avenir.

Comparatif stratégique des 3 Offres

Analyse stratégique des trois Offres du point de vue du CE

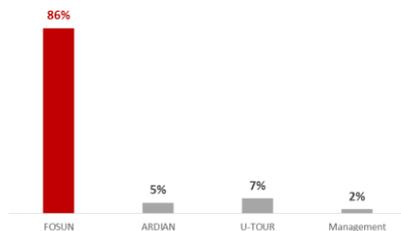


*A noter que ces points sont donnés à titre indicatif et peuvent évoluer en fonction du contexte de la société lors du projet de cession

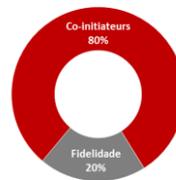
- ❖ Bien que ces trois Offres présentent des similitudes en terme de stratégie commerciale, **c'est au niveau du positionnement des 4/5 vs 3 tridents et lieux d'implantations géographiques que des points de divergences importantes existent**. Global Resorts privilégie un positionnement plus homogène entre les 3, 4 et 5 Tridents, ainsi qu'une implantation géographique des nouveaux sites dans les pays où le potentiel touristique est important (Amérique / Asie). A l'inverse, au regard des différents échanges entre FOSUN et le Comité d'Entreprise, le positionnement haut de gamme est privilégié au détriment des 3T (peu rentables et peu remplis) et l'implantation des nouveaux sites devrait majoritairement avoir lieu en Chine.
- ❖ Contrairement à l'Offre Gaillon initiale qui n'excluait pas un possible retrait de la cotation de l'action Club Med, la nouvelle surenchère assure que cette dernière sera maintenue.
- ❖ A ce jour, la stratégie de distribution des dividendes, le niveau de performance souhaité et la durée de l'investissement n'a pas été communiqué aux membres du Comité d'Entreprise malgré les questions explicitement posées. Fosun a cependant indiqué qu'il s'agissait d'un investissement de long terme mais aucun engagement de conservation des actions n'est pris.

Répartition du capital et des pouvoirs de décisions

Contribution en fonds propres dans Gaillon Invest II



Répartition du capital en cas de succès de l'Offre



Co-initiateurs : FOSUN, ARDIAN, U-TOUR, Management
Fidelidade : Leader de l'assurance Vie et non Vie au Portugal, détenue à 80% par FOSUN

Compte tenu de l'importante contribution de l'apport en fonds propres de FOSUN dans Gaillon Invest II, l'actionnariat du Club Med sera majoritairement détenu par FOSUN.

Risques inhérents au nouvel actionnariat potentiel :

- ❖ Basculement progressif des centres de décisions en Chine
- ❖ Perte de l'ADN de l'entreprise et de l'empreinte culturelle française
- ❖ Pression de l'actionnaire sur le management afin de rentabiliser un investissement à « prix élevé »

Les scénarii prévisionnels de succès de l'Offre Gaillon II

Scénarii prévisionnels

Réussite de l'Offre Gaillon II

- ✓ Succès au cas où le seuil de réussite est dépassé (50% + 1 action apporté à l'Offre)
- ✓ Décision le 1^{er} décembre 2014 de l'AMF (calendrier indicatif)
- ✓ Strategic Holdings pourrait rester actionnaire du Club Med au cas où elle ne souhaiterait pas apporter ses titres. Par ailleurs, avec un prix moyen d'achat par action de 18,66€, et un investissement estimé à ~66M€, l'Offre Gaillon II permettrait à Strategic Holdings de réaliser une plus value d'environ 11,5M€, ce qui rend probable sa sortie du capital, hors décision de surenchère.

Echec de l'Offre Gaillon II

- ✓ Peu probable compte tenu de la Prime proposée, sauf surenchère

Surenchère de Strategic Holdings

- ✓ Strategic Holdings étudie actuellement toutes les options possibles
- ✓ En cas de contre proposition, l'Offre devrait être remise avant le 13 novembre 2014
- ✓ Prix minimum par action en cas de surenchère : 22,44€

Dispositif de dernière enchère :

D'après l'article 232-13, « lorsque plus de dix semaines se sont écoulées depuis l'ouverture d'une offre, l'AMF, en vue d'accélérer l'issue des offres en présence, peut décider de recourir à un dispositif de dernière enchère. Elle fixe la date à laquelle chacun des initiateurs devra lui faire connaître le maintien de son offre aux mêmes conditions ou le dépôt d'une ultime surenchère. »

« S'il y a lieu, l'AMF se prononce sur la conformité de la ou des surenchères déposées. Elle arrête la date de clôture définitive des offres. Par exception aux dispositions de l'article 232-6, aucune surenchère ne peut alors être déposée sauf si une offre publique concurrente vient à être déposée, déclarée conforme et ouverte. »

Cette mesure pourra avoir lieu en cas de surenchère de Strategic Holdings (date limite : le 13 novembre 2014).

Calendrier indicatif de la contre OPA initiée par Gaillon II





*Développer
ensemble
**des solutions
d'excellence***

Alixio Paris
137, rue de l'Université - 75007 Paris



Alixio Lyon
58, rue de la République - 69002 Lyon



+33 (0)1 53 10 79 73 - contact@alixio.fr

CLUB MEDITERRANEE

Projet d'Offre Publique d'Achat de Gaillon II et Fidelidade

Rapport de l'Expert-comptable (Art. L 2325-35 du Code du travail)

Montlhéry, le 3 octobre 2014

Mesdames, Messieurs,

Le Comité d'Entreprise de votre société a mandaté les Cabinets ALTER CONSEIL et ALIXIO pour l'assister dans l'examen du projet d'Offre publique d'achat déposé par les sociétés Gaillon Invest II et Fidelidade auprès de l'Autorité des Marchés Financiers le 12 Septembre 2014.

Nous avons effectué les analyses, portant sur les éléments d'ordre stratégique, économique, financier et social, que nous avons jugées nécessaires à l'appréciation de l'offre et de ses conséquences potentielles.

Nous avons pu accomplir notre mission en obtenant :

- le projet d'offre publique d'achat déposé le 12 Septembre 2014,
- la présentation faite par l'Initiateur le 16 Septembre 2014,
- le plan d'affaires présenté au Conseil d'Administration le 5 novembre 2013,
- les réponses aux questions posées par le comité à l'Initiateur le 25 Septembre 2014.

Nous demeurons à votre disposition pour vous apporter les précisions et informations complémentaires que vous souhaiteriez obtenir, en vous remercions de la confiance que vous nous témoignez.

Montlhéry,
Le 3 octobre 2014

Jean-Jacques RIEL
Expert-comptable associé



AVIS DE L'EXPERT

ANALYSES REALISEES

LE SOMMAIRE

1. Evolution de l'actionnariat.....	11
2. Points mis en avant par l'Initiateur.....	12
3. Marché du tourisme.....	13
4. Faisabilité du plan d'affaires.....	18
5. Financement de l'endettement.	22
6. Projets d'investissement directs.....	23
7. Projets d'investissement indirects.....	25
8. Projets d'investissement totaux.....	26



Avis de l'expert

Les élus du comité d'entreprise de Club Méditerranée S.A. sont, dans le cadre de la loi dite Florange du 29 mars 2014 – article 8, consultés sur le projet d'offre publique d'achat déposé par les sociétés Gaillon Invest II et Fidelidade auprès de l'AMF le 12 septembre 2014.

Dans le cadre de cette procédure de consultation, les élus ont souhaité auditionner l'Initiateur de l'offre et se faire assister de deux experts : les cabinets Alter Conseil et Alixio.

Nous avons donc participé à plusieurs réunions de travail avec les membres de la commission économique afin d'une part de les éclairer sur les conséquences potentielles de ce projet et d'autre part de les aider à préparer l'audition de l'Initiateur.

En conclusion de ces réunions de travail, des réponses obtenues lors de l'audition de l'Initiateur, de nos entretiens avec la Direction financière de la société objet de l'offre et des travaux que nous avons réalisés, nous vous livrons ci-après nos conclusions.



Avis de l'expert

Sur l'actionnariat

Avant toute chose, ce projet est un projet purement capitalistique dont l'objet est de faire évoluer l'actionnariat du Groupe.

L'actionnariat du Groupe est aujourd'hui diversifié et représente la diversité des implantations du Groupe. A l'issue de l'opération, le Groupe sera contrôlé majoritairement par des actionnaires asiatiques et plus précisément Chinois (voir le graphique 1 du paragraphe **1. Evolution de l'actionnariat** ci-après).

En conséquence, le niveau de prise de décisions concernant le Groupe qui se situe aujourd'hui au niveau du Conseil d'Administration de Club Méditerranée S.A. se situera demain au niveau de celui de Gaillon Invest II voir des sociétés holding de Gaillon Invest II.

Cela pourrait avoir pour conséquence de limiter dans l'avenir l'information des salariés sur les prises de décisions les concernant et même à moyen terme se traduire par un transfert du management et des comités de Direction du Groupe vers l'Asie.

Votre Direction nous fait remarquer que comme décrit dans le projet d'offre publique d'achat les co-initiateurs de l'offre ont l'intention de conserver la cotation des titres de la société en France et qu'en application de la réglementation applicable aux sociétés cotées, le siège social restera en France et le Conseil d'administration comprendra des administrateurs indépendants.



Avis de l'expert

Sur les orientations stratégiques du projet

De plus, l'essentiel des partenariats, projets, zones d'expertise et préoccupations mis en avant par l'Initiateur lors de son audition sont centrés sur l'Asie (voir la liste au paragraphe **2. Points mis en avant par l'Initiateur**) et plus précisément sur le marché Chinois (1).

Le risque d'un trop grand focus des actionnaires et par voie de conséquence du management du Groupe sur ce marché à l'issue de l'opération nous semble significatif.

Notons à ce titre que selon le baromètre du tourisme de l'OMT, les recettes touristiques de la zone Asie Pacifique n'ont en 2013 représenté que 31 % des recettes mondiales (voir le graphique 2 du paragraphe **3. Marché du tourisme**, dont 4,5 % pour la Chine, 4,4 % pour Macao et 3,4 % pour Hong Kong) contre 42 % pour l'Europe (dont 5,2 % pour l'Espagne, 4,8 % pour la France et 3,8 % pour l'Italie) et de plus, l'Europe a en 2013 capté plus de 43 % des recettes supplémentaires générées par le tourisme international.

Par ailleurs, si parmi les 10 pays où le Club méditerranée est le plus sous-représenté (au regard des recettes touristiques qu'ils perçoivent); figurent 4 pays d'Asie (par ordre décroissant Macao, Hong Kong, la Chine et Singapour), on retrouve également dans cette liste les Etats-Unis, l'Espagne ou l'Australie (voir le graphique 3).

Enfin, les 1.052 M€ d'investissements de développement planifiés pour 2014 – 2016/2018 (dont 115 M€ de votre Groupe et 937 M€ de partenaires immobiliers) portent à 93 % sur 14 pays drainant moins de 20 % des recettes mondiales du tourisme international (voir le Graphique 11 du paragraphe **8. Projets d'investissement totaux**).

(1) Votre Direction nous fait remarquer que les points mis en avant par l'initiateur tels que listés dans notre rapport constituent des domaines dans lesquels le groupe Fosun souhaite apporter son aide au Club Méditerranée et qu'en conséquence ces points viennent en complément du plan d'affaires arrêté par l'entreprise.



Avis de l'expert

Sur la faisabilité du plan d'affaires

Par ailleurs, le projet tel que présenté, pour qu'il réussisse suppose la réalisation d'un plan d'affaires relativement ambitieux.

Effectivement, avec un niveau d'investissement net 2013 – 2017 presque quatre fois plus important que celui de la période 2008 – 2012 (295 M€ contre 81 M€), le plan d'affaires de l'offre initiale Gaillon Invest I, prévoyait déjà une progression moyenne du chiffre d'affaires villages 4 fois plus rapide : + 5,4 % en moyenne pour 2013 – 2017 contre + 1,3 % entre 2008 et 2012 (voir le tableau 1 du paragraphe **4. Faisabilité du plan d'affaires**).

De plus, la réalisation des résultats escomptés dans le plan d'affaires de l'offre Gaillon Invest II (taux moyen d'EBITDA Villages de 9,7 % sur la période 2014 - 2018) suppose d'atteindre un taux d'EBITDA Villages de 10,5 % en 2018 soit une amélioration de 24 % par rapport à celui de 2013 (10,5 % contre 8,5 %). Cette amélioration de 24 % du taux d'EBITDA Villages suppose soit une réduction de 3,9 % du poids de frais fixes (qui progresseraient de 20,7 % contre + 25,6 % pour le chiffre d'affaires) soit une progression de 2,1 % du taux de marge sur coûts variables : 63,9 % en 2018 contre 61,8 % en 2013 (voir les graphiques 6 et 7 de ce même paragraphe).

Enfin, le niveau de résultat net projeté pour 2018 dans le plan d'affaires extrapolé qui nous a été transmis (61 M€) n'a jamais été atteint au cours des dix dernières années et représente une amélioration de 70 M€ par rapport au résultat net de 2013 (- 9 M€). Un peu plus d'un tiers de cette amélioration provient de l'appréciation du résultat opérationnel du patrimoine (coûts de sorte de villages moindres) et de l'autre résultat opérationnel (coûts de restructuration moindres, voir le graphique 8).



Avis de l'expert

Sur le financement du projet

La mise en œuvre de ce projet se traduira par des besoins de financement annuel compris entre 20 et 21 M€ pour la société Gaillon Invest II (voir le tableau 2 du paragraphe **5. Financement de l'endettement**) et donc nécessiter le versement par le Club de dividendes de 25 à 26 M€ chaque année.

Cependant, l'Initiateur a indiqué lors de son audition que les besoins de financement de Gaillon Invest II seraient assurés par l'investisseur Fosun.

Sur l'association des salariés aux bénéfices et perspectives de ce projet

En outre, si la mise en œuvre de ce projet permet aux actionnaires actuels du Club de sortir du Groupe dans de bonnes conditions et pour certains avec des plus-values importantes, s'il permet au management d'être encore plus étroitement associé à la réussite du Club (souscription d'actions de préférence C) et s'il permet aux cadres qui le souhaitent de pouvoir également être bénéficiaires des fruits de la réussite de ce projet (souscription d'actions de préférence B); il ne prévoit aucune rétribution particulière pour les salariés non cadres au titre des efforts consentis ces dernières années, efforts ayant permis de conduire à une valorisation supérieure du Groupe.



Avis de l'expert

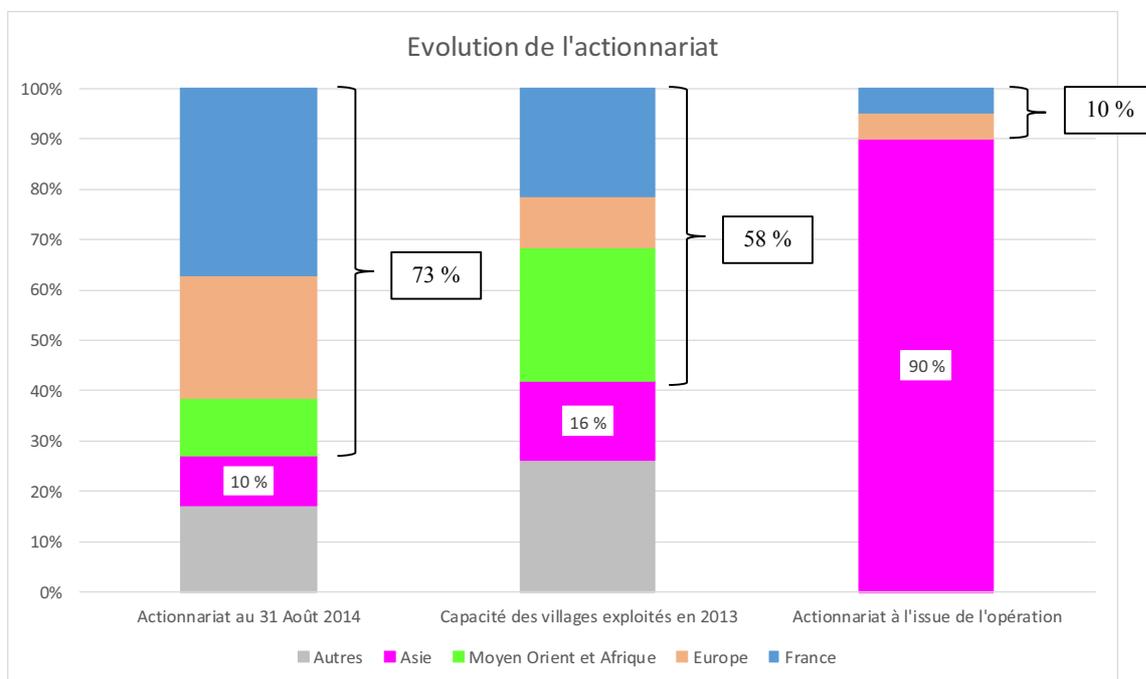
En conclusion nous considérons que ce projet d'offre publique d'achat, tel qu'il est élaboré et argumenté, présente des risques (trop grand focus sur la Chine, faisabilité du plan d'affaires et des résultats prévus et localisation des centres de décision notamment) ainsi que des incertitudes (stabilité de l'actionnariat, financement de Gaillon Invest II, évolution de l'emploi en France et détail des 386 M€ d'investissement).

ANALYSES REALISEES

1. Evolution de l'actionnariat

Comme nous pouvons le voir ci-dessous, l'actionnariat du groupe tel qu'il était avant le dépôt de cette nouvelle offre d'achat par Gaillon Invest II & Fidelidade était à un peu plus de 70 % issu de la zone EMOA (Europe, Moyen-Orient et Afrique) pour une capacité hôtelière implantée à presque 60 % dans cette zone alors qu'à l'issue de l'opération ce pourcentage pourrait tomber à 10 % :

Graphique 1



2. Points mis en avant par l'Initiateur

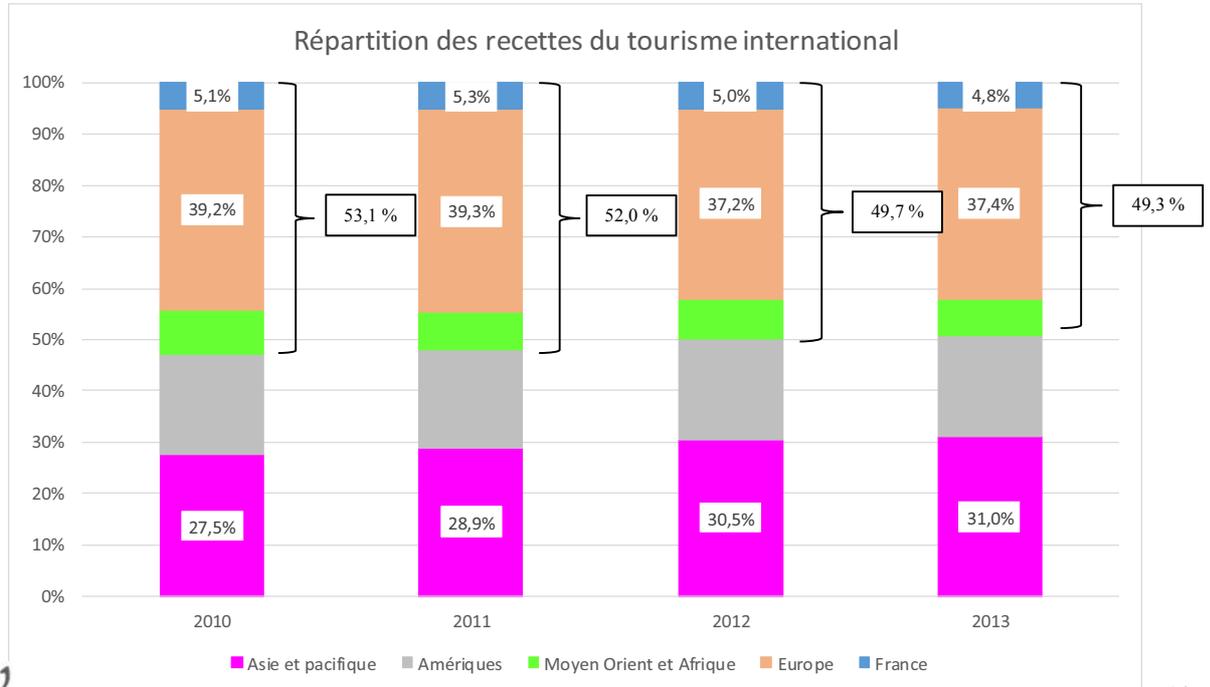
Lors de son audition, l'Initiateur a effectivement mis l'accent sur les particularités, projets et partenariats chinois ou asiatiques suivants :

- Chalets : Nous allons mener plus de recherches surtout sur la Chine,
- Croisière : La croisière fait ses débuts en Chine,
- Le mode de vie des chinois est très différent,
- Les clients chinois veulent aussi découvrir des cultures différentes,
- Utour est une société chinoise qui opère sur internet et qui va aider le Club à vendre en Chine,
- Utour réfléchit à packager des séjours en Europe pour les chinois associant visites touristiques et séjour en village,
- Nous avons promu la marque en Chine, le Club est de plus en plus connu.
- On devrait avoir une nouvelle marque en Chine qui sera dans les grandes villes et on fera de la publicité pour la promouvoir,
- On doit acheter des terrains en Chine,
- Nous sommes devenus le troisième actionnaire de CITS l'an dernier,
- On voudrait que Utour travaille plus avec le Club à vendre en Asie,
- Nous allons faire des démarches en faveur du dialogue franco – chinois,
- Utour va aider les clients européens pour visiter des sites historiques en Chine,
- Nous n'avons aucun objectif de retour sur investissement, nous espérons pouvoir accélérer l'exploitation en Chine,
- Sur la Chine, nous allons renforcer les contrats de management.

3. Marché du tourisme

Sur la base des données de l'OMT (Organisation Mondiale du Tourisme), il apparaît que les recettes réalisées dans la zone EMOA (Europe, Moyen Orient et Afrique), base historique du Club, demeurent en 2013 prépondérantes et que cette zone a en 2013 continué à drainer la part la plus importante de la croissance du marché (+ 35 M\$ / + 81M\$) :

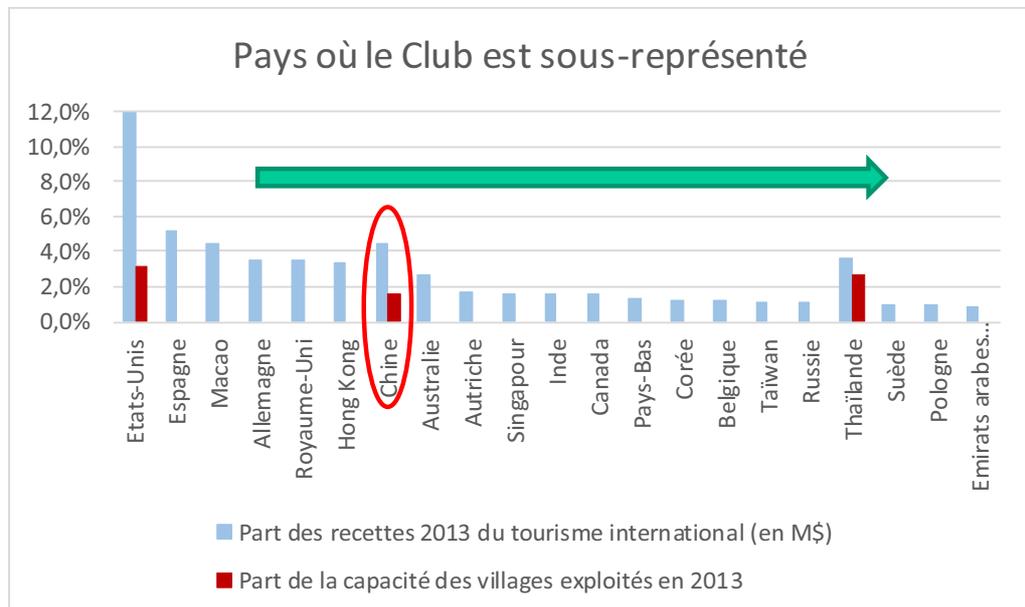
Graphique 2



3. Marché du tourisme

Par comparaison de leur poids dans les recettes du tourisme international et de leur poids dans la capacité hôtelière du Club, les pays dans lesquels le Groupe est sous-représenté sont par ordre décroissant les suivants :

Graphique 3



Si la Chine figure effectivement parmi les pays où le Club est encore fin octobre 2013 sous-représenté, elle n'est pas le seul.

3. Marché du tourisme

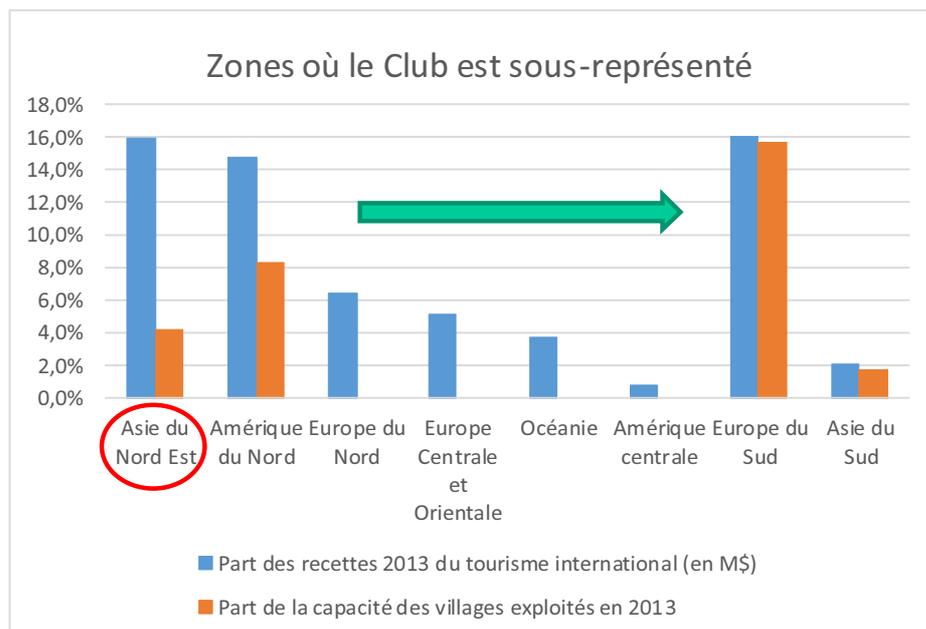
Votre Direction tient à souligner que les sur le marché des Etats-Unis la position concurrentielle du Club est spécifique (marché de niche) et que sur les marchés de l'Espagne, ainsi que du Royaume-Uni et de l'Allemagne, la compétition est particulièrement importante (avec des acteurs comme TUI).

Votre Direction souhaite également signaler que la Chine a en 2013 été le premier marché émetteur de tourisme dans le monde (avec des dépenses de 129 Md\$).

3. Marché du tourisme

Le même raisonnement par zone géographique conduit aux constats suivants :

Graphique 4

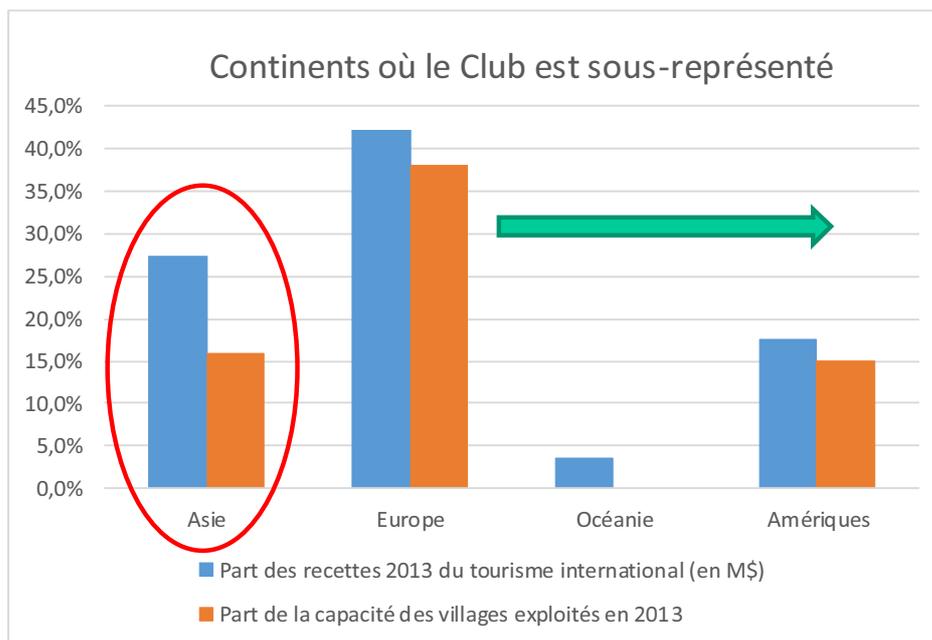


Si l'Asie du Nord Est (Chine, Macao, Hong Kong, Japon et Corée) figure également parmi les zones géographiques où le Club est encore fin octobre 2013 sous-représenté, elle n'est pas non plus la seule.

3. Marché du tourisme

Enfin, si l'on raisonne par continent, les comparaisons sont les suivantes :

Graphique 5



Si l'Asie figure bien parmi les continents où le Club est encore fin octobre 2013 sous-représenté, il n'est pas non plus le seul.

4. Faisabilité du plan d'affaires

Les principaux agrégats du plan d'affaires utilisés par les initiateurs pour valoriser leurs offres sont les suivants :

Tableau 1

Hypothèses des plans d'affaires	Réalisé 2008 - 2012	Gaillon Invest 2013 - 2017	Variations 08/12 - 13/17	Gaillon Invest II 2014 - 2018	Variations Gaillon I - Gaillon II
Croissance moyenne du Chiffre d'Affaires Villages	1,3%	5,4%	314,3%	6,4%	18,5%
Marge d'EBITDA Villages moyenne	8,1%	9,3%	15,1%	9,7%	4,3%
Marge d'EBIT moyenne		3,6%		3,8%	5,6%
Investissements (en M€)	323	+195 +130		386	
Cessions (en M€)	-242	-20 -10		-53 -31	
INVESTISSEMENTS NETS	81	295	264,2%	302	2,4%

Comme nous pouvons le voir ci-dessus, le plan d'affaires élaboré au moment de l'offre de Gaillon Invest I prévoyait déjà une progression moyenne du chiffre d'affaires quatre fois plus rapide que celle constatée sur la période 2008 – 2012 : + 5,4 % contre + 1,3 % et ce avec des investissements également presque quatre fois plus importants.

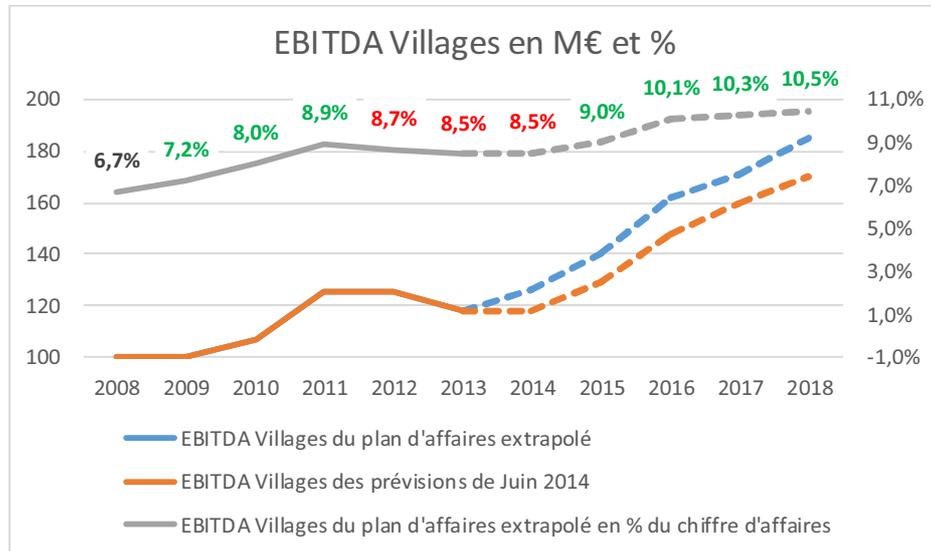
Par ailleurs, le plan d'affaires 2014 - 2018 finalisé dans le cadre de l'offre Gaillon Invest II prévoit une marge d'EBITDA Villages moyenne de 9,7 % contre une moyenne de 8,1 % sur la période 2008 – 2012 (et de 9,3 % dans l'offre Gaillon I) soit une progression de 20 % (et de 4 % par rapport à l'offre Gaillon I).



4. Faisabilité du plan d'affaires

La comparaison des hypothèses d'évolution de l'EBITDA Villages retenues pour la période 2014 – 2018 pour valoriser les titres dans le cadre de l'offre Gaillon Invest II (taux moyen de 9,7 % sur la période 2014 - 2018) avec les dernières prévisions fait apparaître une différence cumulée de 26 M€ ou 6 % pour la seule période 2014 -2016 :

Graphique 6



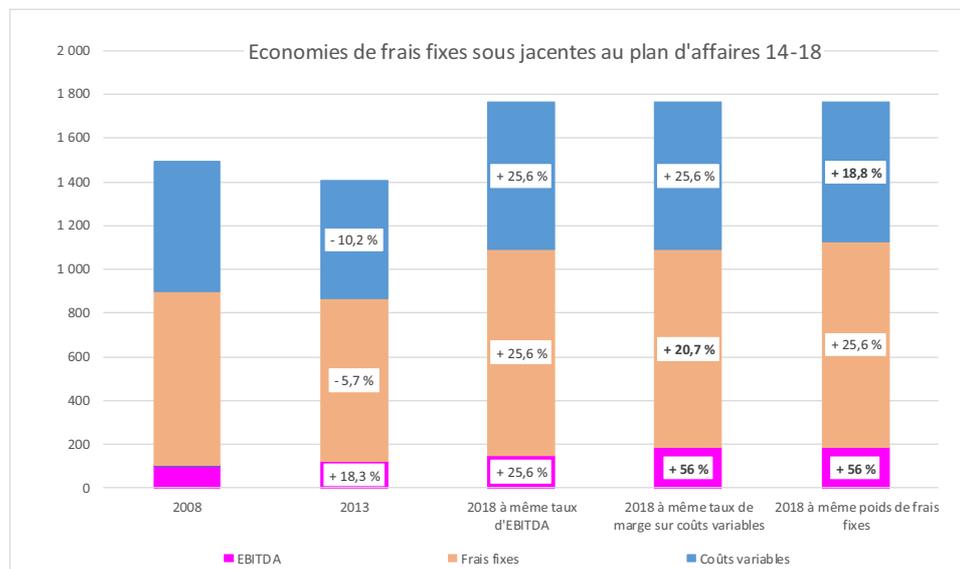
Effectivement, les dernières prévisions (de Juin 2014) font ressortir un taux moyen d'EBITDA Villages de 9,2 % pour la période 2014 – 2016 contre 9,7 % dans le plan d'affaires extrapolé pour la période 2014 - 2018.



4. Faisabilité du plan d'affaires

Le taux moyen d'EBITDA Villages de 9,7 % tel que retenu dans le plan d'affaires extrapolé sur la période 2014 – 2018 pour valoriser les titres du Club dans le cadre de l'offre Gaillon Invest II sous entend un gain de taux de marge de 24 % entre 2013 et 2018 (10,5 % // 8,5 %) :

Graphique 7

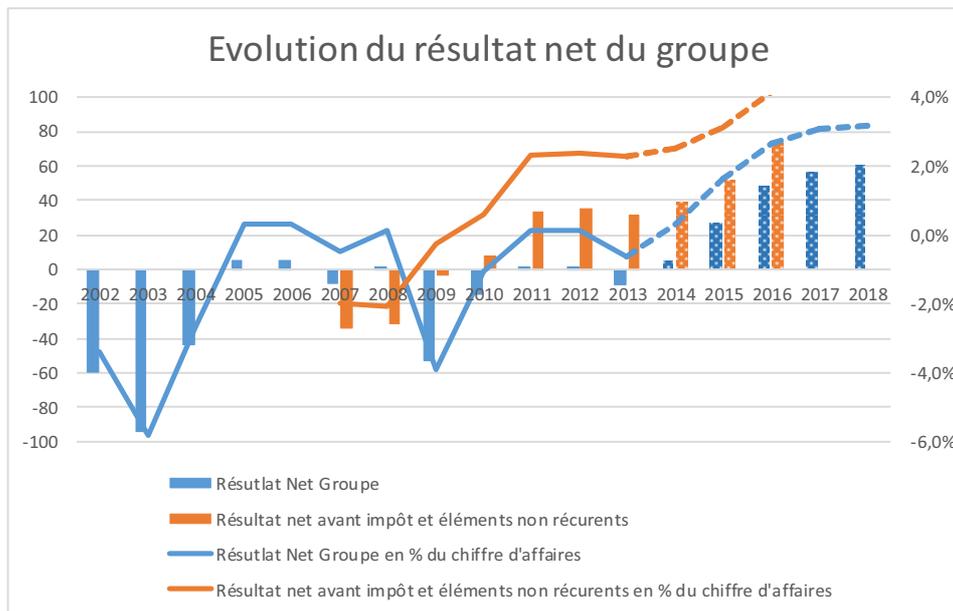


Si le taux de marge sur coûts variables ne progresse pas et que l'intégralité de l'amélioration de 24 % du taux d'EBITDA Villages projetée pour 2018 porte sur les frais fixes, ceux-ci devraient donc progresser de seulement 20,7 % contre + 25,6 % pour le chiffre d'affaires soit une réduction de leur poids de 3,9 %. Dans le cas contraire, il faudrait que le taux de marge sur coûts variables qui avait entre 2008 et 2013 déjà progressé de 1,8 %, progresse à nouveau de 2,1 % entre 2013 et 2018.

4. Faisabilité du plan d'affaires

Enfin, alors que le résultat net du groupe n'a ces douze dernières années jamais excédé 5 M€ ou 0,3 % du chiffre d'affaires, il est dans le plan d'affaires prévu pour la période 2014 - 2018 un résultat net moyen de 40 M€ ou 2,3 % du chiffre d'affaires :

Graphique 8



Rapporté à celui de 2013 (- 9 M€), le résultat net budgété pour 2018 (61 M€) représente une amélioration de la rentabilité de 70 M€. Cette amélioration repose pour 15 M€ sur l'amélioration du ROC Patrimoine (12 M€ de coûts de sortie de villages en 2013) et pour 11 M€ sur la réduction de l'autre résultat opérationnel (10 M€ de coûts de restructuration en 2013).

21

5. Financement de l'endettement

Par contre, les ressources de financement prévisionnelles de Club Méditerranée pour les 4 années à venir devraient, si les résultats du plan d'affaires sont réalisés et s'il n'est pas versé de dividendes aux détenteurs d'actions de préférence B; couvrir largement les besoins de financement de Gaillon Invest II :

Tableau 2

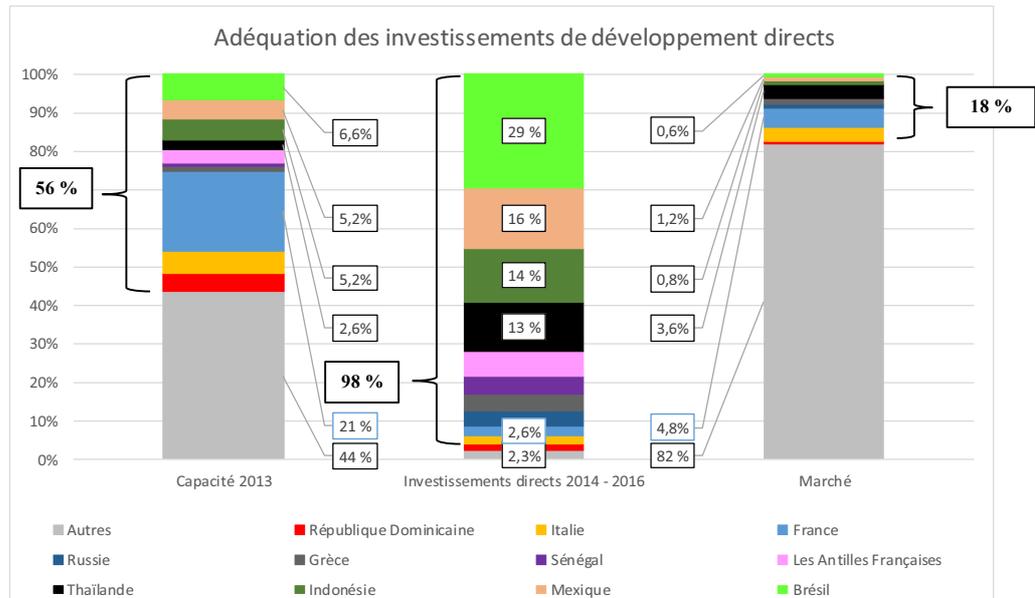
BESOINS FINANCIERS FUTURS TOTAUX (en M€)	Bases	2014 - 2018	2014	2015	2016	2017	2018
FLUX DE TRESORERIE DISPONIBLE (Previsions Juin 2014)			18	44	68	100	82
Dividendes Fidelidade (20%)				-9	-14	-20	-16
Dividendes Gaillon Invest II (80%)				35	54	80	66
Ligne de crédit amortissable	79	EURIBOR + 4,00 %		-14,4	-13,9	-13,4	-12,9
Ligne de crédit in fine	151	EURIBOR + 4,50 %		-6,8	-6,8	-6,8	-6,8
Besoins de financement Gaillon Invest II	230			-21	-21	-20	-20
Niveau de couverture des besoins de financement Gaillon Invest II				14	34	60	46

6. Projets d'investissement directs

Nous n'avons pas obtenu le détail de l'intégralité du budget d'investissement de 386 M€ prévu pour la période 2014 – 2018 tel qu'inscrit au plan d'affaires révisé et ayant servi de base à la valorisation de l'offre Gaillon Invest II mais avons par contre obtenu le détail des investissements budgétés sur la seule période 2014 - 2016 (195 M€ dont 77 M€ d'investissements de développement) ainsi que le détail d'une partie des 50 M€ d'investissements additionnels (38 M€ d'investissement de développement).

Les 115 M€ d'investissements de développement prévus pour 2014, 2015 et 2016 (77 M€ du plan d'affaires + 38 M€ additionnels) se répartissent par pays de la façon suivante :

Graphique 9



23

6. Projets d'investissement directs

Comme nous pouvons le voir dans le graphique de la page précédente, 98 % des 115 M€ d'investissements de développement planifiés pour la période 2014 – 2016 portent sur 11 pays représentant 56 % de la capacité hôtelière du Groupe de 2013 et surtout drainant 18 % des recettes mondiales du tourisme international.

A noter que les seuls investissements de développement directs de votre société ne donnent pas une vision globale des investissements prévus au bénéfice de vos activités. Effectivement, il est prévu que la construction de certains des nouveaux villages du Club soit financée par des partenaires investisseurs.

Votre Direction nous a donc communiqué le 2 octobre 2014 un état par pays des investissements prévisionnels de la période 2014 – 2018 dont le financement sera assuré par vos partenaires faisant apparaître un total de 1.043 M€ (dont 106 M€ en 2013, 163 M€ en 2014, 141 M€ en 2015, 273 M€ en 2016, 235 M€ en 2017 et 125 M€ en 2018).

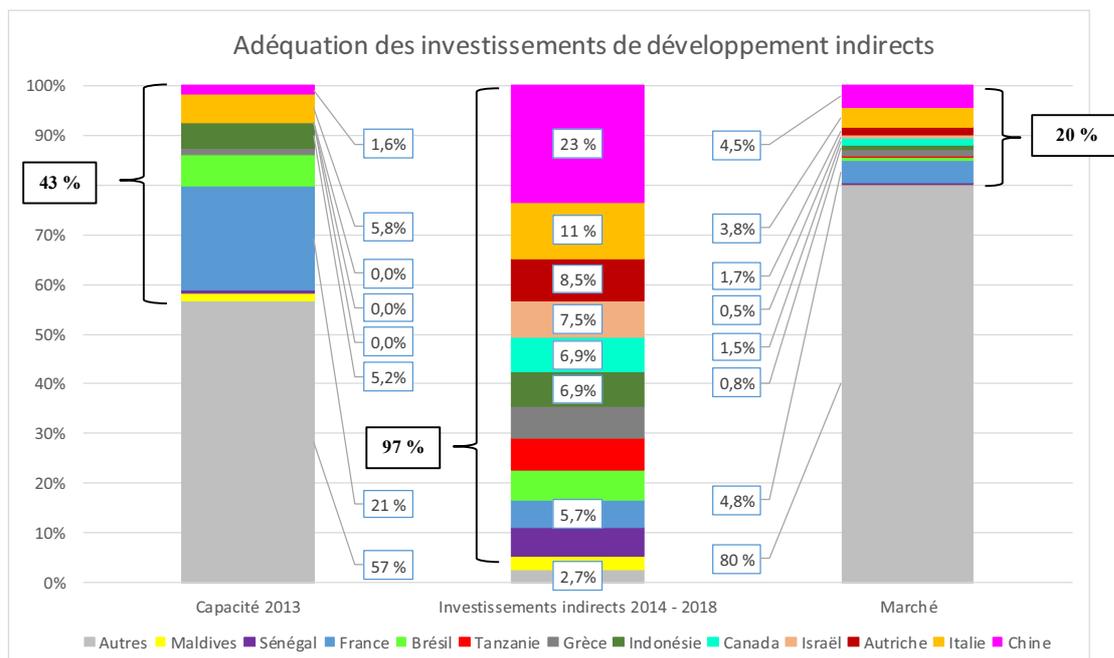
Nous avons donc ci-après dans un premier temps préparé un graphique détaillant par pays les investissements indirects prévus par vos partenaires pour la période 2014 – 2018 : 937 M€ (1.043 M€ dont 106 en 2013) et dans un deuxième temps élaboré un graphique cumulé des investissements directs tels que prévus par votre Groupe pour la période 2014 – 2016 et indirects tels que prévus par vos partenaires pour la période 2014 – 2018 soit un total de 1.052 M€ (respectivement 115 et 937 M€).



7. Projets d'investissement indirects

Les 937 M€ d'investissements de développement indirects prévus pour la période 2014 - 2018 et tels que communiqués par votre Direction se répartissent par pays de la façon suivante :

Graphique 10



Comme nous pouvons le voir dans le graphique ci-dessus, 97 % des 937 M€ d'investissements de développement indirects planifiés pour la période 2014 – 2018 portent sur 12 pays représentant 43 % de la capacité hôtelière du Groupe de 2013 et surtout drainant 20 % des recettes mondiales du tourisme international.

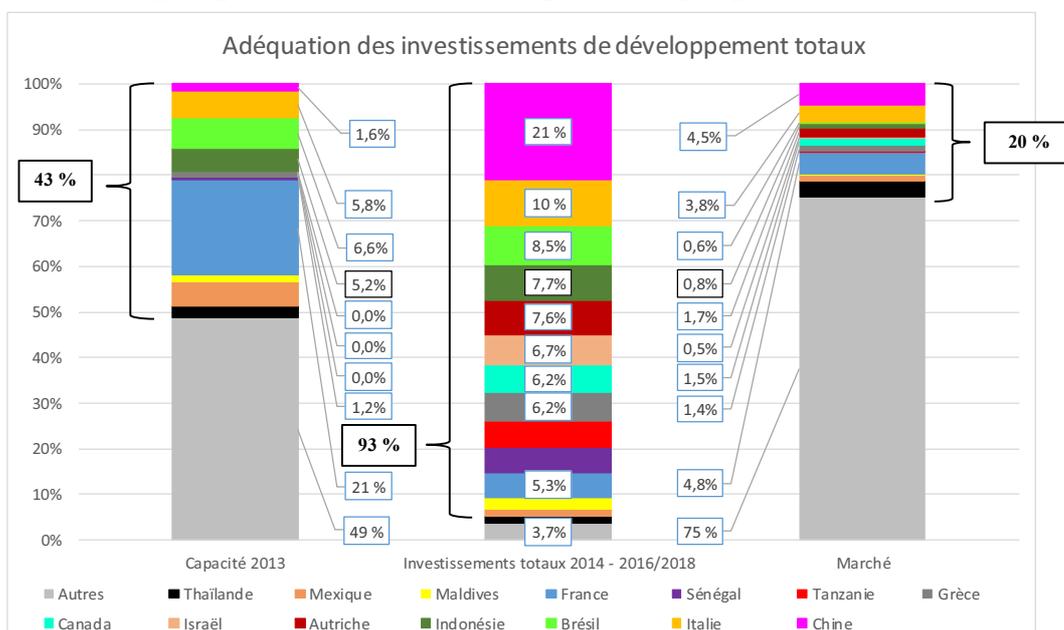
25



8. Projets d'investissement totaux

Enfin, les 1.052 M€ d'investissements de développement totaux (115 M€ d'investissements directs de votre Groupe et 937 M€ d'investissements de vos partenaires) prévus pour la période 2014 – 2016/2018 et tels que communiqués par votre Direction se répartissent par pays de la façon suivante :

Graphique 11



Comme nous pouvons le voir dans le graphique ci-dessus, 93 % des 1.052 M€ d'investissements de développement totaux planifiés pour la période 2014 – 2016/2018 portent sur 14 pays représentant 43 % de la capacité hôtelière du Groupe de 2013 et surtout drainant 20 % des recettes mondiales du tourisme international.

26

7. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPOSE

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

Henri Giscard d'Estaing, Président Directeur Général