

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note d'Information restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RACHAT INITIÉE PAR

Groupe
IDSUD

PORTANT SUR 138 717 DE SES PROPRES ACTIONS EN VUE DE LA RÉDUCTION DE SON
CAPITAL

présentée par



établissement présentateur, garant et conseil financier

TERMES DE L'OFFRE :

Parité de l'Offre : cinq (5) actions Française des Jeux et 1,75 euro pour une (1) action IDSUD

DURÉE DE L'OFFRE :

20 jours calendaires minimum

Le calendrier de la présente offre publique de rachat (l'« **Offre** » ou l'« **OPRA** ») sera fixé par l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») conformément aux dispositions de son règlement général.



Le présent projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») a été établi et déposé auprès de l'AMF le 5 juin 2024, conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-16 et 231-18 du règlement général de l'AMF.

Le projet d'Offre et le présent Projet de Note d'Information restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

L'offre publique de rachat sera ouverte, conformément aux dispositions de l'article 231-32 du règlement général de l'AMF et des articles R. 225-153 et R. 225-154 du Code de commerce, postérieurement (i) à la décision de conformité de l'AMF portant sur le présent projet d'OPRA, (ii) la diffusion par IDSUD d'un communiqué, indiquant que la résolution modifiant l'autorisation de la réduction du capital par voie de rachat et annulation d'actions a été valablement adoptée par l'assemblée générale mixte des actionnaires d'IDSUD du 25 juin 2024 et (iii) à la publication par la Société des avis d'achat dans un journal d'annonces légales et au Bulletin des annonces légales obligatoires (« **BALO** »).

Le présent Projet de Note d'Information est disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur le site internet dédié d'IDSUD (<https://www.opra-idsud.com>) et peut être obtenu sans frais auprès de :

IDSUD
3, Place Général de Gaulle
13001 Marseille

Banque Hottinguer
63, rue de la Victoire
75009 Paris

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

Un communiqué sera diffusé par la Société pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

TABLE DES MATIÈRES

1. PRESENTATION DE L'OFFRE	5
1.1. Introduction	5
1.2. Contexte, motifs de l'OPRA et intentions de la Société.....	5
1.2.1. Contexte et motifs de l'OPRA	5
1.2.2. Situation de l'Indivision Luciani	7
1.2.3. Répartition du capital et des droits de vote de la Société.....	7
1.3. Intentions de la Société pour les douze mois à venir	8
1.3.1. Stratégie et orientation en matière d'activité.....	8
1.3.2. Intentions de la Société en matière d'emploi et de composition des organes sociaux et de direction	9
1.3.3. Composition des organes sociaux et de direction	9
1.3.4. Politique de distribution de dividendes.....	9
1.3.5. Statut juridique de la Société et structure du groupe.....	9
1.3.6. Intention concernant la cotation des Actions de la Société à l'issue de l'OPRA	9
1.3.7. Synergies, gains économiques et perspective d'une fusion	9
2. CARACTERISTIQUES DE L'OPRA	10
2.1. Conditions de l'OPRA	10
2.2. Termes de l'OPRA	10
2.3. Titres visés par l'Offre	10
2.4. Instruments financiers donnant accès au capital de la Société	10
2.5. Mécanisme de réduction	10
2.6. Modalités de l'OPRA	11
2.7. Procédure d'apport à l'Offre	11
2.8. Règlement du prix – Annulation des Actions rachetées	12
2.9. Calendrier indicatif de l'Offre.....	12
2.10. Financement de l'OPRA.....	14
2.11. Frais de l'OPRA	14
2.12. Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière d'IDSUD .	14
2.12.1. Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote.....	14
2.12.2. Incidence sur les capitaux propres	16
2.12.3. Incidence sur la capitalisation boursière	17
2.13. Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'OPRA ou son issue - Engagement des principaux actionnaires de la Société	17
2.14. Restrictions concernant l'OPRA à l'étranger.....	18
2.15. Régime fiscal de l'Offre	18
2.15.1. Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel dans les mêmes conditions qu'un professionnel	19
2.15.2. Actionnaires personnes morales résidents fiscaux de France et assujettis à l'impôt sur les	

sociétés dans les conditions de droit commun	22
2.15.3. Actionnaires non-résidents fiscaux de France	23
2.15.4. Autres actionnaires	24
2.15.5. Droits d'enregistrement - Taxe sur les transactions financières	24
2.16. Nombre, provenance et caractéristiques des actions Française des Jeux (FDJ) à remettre dans le cadre de l'OPRA.....	24
2.16.1. Présentation de FDJ	24
2.16.2. Nombre d'actions FDJ à remettre en échange dans le cadre de l'OPRA	25
2.16.3. Place de cotation des actions FDJ.....	25
2.16.4. Caractéristiques des actions Française des Jeux à remettre dans le cadre de l'OPRA ..	25
3. ÉLÉMENTS D'APPRECIATION DE LA PARITÉ D'ÉCHANGE OFFERTE.....	25
3.1. Méthodologie d'évaluation	25
3.1.1. Méthodes et références d'évaluation retenues	26
3.1.2. Méthodes ou références d'évaluation écartées	26
3.1.3. Données financières	27
3.2. Référence aux cours de bourse (à titre indicatif)	28
3.3. Actif net réévalué (« ANR »)	29
3.3.1. Évaluation de la participation dans FDJ.....	29
3.3.2. Évaluation de IDSUD Energies	31
3.3.3. Évaluation de IDSUD Voyages	36
3.3.4. Évaluation de IDSUD Change	41
3.3.5. Évaluation des autres participations non cotées	45
3.3.6. Évaluation de l'immeuble situé à Marseille	46
3.4. Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	46
3.4.1. Décote de holding	46
3.4.2. Endettement financier net	49
3.5. Synthèse de la valorisation par actif net réévalué	49
3.6. Synthèse des éléments d'appréciation de la Parité d'Échange	50
4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE D'IDSUD.....	51
5. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	53
6. INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIETE.....	53
7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION	53
7.1. Pour la Société	53
7.2. Pour l'Établissement Présentateur de l'OPRA.....	53
8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	55

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1. Introduction

IDSUD, société anonyme à directoire et conseil de surveillance, au capital de 5 508 858 euros, dont le siège social est situé 3 place du Général de Gaulle, 13001 Marseille et dont le numéro d'immatriculation est le 057 804 783 RCS Marseille (« **IDSUD** » ou la « **Société** »), offre à ses actionnaires de leur racheter un maximum de 138 717 actions de la Société représentant, à la date du dépôt du présent Projet de Note d'Information, 28,04% du capital social et 16,34% des droits de vote théoriques de la Société¹ dans le cadre d'une offre publique de rachat portant sur l'intégralité de ses propres actions non détenues directement ou indirectement par elle (l'« **Offre** » ou l'« **OPRA** »), permettant de recevoir en contrepartie d'une (1) action IDSUD :

- cinq (5) actions de La Française des Jeux, société anonyme dont le siège social est situé 3-7 Quai du Point du Jour 92100 Boulogne-Billancourt et dont le numéro d'immatriculation est le 315 065 292 RCS Nanterre, dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0013451333 (« **La Française des Jeux** » ou « **FDJ** ») qu'IDSUD détient en portefeuille ; et
- 1,75 euro (ensemble la « **Parité d'Echange** »).

Les actions de la Société (les « **Actions** ») sont inscrites aux négociations sur Euronext Growth à Paris (« **Euronext Growth** ») sous le code ISIN FR0000062184.

Il est rappelé que la Société détient 2 797 064 actions FDJ, soit 1,46% des actions composant le capital de La Française des Jeux² à la date du présent Projet de Note d'Information.

L'Indivision Luciani et Marie-Thérèse Luciani ont informé IDSUD qu'elles n'apporteraient pas leurs 356 049 Actions à l'OPRA représentant 71,96% du capital social et 83,66% des droits de vote théoriques de la Société et ont conclu ainsi un engagement irrévocable de non présentation de leur participation à l'Offre³ et ces 356 049 Actions ne sont par conséquent pas visées par l'OPRA.

L'OPRA est régie par les dispositions du titre III du livre II et plus particulièrement des articles 233-1 5° et suivants du règlement général de l'AMF. L'OPRA est déposée dans le cadre des dispositions des articles L. 225-204 et suivants du Code de commerce. Les Actions apportées à l'OPRA seront annulées conformément à l'article L. 225-207 du Code de commerce dans le cadre d'une réduction de capital non motivée par des pertes de la Société (la « **Réduction de Capital** »). L'assemblée générale annuelle mixte qui se tiendra le 25 juin 2024 (l'« **AGM** ») statuera sur la Réduction de Capital d'un montant nominal maximum de 1 544 513 euros, par voie d'offre publique de rachat d'actions portant sur un nombre maximum de 138 717 Actions selon la Parité d'Echange d'une (1) action IDSUD contre cinq (5) actions FDJ et 1,75 euro.

L'OPRA est présentée par la Banque Hottinguer (l'« **Établissement Présentateur** »), laquelle garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société dans le cadre de l'OPRA conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

1.2. Contexte, motifs de l'OPRA et intentions de la Société

1.2.1. Contexte et motifs de l'OPRA

L'OPRA s'inscrit dans le cadre d'un protocole d'accord conclu le 29 décembre 2023, modifié par un avenant conclu le 31 mai 2024, entre les sociétés Franklin Finance International et Franklin Finance (ensemble le « **Groupe Franklin Finance** ») et IDSUD et qui a pour objet la sortie intégrale du Groupe Franklin Finance du capital de la Société c'est-à-dire le transfert de la propriété de toutes les Actions

¹ A la date du dépôt du Projet de Note d'Information, le capital de la Société est composé de 494 766 actions ordinaires représentant 851 169 droits de vote théoriques calculés conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF (le nombre total de droits de vote a été déterminé en incluant les actions dépourvues de droits de vote).

² Les informations relatives à FDJ sont accessibles depuis le site institutionnel de la Française des Jeux (<https://www.groupefdj.com/>).

³ Il est précisé qu'avant le dépôt de l'OPAS, l'Indivision Luciani pourrait apporter à une société créée *ad hoc* sa participation dans IDSUD avec pour effet de faire perdre les droits de vote double attachés aux actions IDSUD apportées.

IDSUD détenues par le groupe Franklin Finance (la « **Sortie Intégrale** »), la Sortie Intégrale devant être réalisée par échange contre des actions FDJ détenues par IDSUD à la parité d'échange d'une (1) action IDSUD contre cinq (5) actions FDJ et 1,75 euro (initialement fixée à une (1) action IDSUD contre cinq (5) actions FDJ) selon des modalités qui restaient à définir et pouvant prendre notamment la forme d'une offre publique de rachat devant être déposée au plus tard le 5 juin 2024 les modalités précises de réalisation de cette Sortie Intégrale restant à définir (le « **Protocole** »). Le Groupe Franklin Finance, qui détient 85 537 Actions représentant au total 17,29% du capital et 10,05% des droits de vote de la Société, s'est ainsi engagée en vertu du Protocole, à conclure un engagement d'apport irrévocable et inconditionnel à une offre publique qui serait libellée à cette parité et permettant de réaliser la Sortie Intégrale.

Un communiqué a été diffusé par la Société le 6 février 2024 annonçant le projet d'OPRA et la cotation de l'action IDSUD a repris le lendemain sur décision d'Euronext. L'AMF a publié un avis⁴ d'ouverture de la période dite pré-offre le 8 février 2024 dans le cadre de l'article 223-34 de son règlement général.

La présente Parité d'Echange résulte d'un avenant au Protocole conclu le 31 mai 2024 entre la Société et le Groupe Franklin Finance. Ce même jour, le Groupe Franklin Finance s'est engagé irrévocablement et inconditionnellement à présenter la totalité de ses Actions à l'OPRA.

Des engagements irrévocables et inconditionnels d'apport à l'OPRA ont été conclus les 29 mai 2024 et le 3 juin 2024 par deux autres actionnaires minoritaires d'IDSUD avec la Société, confirmant leurs engagements antérieurs⁵, portant sur un montant de 5 451 Actions au total, représentant ensemble 1,10% du capital social.

Ainsi, sur les 494 766 Actions composant le capital de la Société et représentant 851 169 droits de vote théoriques à la date du dépôt du Projet de Note d'Information :

- 356 049 Actions représentant 71,96% du capital social et 83,66% des droits de vote de la Société⁶ sont soumises à un engagement irrévocable de non présentation à l'OPRA conclu par l'Indivision Luciani et Marie-Thérèse Luciani et ne sont donc pas visées par l'Offre ;
- au maximum 138 717 Actions de la Société sont visées par l'Offre, représentant 28,04% du capital social et 16,34% des droits de vote de la Société parmi lesquelles :
 - 90 988 Actions représentant 18,39% du capital social et 10,69% des droits de vote de la Société font l'objet d'engagements irrévocables d'apport à l'OPRA ;
 - 47 729 Actions représentant 9,65% du capital social et 5,65% des droits de vote de la Société ne font l'objet d'aucun engagement irrévocable d'apport à l'OPRA.

L'exécution de ces engagements d'apport devraient permettre à l'Indivision Luciani de détenir au moins 88,18% du capital et 93,67% des droits de vote d'IDSUD⁷ après la Réduction de Capital consécutive à l'OPRA.

IDSUD ne détient à la date des présentes, aucune de ses propres Actions.

⁴ Cf. avis de l'AMF 224C0218 du 8 février 2024.

⁵ Communiqué de la Société du 6 février 2024.

⁶ A la date du dépôt du Projet de Note d'Information, le capital de la Société est composé de 494 766 actions ordinaires représentant 851 169 droits de vote théoriques calculés conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF (le nombre total de droits de vote a été déterminé en incluant les actions dépourvues de droits de vote).

⁷ Il est précisé que dans le cadre de ces opérations, l'Indivision Luciani pourrait apporter à une société créée ad hoc sa participation dans IDSUD avec pour effet de faire perdre les droits de vote double attachés aux actions IDSUD apportées. La participation de l'actionnaire majoritaire serait ramenée à 88,18% du capital et 88,10% des droits de vote à l'issue de la Réduction de Capital dans l'hypothèse où seuls les trois actionnaires ayant conclu des engagements d'apport (dont le Groupe Franklin Finance) répondraient à l'OPRA.

L'OPRA constituera une opportunité de liquidité pour les actionnaires leur permettant de céder leurs Actions à une Parité d'Échange représentant une prime de 103,06% par rapport au cours de clôture de l'Action IDSUD, de 90,00 euros au 24 janvier 2024 (dernière séance avant l'annonce du projet d'OPRA) et sur la base du cours de l'action FDJ à cette même date de 36,20 euros. La Parité d'Échange correspond à un prix de l'Action IDSUD de 182,75 euros, sur la base de ce cours de bourse de FDJ de 36,20 euros.

En outre, les actionnaires de la Société apportant leurs Actions à l'OPRA détiendront des actions FDJ dont la liquidité est très nettement supérieure à celle d'IDSUD.

L'OPRA ne remet pas en cause la capacité de la Société à financer sa croissance organique.

M. Jérémie Arnould-Luciani et Mme Marie-Thérèse Luciani qui forment une indivision (ensemble l'« **Indivision Luciani** »), détiennent au total 356 049 Actions représentant 71,96% du capital et 83,66% des droits de vote de la Société. A cet égard, IDSUD a été informée que l'Indivision Luciani envisage d'initier, sous réserve de la réalisation de l'OPRA, un projet d'offre publique d'achat simplifiée (l'« **OPAS** ») visant le solde des Actions de la Société qu'elle ne détiendrait pas après la Réduction de Capital. L'OPAS serait payée exclusivement en numéraire et son prix unitaire (dividende attaché), qui serait fixé au plus tard à la date de son dépôt auprès de l'AMF, serait égal à la somme de cinq (5) fois le cours de l'action FDJ à la clôture de la séance la veille du dépôt du projet d'OPAS et 1,75 euro. L'OPAS, devant intervenir après l'OPRA et la Réduction de Capital, serait ainsi réalisée au cours du second semestre 2024 selon le calendrier indicatif envisagé.

L'Indivision Luciani a l'intention de demander à l'AMF, la mise en œuvre, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'OPAS, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les Actions IDSUD non apportées à l'OPAS (à l'exception des Actions auto-détenues par IDSUD) en contrepartie d'une indemnité égale au prix de l'OPAS, nette de tous frais dans le cadre des dispositions de l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF (le « **Retrait Obligatoire** ») dans le cas où, à l'issue de l'OPAS, le nombre d'Actions IDSUD non présentées par les actionnaires minoritaires ne représenteraient pas plus de plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société.

1.2.2. Situation de l'Indivision Luciani

L'Indivision Luciani et Marie-Thérèse Luciani ont informé IDSUD qu'elles n'apporteraient pas leurs 356 049 Actions à l'OPRA représentant 71,96% du capital social et 83,66% des droits de vote théoriques de la Société et ont conclu ainsi un engagement irrévocable de non présentation de leur participation à l'Offre.

Par conséquent, dans le cadre des dispositions de l'article 261-1 I 1° et 3° du règlement général de l'AMF et, dans le cas où l'OPAS serait suivie d'un Retrait Obligatoire, de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF⁸, le conseil de surveillance de la Société a désigné le cabinet BM&A, représenté par Monsieur Pierre Béal, en qualité d'expert indépendant dans le cadre du projet d'OPRA étant précisé que sa mission s'étendra à l'OPAS qui serait ensuite initiée directement ou indirectement par l'Indivision Luciani (l'« **Expert Indépendant** »). Cette désignation a été décidée le 8 février 2024 par le conseil de surveillance, à l'unanimité de ses membres (la Présidente du conseil de surveillance, M^{me} Marie-Thérèse Luciani, ne prenant pas part au vote). Il est précisé qu'au regard de la taille actuelle du conseil de surveillance, actuellement composé de trois membres, il a été décidé de ne pas constituer un comité ad hoc.

1.2.3. Répartition du capital et des droits de vote de la Société

1.2.3.1 Capital social d'IDSUD

A la date du dépôt du Projet de Note d'Information, le capital social de la Société s'élève à 5 508 858 euros, divisé en 494 766 Actions ordinaires entièrement libérées et toutes de même catégorie et de valeur nominale non définie par les statuts.

⁸ Cf. avis de l'AMF 224C0218 du 8 février 2024.

1.2.3.2 Composition de l'actionariat de la Société

À la connaissance de la Société, le capital et les droits de votes théoriques de la Société, à la date du dépôt du Projet de Note d'Information, sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% capital	Nombre de droits de vote théoriques	% droits de vote théoriques
Indivision Luciani	356 048	71,96%	712 096	83,66%
Marie-Thérèse Luciani	1	ns	1	ns
Total famille Luciani	356 049	71,96%	712 097	83,66%
Groupe Franklin Finance	85 537	17,29%	85 537	10,05%
Autres actionnaires (dont le CIC) ayant conclus des engagements d'apport à l'OPRA	5 451	1,10%	5 451	0,64%
Autres actionnaires	47 729	9,65%	48 084	5,65%
Total	494 766	100,00%	851 169	100,00%

IDSUD ne détient à la date des présentes, aucune de ses propres Actions.

1.2.3.3 Engagements d'apport à l'OPRA

Le 31 mai 2024, le Groupe Franklin Finance s'est engagé irrévocablement et inconditionnellement à présenter la totalité de ses Actions à l'OPRA.

Des engagements irrévocables et inconditionnels d'apport à l'OPRA ont été conclus les 29 mai 2024 et 3 juin 2024 par deux autres actionnaires minoritaires d'IDSUD avec la Société, confirmant leurs engagements antérieurs⁹, portant sur un montant de 5 451 Actions au total, représentant ensemble 1,10% du capital social.

Par conséquent, l'exécution de ces engagements d'apport devraient permettre à l'Indivision Luciani de détenir au moins 88,18% du capital et 93,67% des droits de vote d'IDSUD¹⁰ après la Réduction de Capital consécutive à l'OPRA.

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

1.3.1. Stratégie et orientation en matière d'activité

Durant le dernier exercice écoulé, IDSUD a tout mis en œuvre pour préserver et sauvegarder ses activités historiques directement liées au tourisme que sont le change de devises et l'agence de voyages et restructurer en profondeur son activité Energie.

Les résultats déficitaires de sa filiale IDSUD Energies, constatés sur les exercices 2021 et 2022, ont révélé l'inefficacité de l'ancien modèle organisationnel. À la suite des difficultés économiques et financières nées de l'ancienne gestion de cette filiale, IDSUD a poursuivi son soutien au redressement d'IDSUD Energies au cours l'exercice clos le 31 décembre 2023. Par ailleurs, IDSUD Voyages, filiale

⁹ Communiqué de la Société du 6 février 2024.

¹⁰ Il est précisé que dans le cadre de ces opérations, l'Indivision Luciani pourrait apporter à une société créée ad hoc sa participation dans IDSUD avec pour effet de faire perdre les droits de vote double attachés aux actions IDSUD apportées. La participation de l'actionnaire majoritaire serait ramenée à 88,18% du capital et 88,10% des droits de vote à l'issue de la Réduction de Capital dans l'hypothèse où seuls les trois actionnaires ayant conclu des engagements d'apport (dont le Groupe Franklin Finance et le CIC) répondraient à l'OPRA.

d'IDSUD, qui avait fait face à un contexte dégradé affecté par des crises globalisées successives (Covid-19 et guerre en Ukraine) et des changements de comportement subséquents de sa clientèle (recours au télétravail), a bénéficié d'un retour à « la normale » pré-Covid. IDSUD Voyages entend poursuivre avec prudence ses efforts de redéploiement du fait de la persistance des tensions géopolitiques ou des conflits armés (guerre en Ukraine, conflit israélo-palestinien, attaques et actes de piraterie en mer Rouge etc...) ainsi que des pressions inflationnistes.

La Société a l'intention de renforcer le développement d'IDSUD Energies en changeant en profondeur son *business model* et de poursuivre les activités d'IDSUD Voyages et son activité de change.

1.3.2. Intentions de la Société en matière d'emploi et de composition des organes sociaux et de direction

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

1.3.3. Composition des organes sociaux et de direction

La Société n'envisage pas de changement au sein de ses organes sociaux et de sa direction.

1.3.4. Politique de distribution de dividendes

La politique de distribution de dividendes de la Société est déterminée par ses organes sociaux en fonction des capacités distributives, de la situation financière et des besoins financiers de la Société et de ses filiales. Cette politique sera notamment appréciée au regard des investissements nécessaires au développement de l'activité d'IDSUD Energies et d'IDSUD Voyages et de change. La Société n'a pas distribué de dividendes au cours des trois dernières années.

1.3.5. Statut juridique de la Société et structure du groupe

Aucune transformation du groupe ou modification des statuts n'est envisagée à la suite de l'OPRA, à l'exception des modifications statutaires requises le cas échéant afin de refléter les conséquences de la Réduction de Capital consécutive à la réalisation de l'OPRA. Toutefois, en cas de réalisation, si les conditions exigées par la réglementation sont réunies, du Retrait Obligatoire à l'issue de l'OPAS et de la radiation des Actions d'Euronext Growth consécutivement au Retrait Obligatoire, la Société pourrait être transformée en société par actions simplifiée et sa gouvernance serait ainsi modifiée.

1.3.6. Intention concernant la cotation des Actions de la Société à l'issue de l'OPRA

A part une réduction de la liquidité du marché des Actions IDSUD sur Euronext Growth, l'OPRA n'aura pas de conséquence immédiate sur la cotation des Actions IDSUD sur Euronext Growth.

Toutefois, l'Indivision Luciani a fait savoir qu'elle avait l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire à l'issue de l'OPAS si les conditions prévues par la réglementation le lui permettent et par suite, la radiation des Actions d'Euronext Growth. Ainsi, dans l'hypothèse où, à la clôture de l'OPAS, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs Actions à l'OPAS ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, l'initiateur de l'OPAS demandera à l'AMF, dès la clôture de l'OPAS ou au plus tard dans les trois mois suivant sa clôture, la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire dans les conditions de l'article L. 433-4, II du code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, afin de se voir transférer les Actions IDSUD non apportées à l'OPAS moyennant une indemnisation en numéraire égale au prix de l'OPAS (soit cinq (5) fois le cours de l'action FDJ à la clôture de la séance la veille du dépôt du projet d'OPAS et 1,75 euro) étant précisé que cette procédure de Retrait Obligatoire entraînerait la radiation des Actions IDSUD d'Euronext Growth.

L'OPAS devrait être réalisée au cours du second semestre 2024.

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

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

à la suite de l'Offre.

2. CARACTERISTIQUES DE L'OPRA

2.1. Conditions de l'OPRA

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Établissement Présentateur, agissant pour le compte de la Société, a déposé le projet d'OPRA auprès de l'AMF le 5 juin 2024 sous la forme d'une offre publique de rachat d'actions portant sur un nombre maximum de 138 717 Actions de la Société (représentant, à la date des présentes 28,04% du capital social et 16,34% des droits de vote théoriques de la Société¹¹).

L'OPRA est effectuée sous réserve de l'approbation par l'AGM convoquée le 25 juin 2024 de la résolution relative à la Réduction de Capital en vue de permettre un rachat selon la Parité d'Echange (d'une (1) action IDSUD contre cinq (5) actions FDJ et 1,75 euro).

La Famille Luciani a fait part à la Société de son intention de voter lors de l'AGM en faveur de la résolution modifiant l'autorisation relative à la Réduction de Capital en vue de permettre un rachat selon la Parité d'Echange.

2.2. Termes de l'OPRA

À l'issue de l'AGM de la Société convoquée le 25 juin 2024, et sous réserve de la réalisation des conditions susvisées (paragraphe 2.1 ci-dessus), la Société proposera à ses actionnaires de racheter un nombre maximum de 138 717 actions de la Société en vue de leur annulation dans le cadre d'une offre publique de rachat d'actions réalisée par voie d'échange contre des actions FDJ qu'elle détient en portefeuille, selon la Parité d'Echange de cinq (5) actions FDJ et 1,75 euro contre une (1) Action IDSUD.

La Société a été informée par l'Indivision Luciani que celle-ci n'envisage pas de céder sa participation dans la Société à l'issue de l'OPRA. L'Indivision Luciani a l'intention d'augmenter sa participation au capital d'IDSUD dans le cadre de l'OPAS qui serait déposée à l'issue de l'OPRA afin de mettre en œuvre une procédure de Retrait Obligatoire, si les conditions exigées par la réglementation sont réunies.

2.3. Titres visés par l'Offre

A la date du dépôt du Projet de Note d'Information, le capital de la Société est composé de 494 766 Actions représentant 851 169 droits de vote théoriques.

Comme indiqué ci-avant, à la date du présent Projet de Note d'Information, l'OPRA porte par conséquent sur un nombre maximum de 138 717 Actions de la Société représentant 28,04% du capital social et 16,34% des droits de vote théoriques¹² de la Société correspondant à l'intégralité des actions non détenues par l'Indivision Luciani.

2.4. Instruments financiers donnant accès au capital de la Société

Il n'existe, à la date du présent Projet de Note d'Information, aucun titre de capital ni aucun instrument financier autres que les Actions de la Société pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital ou aux droits de vote de la Société.

2.5. Mécanisme de réduction

Toutes les demandes de rachat d'Actions IDSUD dans le cadre de l'OPRA seront intégralement servies et aucune réduction ne sera appliquée aux demandes de rachat, compte tenu du nombre d'Actions visées et de l'engagement de non-apport de l'Indivision Luciani. En conséquence, lors de leur demande de rachat, les actionnaires ne seront pas tenus de faire bloquer les Actions non présentées au rachat et dont

¹¹ A la date du dépôt du Projet de Note d'Information, le capital de la Société est composé de 494 766 actions ordinaires représentant 851 169 droits de vote théoriques calculés conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

¹² Calculés conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

ils auront déclaré être propriétaires sur le compte tenu par leur intermédiaire financier jusqu'à la publication du résultat de l'OPRA.

2.6. Modalités de l'OPRA

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Établissement Présentateur, agissant pour le compte de la Société, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 5 juin 2024 sous la forme d'une offre publique de rachat dont la mise en œuvre est subordonnée à l'approbation de la résolution modifiant l'autorisation relative à la Réduction de Capital en vue de permettre un rachat selon la Parité d'Echange.

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

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principales caractéristiques de l'Offre et précisant les modalités de mise à disposition du Projet de Note d'Information a été diffusé par la Société le 5 juin 2024.

L'OPRA et le présent Projet de Note d'Information restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF publiera sur son site Internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité motivée relative à l'OPRA après s'être assurée de la conformité de cette Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette déclaration de conformité emportera visa de la Note d'Information.

La note d'information visée par l'AMF (la « **Note d'Information** ») et les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'IDSUD seront, conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenues gratuitement à la disposition du public auprès d'IDSUD et de l'Établissement Présentateur au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'OPRA. Ces documents seront également disponibles sur le site internet dédié d'IDSUD (<https://www.opra-idsud.com>) et le site internet de l'AMF (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé en application des dispositions de l'article 221-4 IV du règlement général de l'AMF.

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

L'OPRA est soumise au droit français. Tout différend ou litige, de quelque nature que ce soit, se rattachant à la présente OPRA re sera porté devant les tribunaux compétents.

2.7. Procédure d'apport à l'Offre

L'OPRA sera ouverte pendant une période de vingt (20) jours calendaires minimum.

L'OPRA sera centralisée par Euronext Paris.

Les actionnaires de la Société qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'OPRA dans les conditions proposées devront remettre un ordre d'apport à l'OPRA suivant les modalités retenues par l'intermédiaire financier auprès duquel leurs Actions sont inscrites en compte.

Les ordres d'apport à l'OPRA devront être transmis par les actionnaires à leurs intermédiaires financiers, au plus tard le dernier jour de l'Offre, étant précisé que ces ordres d'apport pourront être révoqués à tout moment jusqu'à la clôture de l'OPRA, date au-delà de laquelle ils deviendront irrévocables.

Les Actions IDSUD inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société tenus par Uptevia, devront être converties au nominatif administré pour être apportées à l'OPRA, à moins que leurs titulaires ne demandent la conversion au porteur, auquel cas ces Actions perdront les avantages attachés à la forme nominative. Par dérogation à ce qui précède, les actionnaires dont les titres sont inscrits au nominatif pur auront également la possibilité d'apporter leurs titres à l'OPRA centralisée par Euronext Paris, sans

conversion préalable au nominatif administré ou au porteur, par l'intermédiaire de Uptevia agissant en tant que teneur de registre des Actions IDSUD.

Les éventuels frais dus par les actionnaires apportant leurs Actions à l'OPRA ne seront pas pris en charge par la Société.

Les Actions apportées à l'OPRA devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, ou toute autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. La Société se réserve le droit d'écarter toutes les Actions apportées qui ne répondraient pas à cette condition.

L'article 8 des statuts de la Société confère un droit de vote double à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription au nominatif pendant une période d'au moins cinq ans au nom d'un même actionnaire. Par conséquent, les actionnaires détenteurs d'Actions à droit de vote double et d'Actions à droit de vote simple, qui ne souhaiteraient apporter qu'une partie de leurs Actions à l'OPRA et en priorité leurs Actions à droit de vote simple, devront en faire spécifiquement la demande auprès de leur intermédiaire financier (après le cas échéant, la conversion de la détention en nominatif pur en nominatif administré s'agissant ceux qui détiennent leurs actions au nominatif pur).

2.8. Règlement du prix – Annulation des Actions rachetées

L'OPRA sera centralisée par Euronext Paris.

L'échange des Actions IDSUD contre des actions FDJ interviendra à l'issue de la centralisation et de la publication par l'AMF des résultats de l'OPRA selon le calendrier de règlement-livraison de l'Offre publié par Euronext Paris.

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

Les Actions annulées ne conféreront plus aucun droit social et ne donneront, notamment, plus droit aux dividendes ou acomptes sur dividendes, réserves, primes ou aux actifs sociaux.

Si les actions présentées à l'OPRA n'atteignent pas le nombre maximal d'Actions à acheter, le capital social de la Société sera réduit à due concurrence des Actions achetées conformément à l'article R. 225-155 du Code de commerce.

2.9. Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'OPRA, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'OPRA. Pendant la durée de l'OPRA, l'AMF peut reporter la date de clôture de l'Offre.

Le calendrier indicatif de l'OPRA est présenté ci-après :

4 juin 2024	Remise du rapport de l'Expert Indépendant Avis motivé du conseil de surveillance de la Société sur l'intérêt de l'OPRA pour la Société, ses actionnaires et ses salariés
5 juin 2024	Dépôt auprès de l'AMF du Projet de Note d'Information sous condition suspensive de l'approbation par l'AGM convoquée le 25 juin 2024 de la résolution modifiant l'autorisation relative à la Réduction de Capital en vue de permettre un rachat selon la Parité d'Echange Mise à disposition du public et mise en ligne du Projet de Note d'Information sur le site Internet de l'AMF et sur un site internet dédié (https://www.opra-idsud.com/)

	Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note d'Information
25 juin 2024	Déclaration de conformité de l'OPRA par l'AMF emportant visa de la Note d'Information (sous condition suspensive de l'approbation par l'AGM convoquée le 25 juin 2024 de la résolution modifiant l'autorisation relative à la Réduction de Capital en vue de permettre un rachat selon la Parité d'Echange)
25 juin 2024	AGM approuvant l'autorisation de la Réduction de Capital à la Parité d'Echange
25 juin 2024	Dépôt au greffe du tribunal de commerce de Marseille du procès-verbal de l'AGM ¹³ incluant l'autorisation de la Réduction de Capital à la Parité d'Echange Ouverture du délai d'opposition des créanciers de la Société
25 juin 2024	Diffusion par la Société d'un communiqué indiquant l'adoption par l'AGM de la Société de la résolution relative à la Réduction de Capital, levant les conditions de l'OPRA
26 juin 2024	Dépôt auprès de l'AMF d'un document comprenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, comptables et financières de la Société prévu à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF
26 juin 2024	Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet d'IDSUD et de l'AMF de la Note d'Information et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'IDSUD sur le site Internet de l'AMF et sur un site internet dédié (https://www.opra-idsud.com/) Diffusion du communiqué informant de la mise à disposition de la Note d'Information d'IDSUD et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'IDSUD
26 juin 2024	Publication par l'AMF et Euronext de l'avis d'ouverture de l'OPRA
26 juin 2024	Publication de l'avis d'achat dans un journal d'annonces légales et au BALO, conformément aux articles R. 225-153, R. 22-10-38 et R. 225-154 du Code de commerce
27 juin 2024	Ouverture de l'OPRA
15 juillet 2024	Expiration du délai d'opposition des créanciers de la Société de 20 jours calendaires prévu aux articles L. 225-205 et R. 225-152 du Code de commerce dans le cadre de l'AGE
17 juillet 2024 (inclus)	Clôture de l'OPRA
30 juillet 2024 (au plus tard)	Publication de l'avis de résultat de l'OPRA par l'AMF Publication par Euronext Paris de l'avis relatif au résultat de l'OPRA (centralisation) et aux modalités du règlement-livraison
1 ^{er} août 2024	Règlement-livraison de l'OPRA
2 août 2024	Décision du Directoire constatant les résultats de l'Offre et décidant l'annulation des Actions rachetées dans le cadre de l'OPRA et la réalisation définitive de la Réduction de Capital

¹³ Enregistré sous le numéro 2024/12031.

2.10. Financement de l'OPRA

L'OPRA est réglée intégralement en actions FDJ détenues en portefeuille selon la Parité d'Echange. Un nombre maximum de 693 585 actions FDJ pourra être remis en échange des Actions IDSUD apportées dans le cadre de l'OPRA. Il est rappelé à ce titre que la Société détient 2 797 064 actions FDJ, soit 1,46% des actions composant le capital de La Française des Jeux¹⁴ à la date du dépôt du présent Projet de Note d'Information.

2.11. Frais de l'OPRA

Les honoraires et frais engagés en vue de la réalisation de l'OPRA (notamment les honoraires et frais des conseillers financiers, conseillers juridiques, expert indépendant et commissaires aux comptes, ainsi que les frais de communication, contributions dues à l'AMF et autres taxes et/ou commissions applicables) s'élèvent à environ 1,2 millions d'euros.

Les frais seront payés au moyen de la trésorerie disponible de la Société.

2.12. Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière d'IDSUD

2.12.1. Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote

A la date du dépôt du Projet de Note d'Information, le capital de la Société est divisé en 494 766 Actions ordinaires représentant 851 169 droits de vote théoriques répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% capital	Nombre de droits de vote théoriques	% droits de vote théoriques
Indivision Luciani	356 048	71,96%	712 096	83,66%
Marie-Thérèse Luciani	1	ns	1	ns
Total famille Luciani	356 049	71,96%	712 097	83,66%
Groupe Franklin Finance	85 537	17,29%	85 537	10,05%
Autres actionnaires ayant conclus des engagements d'apport à l'Offre	5 451	1,10%	5 451	0,64%
Autres actionnaires	47 729	9,65%	48 084	5,65%
Total	494 766	100,00%	851 169	100,00%

¹⁴ Les informations relatives à FDJ sont accessibles depuis le site institutionnel de La Française des Jeux (<https://www.groupefdj.com/>).

L'actionnariat évoluerait comme suit, après la Réduction de Capital (annulation des Actions IDSUD apportées à l'OPRA) en retenant les hypothèses suivantes : (a) de présentation à l'OPRA des Actions soumises à des engagements irrévocables d'apport et (b) d'un taux de réponse à l'OPRA de 25% (cas A ci-dessous), de 50% (cas B ci-dessous) ou de 100% (cas C ci-dessous) des actionnaires n'ayant pas fait part de leur intention d'apporter leurs Actions à l'OPRA :

A. Taux de réponse à l'OPRA de 25%				
Actionnaires	Nombre d'Actions	% capital	Nombre de droits de vote théoriques	% droits de vote théoriques
Indivision Luciani	356 048	90,86%	712 096	95,18%
Marie-Thérèse Luciani	1	ns	1	ns
Total famille Luciani	356 049	90,86%	712 097	95,18%
Groupe Franklin Finance	0	0	0	0
Autres actionnaires ayant conclus des engagements d'apport à l'Offre	0	0	0	0
Autres actionnaires	35 797	9,14%	36 063	4,82%
Total	391 846	100,00%	748 160	100,00%

B. Taux de réponse à l'OPRA de 50%				
Actionnaires	Nombre d'Actions	% capital	Nombre de droits de vote théoriques	% droits de vote théoriques
Indivision Luciani	356 048	93,72%	712 096	96,73%
Marie-Thérèse Luciani	1	ns	1	ns
Total famille Luciani	356 049	93,72%	712 097	96,73%
Groupe Franklin Finance	0	0	0	0
Autres actionnaires ayant conclus des engagements d'apport à l'Offre	0	0	0	0
Autres actionnaires	23 865	6,28%	24 042	3,27%
Total	379 914	100,00%	736 139	100,00%

C. Taux de réponse à l'OPRA de 100%

Actionnaires	Nombre d'Actions	% capital	Nombre de droits de vote théoriques	% droits de vote théoriques
Indivision Luciani	356 048	99,99%	712 096	99,99%
Marie-Thérèse Luciani	1	ns	1	ns
Total famille Luciani	356 049	100,00%	712 097	100,00%
Groupe Franklin Finance	0	0	0	0
Autres actionnaires ayant conclus des engagements d'apport à l'Offre	0	0	0	0
Autres actionnaires	0	0	0	0
Total	356 049	100,00%	712 097	100,00%

2.12.2. Incidence sur les capitaux propres

L'incidence de l'OPRA sur les capitaux propres et les résultats de la Société présentés ci-après ont été effectués à partir des comptes sociaux de la Société au 31 décembre 2023 sur la base des hypothèses suivantes :

- rachat de l'intégralité des 138 717 actions visés par l'Offre ;
- annulation des actions ainsi rachetées ;
- nombre d'actions composant le capital de la Société égal à 356 049 à la suite des opérations de réduction de capital ;
- un cours de bourse de la FDJ à la clôture au 24 janvier 2024, veille de la suspension (36.20 €) ;
- les frais liés à l'opération sont estimés à 1,2 M€ ; et
- le taux d'imposition théorique appliqué aux frais engendrés lors de l'opération s'estime à 25,0% sur la base des résultats publiés au 31 décembre 2023.

Au 31 décembre 2023		
	Avant rachat et annulation	Après rachat et annulation de 100% des actions visées par l'Offre
Nombre d'actions (hors auto-détention et sur une base diluée)	494 766	356 049
Capitaux propres (M€)	7,4	5,3
Résultat net (M€)	18,7	41,9
Capitaux propres par action (€)	15,0	14,8
Résultat net par action (€)	37,8	117,8
Endettement financier net (M€)	(1,1)	(0,3)

2.12.3. Incidence sur la capitalisation boursière

La capitalisation boursière de la Société, au regard du capital social d'IDSUD, composé de 494 766 actions, s'élevait à :

- 84,1 millions d'euros en retenant le cours de clôture de l'action IDSUD à la date précédant le dépôt du présent Projet de Note d'Information, de 170,00 euros ;
- 44,5 millions d'euros en retenant le cours de clôture de l'action IDSUD au 24 janvier 2024¹⁵, de 90,00 euros.

À l'issue de l'Offre et de la Réduction de Capital, dans l'hypothèse où la totalité des Actions susceptibles d'être apportées à l'OPRA le serait effectivement, le nombre d'Actions d'IDSUD serait de 356 049 et la capitalisation boursière d'IDSUD s'élèverait, au regard du cours de clôture à la date précédant le dépôt du présent Projet de Note d'Information, à 60,5 millions d'euros et à 32,0 millions d'euros au regard du cours de clôture au 24 janvier 2024.

2.13. Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'OPRA ou son issue - Engagement des principaux actionnaires de la Société

L'Indivision Luciani a informé IDSUD qu'elle n'apporterait pas ses Actions à l'OPRA et a conclu un engagement irrévocable de ne pas présenter ses Actions à l'Offre.

Le 31 mai 2024, le Groupe Franklin Finance s'est engagé irrévocablement et inconditionnellement à présenter la totalité de ses Actions à l'OPRA.

Des engagements irrévocables d'apport à l'OPRA ont été conclus les 29 mai 2024 et 3 juin 2024 par deux autres actionnaires minoritaires d'IDSUD avec la Société, confirmant leurs engagements antérieurs¹⁶, portant sur un montant de 5 451 Actions au total, représentant ensemble 1,10% du capital social.

Par conséquent, l'exécution de ces engagements d'apport devraient permettre à l'Indivision Luciani de détenir au moins 88,18% du capital et 93,67% des droits de vote d'IDSUD¹⁷ après la Réduction de Capital

¹⁵ Cours de clôture à la veille de la suspension de cours précédant l'annonce de l'Offre et de ses principales caractéristiques.

¹⁶ Communiqué de la Société du 6 février 2024.

¹⁷ Il est précisé que dans le cadre de ces opérations, l'Indivision Luciani pourrait apporter à une société créée ad hoc sa participation dans IDSUD avec pour effet de faire perdre les droits de vote double attachés aux Actions IDSUD apportées. La participation de l'actionnaire majoritaire serait ramenée à 88,18% du capital et 88,10% des droits de vote à l'issue de la Réduction de Capital dans

consécutives à l'OPRA.

2.14. Restrictions concernant l'OPRA à l'étranger

L'OPRA est faite exclusivement en France.

Le présent Projet de Note d'Information n'est pas destiné à être distribué dans des pays autres que la France.

L'OPRA n'a fait l'objet d'aucun enregistrement ni d'aucun visa en dehors de la France. Les actionnaires d'IDSUD en dehors de France ne peuvent participer à l'OPRA, à moins que la loi et la réglementation qui leur sont applicables ne leur permettent sans qu'aucune autre formalité ou publicité ne soit requise de la part de la Société. En effet, la participation à l'OPRA et la distribution du présent Projet de Note d'Information peuvent faire l'objet de restrictions en dehors de France. L'OPRA ne s'adresse pas aux personnes faisant l'objet de telles restrictions, directement ou indirectement, et n'est pas susceptible d'acceptation s'agissant d'ordres émanant de pays au sein desquels l'OPRA fait l'objet de restrictions. Les personnes en possession du Projet de Note d'Information doivent se conformer aux restrictions en vigueur au sein de leur pays. Le non-respect de ces restrictions peut constituer une violation des lois et règlements applicables aux places de marché des pays en question. La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions qui lui sont applicables.

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

Le présent Projet de Note d'Information ne constitue pas une extension de l'OPRA aux États-Unis et l'Offre n'est pas proposée, directement ou indirectement, aux États-Unis, aux personnes résidant aux États-Unis, par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou de commerce (incluant de manière non limitative la transmission par fax, téléphone et par courrier électronique) aux États-Unis, ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire du présent Projet de Note d'Information, aucun autre document lié au présent Projet de Note d'Information ni aucun document relatif à l'OPRA ne peut être envoyé par la poste, communiqué ou publié par un intermédiaire ou n'importe quelle autre personne aux États-Unis sous quelque forme que ce soit. Aucun actionnaire de la Société ne peut apporter ses Actions à l'OPRA, s'il n'est pas en mesure de déclarer : (i) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis une copie du présent Projet de Note d'Information, ou de quelque autre document lié à l'OPRA, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents vers les États-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunication ou d'autres instruments de commerce ou encore les services d'une bourse de valeurs aux États-Unis en lien avec l'OPRA, (iii) qu'il n'était pas aux États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'OPRA ou communiqué l'ordre d'apport de ses Actions et (iv) qu'il n'est ni mandataire ni représentant agissant pour le compte d'une autre personne qui lui aurait communiqué des instructions depuis les États-Unis. Les intermédiaires habilités n'auront pas le droit d'accepter d'ordre d'apport d'Actions qui ne respecteraient pas les dispositions précitées (à moins d'une autorisation ou d'un ordre contraire de la part de la Société, ou fait en son nom, et laissé à sa discrétion).

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

2.15. Régime fiscal de l'Offre

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que les informations contenues dans la présente section du présent Projet de Note d'Information ne constituent qu'un simple résumé du régime fiscal applicable aux actionnaires de la Société participant à l'Offre, donné à titre d'information générale, et n'ont pas vocation à constituer une analyse exhaustive des conséquences fiscales ou des dispositifs fiscaux de faveur susceptibles de s'appliquer à eux.

Les informations fiscales mentionnées dans la présente section sont fondées sur la législation fiscale française en vigueur à ce jour et sont donc susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications

l'hypothèse où seuls les trois actionnaires ayant conclu des engagements d'apport (dont le Groupe Franklin Finance et le CIC) répondraient à l'OPRA.

législatives (en particulier dans le cadre des lois de finances pour 2025 et de finances rectificative pour 2024) et réglementaires, assorties le cas échéant d'un effet rétroactif, ou par un changement dans leur interprétation par l'administration fiscale française ou par les tribunaux.

Il est donc recommandé aux actionnaires de s'assurer, auprès d'un conseiller fiscal habilité, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier. En particulier, le cas des personnes détenant directement ou indirectement des Actions acquises dans le cadre d'un plan d'épargne d'entreprise ou de groupe ou au titre d'un dispositif d'actionnariat salarié (options, actions gratuites) n'étant pas détaillé dans le présent Projet de Note d'Information, celles-ci sont invitées à vérifier auprès de leur conseiller fiscal habituel le régime fiscal applicable à leur situation particulière.

Les personnes n'ayant pas leur résidence fiscale en France doivent, en outre, se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence fiscale, en tenant compte, le cas échéant, de l'application d'une convention fiscale internationale signée entre la France et cet État.

De façon générale, en application de l'article 112-6° du Code général des impôts ("**CGI**") le régime fiscal des plus-values de cession de valeurs mobilières est applicable aux actionnaires personnes physiques et personnes morales de la Société qui participent à l'Offre, qu'ils soient domiciliés en France ou hors de France. En effet, lorsqu'une société procède au rachat de ses propres titres, les sommes attribuées aux actionnaires ne sont pas considérées comme des revenus distribués, mais relèvent du régime des plus-values.

2.15.1. Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel dans les mêmes conditions qu'un professionnel

Le cas des personnes physiques qui réaliseraient des opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations n'étant pas détaillé dans le présent Projet de Note d'Information, celles-ci sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

2.15.1.1 Régime de droit commun

Les actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France participant à l'OPRA réaliseront un gain ou une perte, égal à la différence entre le montant perçu par l'actionnaire (soit la valeur réelle des actions FDJ reçues augmentée des 1,75 euros reçus en numéraire) et le prix de revient fiscal des actions rachetées. Ce gain (ou cette perte) sera soumis au régime fiscal des plus-values (ou des moins-values).

Impôt sur le revenu des personnes physiques

En application des dispositions des articles 150-0 A et suivants, 158, 6 bis et 200 A du CGI, les gains nets de cession de valeurs mobilières et titres assimilés réalisés par des personnes physiques sont, en principe, soumis à un prélèvement forfaitaire unique ("**PFU**") au taux de 12,8%, résultant en un taux global d'imposition de 30% avec les prélèvements sociaux.

Toutefois, en application des dispositions du 2 de l'article 200 A du CGI, les gains nets de cession de valeurs mobilières et titres assimilés peuvent, par dérogation à l'application du PFU, et sur option expresse, globale et irrévocable du contribuable, être pris en compte pour la détermination du revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu (tranche marginale de 45% au-delà d'un revenu net imposable de 177 k€). L'option est exercée chaque année lors du dépôt de la déclaration de revenus, au plus tard avant la date limite de déclaration et s'applique à l'ensemble des revenus, gains nets, profits, plus-values et créances entrant dans le champ d'application du PFU.

Si une telle option est exercée, les gains nets de cessions de valeurs mobilières et de titres assimilés acquis ou souscrits avant le 1er janvier 2018 pris en compte pour la détermination du revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu pourront se voir appliquer un abattement pour durée de détention de droit commun prévu à l'article 150-0 D 1 ter du CGI, égal à :

- 50% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins deux ans et moins de huit

ans, à la date de cession ;

- 65% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins huit ans, à la date de la cession.

Sauf exceptions, la durée de détention est décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des actions.

Ces abattements pour durée de détention ne sont pas applicables aux Actions acquises ou souscrites à compter du 1^{er} janvier 2018.

Les personnes disposant de moins-values reportables ou réalisant une moins-value au cours de l'exercice de réalisation de l'OPRA ou lors de la cession des Actions dans le cadre de l'OPRA sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour étudier les conditions d'utilisation de ces moins-values. Le cas échéant, l'apport des Actions à l'OPRA aura pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures à raison des mêmes Actions apportées à l'OPRA.

Prélèvements sociaux

Les gains nets de cession de valeurs mobilières et de titres assimilés réalisés par les personnes physiques susvisées dans le cadre de l'Offre sont également soumis, sans abattement, aux prélèvements sociaux au taux global de 17,2% répartis comme suit :

- 9,2% au titre de la contribution sociale généralisée (« **CSG** ») ;
- 0,5% au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« **CRDS** ») ;
- 7,5% au titre du prélèvement de solidarité.

Si les gains nets sont soumis au PFU au taux de 12,8%, ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles du revenu imposable. En cas d'option des contribuables pour l'assujettissement de ces gains au barème progressif de l'impôt sur le revenu, la CSG sera partiellement déductible du revenu imposable l'année de son paiement (à hauteur de 6,8%).

Contributions exceptionnelles sur les hauts revenus¹⁸

En vertu de l'article 223 sexies du CGI, les contribuables passibles de l'impôt sur le revenu sont redevables d'une contribution assise sur le montant du revenu fiscal de référence du foyer fiscal (tel que défini au 1^o du IV de l'article 1417 du CGI, qu'il soit tenu compte des plus-values mentionnées au I de l'article 150-0 B ter, retenues pour leur montant avant application de l'abattement mentionné aux 1 ter ou 1 quater de l'article 150-0 D du CGI, pour lesquelles le report d'imposition expire et sans qu'il soit fait application des règles de quotient définies à l'article 163-0 A du CGI, mais après application éventuelle des règles spécifiques de quotient telles que définies à l'article 223 sexies II) lorsque ce dernier excède certaines limites. Le revenu de référence visé comprend notamment les gains nets de cession des actions réalisés par les contribuables concernés (avant application de l'abattement pour une durée de détention lorsque celui-ci est applicable, en cas d'option pour le barème progressif).

Cette contribution est calculée en appliquant au revenu fiscal de référence, un taux qui diffère en fonction de la situation de famille :

Contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés :

- taux de 3% sur la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 250.000 euros et inférieure ou égale à 500.000 euros ;

¹⁸ Sous réserve de l'application des conventions fiscales internationales, la contribution est susceptible de concerner non seulement les personnes fiscalement domiciliées en France qui disposent de revenus de source française ou étrangère entrant dans la composition du revenu fiscal de référence, mais aussi les non-résidents qui disposent de revenus de source française entrant dans la composition du revenu fiscal de référence (BOI-IR-CHR, n°30), dont font partie notamment les plus-values soumises au prélèvement prévu à l'article 244 bis B du CGI (article 1417, III a bis) du CGI).

- taux de 4% au-delà ;

Contribuables mariés ou pacsés, soumis à imposition commune :

- taux de 3% sur la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 500.001 euros et 1.000.000 euros ;
- taux de 4% sur la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 1.000.000 euros.

2.15.1.2 Régime spécifique applicable au Plan d'Épargne en Actions ("PEA")

Les personnes qui détiennent des Actions de la Société dans le cadre d'un PEA pourront participer à l'Offre.

Sous certaines conditions, le PEA ouvre droit :

- pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, sous réserve notamment que ces produits et plus-values soient réinvestis dans le PEA ;
- au moment de la clôture du PEA, si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA, ou lors d'un retrait partiel s'il intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture, à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan.

Ce gain net n'est pas pris en compte pour le calcul de la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus mais reste soumis aux prélèvements sociaux décrits au paragraphe ci-dessus à un taux susceptible de varier selon la date à laquelle le gain a été acquis ou constaté.

Des dispositions particulières, non décrites dans le présent Projet de Note d'Information sont applicables en cas (i) de réalisation de moins-values, (ii) de clôture du plan avant l'expiration de la cinquième année qui suit l'ouverture du PEA, ou (iii) de sortie du PEA sous forme de rente viagère.

La souscription de titres dans un PEA doit être financée au moyen de liquidités figurant sur le compte espèces du plan¹⁹ et le montant des ventes des valeurs inscrites sur le PEA doit être porté au crédit du compte en espèces²⁰.

Sous réserve de certaines exceptions, tout manquement à l'une des conditions de fonctionnement du PEA entraîne la clôture du plan à la date où le manquement a été commis²¹.

En conséquence :

- d'une part, dès lors que le produit de cession n'est pas réemployé dans le PEA, la cession des Actions de la Société entraînera la clôture du PEA et ;
- d'autre part, les actions FDJ reçues en rémunération de la cession ne pourront pas être inscrites sur le PEA dès lors qu'elles doivent être acquises avec des sommes figurant sur le compte espèces du PEA pour pouvoir y figurer.

Les gains relatifs aux Actions de la Société figurant dans un PEA et apportées à l'OPRA, ne pourront donc pas en principe, bénéficier du régime fiscal de droit commun attaché au PEA et la participation à l'Offre entraînera la clôture du plan.

La plus-value réalisée sur les Actions de la Société détenues dans le cadre d'un PEA sera imposable dans les conditions de droit commun décrites au point 2.15.1.1 pour les personnes physiques.

¹⁹ BOI-RPPM-RCM-40-50-20-20-25/09/2017 n°80.

²⁰ Article L. 221-31 du Code monétaire et financier.

²¹ Article 1765 du CGI.

Si la clôture du plan intervient plus de cinq ans après la date de son ouverture, le gain net réalisé depuis l'ouverture du plan sera exonéré d'impôt sur le revenu au titre de l'année où est intervenue la clôture mais restera soumis aux prélèvements sociaux au taux de 17,2%.

Les personnes détenant leurs Actions dans le cadre d'un PEA et souhaitant participer à l'Offre sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

2.15.2. Actionnaires personnes morales établis en France et assujettis à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun

Les actionnaires personnes morales établis en France participant à l'OPRA réaliseront un gain ou une perte, égal à la différence entre le montant perçu par l'actionnaire (soit la valeur réelle des actions FDJ reçues augmentée des 1,75 euros reçus en numéraire) et le prix de revient fiscal des actions rachetées. Ce gain (ou cette perte) sera soumis au régime fiscal des plus-values (ou des moins-values).

2.15.2.1 Régime de droit commun

Les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession d'actions dans le cadre de l'OPRA seront en principe comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés (ci-après "IS") au taux de droit commun majoré, le cas échéant, d'une contribution sociale de 3,3% assise sur l'impôt sur les sociétés après application d'un abattement ne pouvant excéder 763.000 euros par période de 12 mois (article 235 ter ZC du CGI). Les actionnaires personnes morales de la Société sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de déterminer le taux d'impôt sur les sociétés qui leur est applicable compte-tenu du montant de leur chiffre d'affaires.

Les moins-values constatées à l'occasion de la cession des Actions dans le cadre de l'OPRA viendront, en principe, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun.

Il est enfin précisé que l'apport d'actions à l'OPRA est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report, sursis d'imposition ou régime de faveur qui aurait pu être appliqué dans le cadre d'opérations antérieures.

2.15.2.2 Régime fiscal des plus-values à long terme (« Régime PVLT »)

L'article 112-6 du CGI prévoit que les sommes ou valeurs attribuées aux entreprises associées ou actionnaires lors du rachat par une société de ses propres titres, ne sont pas considérées comme des revenus distribués et relèvent du seul régime des plus-values professionnelles : le traitement fiscal des plus-values et moins-values retirées du rachat dépendra de la qualification des titres rachetés et de leur durée de détention.

Les personnes dont les Actions de la Société auraient la nature de titres de participation²² ou de titres fiscalement assimilés à des titres de participation, sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal pour déterminer le régime qui leur est applicable. Dans le cas où le Régime PVLT leur serait applicable, la plus-value nette à long terme serait exonérée d'impôt sur les sociétés sous réserve de la taxation au taux de droit commun d'une quote-part de frais et charges égale à 12% de son montant brut²³, imposable dans les conditions de droit commun²⁴.

²² Les titres bénéficiant de ce régime de faveur sont les actions qui revêtent ce caractère sur le plan comptable ou qui ouvrent droit au régime des sociétés mères ou les titres acquis en tout ou partie dans le cadre d'une OPA ou d'une OPE (article 82 du PCG) – **A déterminer par les conseils de chaque actionnaire.** Ainsi, ont cette qualification, au sens comptable, les titres dont la possession durable est estimée utile à l'activité de la société détentrice notamment parce qu'elle permet d'exercer une influence sur la société émettrice ou d'en assurer le contrôle. L'acquisition des titres doit avoir pour but de créer un lien durable et de contribuer à l'activité de la société détentrice. Cette intention s'étudie au moment de l'acquisition des titres. Une faible détention d'action ne satisfait pas en principe à la qualification de titres de participation. Cependant, des circonstances exceptionnelles peuvent permettre d'obtenir cette qualification.

²³ Article 219, I a quinquies du CGI.

²⁴ Les moins-values nettes à long terme subies sur la cession de ces titres n'ouvrent droit à aucune autre déduction et ne sont pas reportables.

2.15.3. Actionnaires non-résidents fiscaux de France

En l'état de la législation française en vigueur à ce jour et sous réserve de l'application éventuelle des conventions fiscales internationales, les développements qui suivent résument certaines conséquences fiscales françaises susceptibles de s'appliquer aux personnes physiques qui ne sont pas domiciliées en France au sens de l'article 4 B du CGI ou par des personnes morales qui ne sont pas résidentes fiscales de France sans que la propriété des Actions ne soit rattachable à une base fixe ou à un établissement stable soumis à l'impôt sur les sociétés en France à l'actif duquel seraient inscrits les titres.

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales et des règles particulières éventuellement applicables, le cas échéant, les plus-values réalisées dans le cadre de l'OPRA par des actionnaires non-résident fiscaux de France sont en principe exonérées d'impôt en France (article 244 bis C du CGI), sous réserve (i) que les droits détenus, directement ou indirectement, par le cédant (personne physique ou personne morale ou organisme), avec son conjoint, leurs ascendants et leurs descendants dans les bénéfices sociaux de la Société, n'aient, à aucun moment au cours des cinq dernières années qui précèdent la cession, dépassé ensemble 25% de ces bénéfices et (ii) que le cédant ne soit pas domicilié, établi ou constitué dans un État ou territoire non coopératif ("**ETNC**") au sens de l'article 238-0 A du CGI autre que ceux mentionnés au 2° du 2 bis du même article (article 244 bis B du CGI).

Dans ce dernier cas, quel que soit le pourcentage des droits détenus dans les bénéfices de la société dont les actions sont cédées, les plus-values de cession réalisées dans le cadre de l'OPRA sont imposées au taux forfaitaire de 75%, sauf si l'actionnaire apporte la preuve que les opérations auxquelles correspondent ces profits ont principalement un objet et un effet autres que de permettre leur localisation dans un ETNC, et sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables.

Pour information, l'article 244 bis B du CGI dispose que les sociétés et organismes établis à l'étranger (état membre de l'Union Européenne, Islande, Norvège, Liechtenstein ou tout autre état ou territoire ayant conclu avec la France une convention fiscale qui contient une clause d'assistance administrative en matière d'échange de renseignements et de lutte contre la fraude et l'évasion fiscales qui n'est pas un ETNC) peuvent obtenir, sous certaines conditions, la restitution de la part du prélèvement qui excède l'impôt sur les sociétés dont elles auraient été redevables si leur siège avait été situé en France. Les contribuables qui pourraient être concernés sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel afin de déterminer s'ils peuvent demander la restitution du prélèvement de l'article 244 bis B du CGI dans leur situation particulière.

La liste des ETNC est publiée par arrêté ministériel et mise à jour annuellement. La dernière mise à jour de la liste a été réalisée par l'arrêté du 16 février 2024²⁵ et est composée des États et territoires suivants : Anguilla, Antigua-et-Barbuda, Fédération de Russie, Belize, Bahamas, Iles Turques et Caïques, Seychelles, Vanuatu, Fidji, Guam, Îles Vierges américaines, Palaos, Samoa américaines, Samoa, Trinité et Tobago et Panama. Cette liste comporte à la fois des États répondant aux critères de classement initiaux retenus par la France et des États inscrits sur la liste de l'Union européenne, conformément à la loi relative à la lutte contre la fraude du 23 octobre 2018.

Les personnes qui ne rempliraient pas les conditions de l'exonération sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal.

La cession des Actions dans le cadre de l'OPRA aura pour effet de mettre fin au sursis de paiement qui s'applique, le cas échéant, aux personnes physiques soumises au dispositif d'*exit tax* prévu par les dispositions des articles 167 bis du CGI lors du transfert de leur domicile fiscal hors de France. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

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

²⁵ Arrêté du 16 février 2024 modifiant l'arrêté du 12 février 2010 pris en application du deuxième alinéa du 1 de l'article 238-0 A du CGI.

2.15.4. Autres actionnaires

Les actionnaires soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les personnes physiques dont les opérations sur les Actions de la Société sont réalisées en dehors du cadre de la simple gestion de portefeuille ou ayant inscrit leurs Actions à l'actif de leur bilan commercial, sont invités à étudier leur situation particulière avec leur conseil fiscal habituel.

2.15.5. Droits d'enregistrement - Taxe sur les transactions financières

En application de l'article 235 ter ZD du CGI, la taxe sur les transactions financières (ci-après, la "TTF") s'applique aux acquisitions à titre onéreux de titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé qui sont émis par une société dont le siège social est situé en France et dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euros le 1^{er} décembre de l'année précédant l'année d'imposition.

La Société ne figure pas sur la liste établie par l'administration fiscale concernant les sociétés entrant dans le champ d'application de la TTF au 1^{er} décembre 2023²⁶, de sorte que la TTF ne sera en principe pas due à raison des Actions acquises par la Société dans le cadre de l'OPRA.

Dans la mesure où la capitalisation boursière de FDJ excédait un milliard d'euros au 1^{er} décembre 2023 et où FDJ figurait en tant que telle sur la liste précitée à cette même date, la TTF sera en principe due au taux de 0,3% du prix de l'OPRA à raison des actions FDJ remises en échange du rachat par la Société de ses propres Actions²⁷.

En principe et conformément à l'article 726 du CGI, aucun droit d'enregistrement n'est dû en France à raison de la cession d'actions d'une société dont les titres sont négociés sur un marché réglementé d'instruments financiers ou sur un système multilatéral de négociation, à moins que cette cession ne soit constatée par un acte. Dans ce dernier cas, la cession des actions doit faire l'objet d'un enregistrement dans le mois de sa date et cet enregistrement donne lieu au paiement d'un droit au taux proportionnel de 0,1% assis sur le prix de cession, sous réserve de certaines exceptions visées au II de l'article 726 du CGI. En particulier, lorsque la TTF est applicable, les droits d'enregistrement de 0,1% prévus par l'article 726 du CGI ne sont pas dus²⁸.

2.16. Nombre, provenance et caractéristiques des actions Française des Jeux (FDJ) à remettre dans le cadre de l'OPRA

2.16.1. Présentation de FDJ²⁹

Héritière de la Loterie nationale créée en 1933 sur autorisation de l'État, FDJ est le numéro un du secteur des jeux d'argent et de hasard en France en 2023 avec plus de 50% du produit brut des jeux (« PBJ »), soit l'un des principaux opérateurs de loterie en Europe et dans le monde.

FDJ exerce deux activités principales : Jeux de loterie (activité historique et principale source de revenus avec une offre comprenant des jeux de tirage comme Loto et Euromillions et les jeux instantanés de la marque Illiko) et Paris sportifs et jeux en ligne en concurrence (opérateur de paris sportifs depuis 1985). La FDJ commercialise également ses solutions sur le marché du *business to business* (B2B) à l'international et a pour ambition d'y être un opérateur *business to customer* (B2C). Il se diversifie également avec le déploiement d'une activité de services d'encaissement et de paiement de proximité, connue sous la marque Nirio.

Pour l'exploitation en France des jeux de loterie en points de vente et en ligne ainsi que des paris sportifs en points de vente, FDJ s'est vu confier par l'État des droits exclusifs pour 25 ans, à partir du 23 mai 2019. Depuis la loi n° 2010-476 du 12 mai 2010 relative à l'ouverture à la concurrence et à la régulation du secteur des jeux d'argent et de hasard en ligne, FDJ exerce également une activité de paris sportifs en ligne. Celle-ci s'exerce dans un cadre réglementé, ouvert à la concurrence d'autres opérateurs, chaque opérateur devant bénéficier d'un agrément.

²⁶ BOI-ANNX-000467-20/12/2023.

²⁷ BOI-TCA-FIN-10-10-21/12/2015, n°40.

²⁸ Article 726, II d) du CGI.

²⁹ Source : site internet investisseurs FDJ (<https://www.groupefdj.com/fr/investisseurs.html>).

En 2023, le groupe FDJ a réalisé un chiffre d'affaires de 2 621 millions d'euros pour un EBITDA courant de 657 millions d'euros, soit une marge de 25,1%³⁰.

Pour plus d'informations, le site internet dédié aux investisseurs de la FDJ est disponible à l'adresse suivante : <https://www.groupefdj.com/fr/investisseurs.html>

2.16.2. Nombre d'actions FDJ à remettre en échange dans le cadre de l'OPRA

Un nombre maximum de 693 585 actions FDJ pourra être remis en échange des Actions IDSUD apportées dans le cadre de l'OPRA.

2.16.3. Place de cotation des actions FDJ

Les actions FDJ remises dans le cadre de l'OPRA sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris (compartiment A).

Code ISIN : FR0013451333

Mnémotechnique : FDJ

LEI : 969500R4CLSQFTYYI535

Classification ICB : 5752 Gambling

Indices : SBF 120, Euronext Vigeo France 20, STOXX Europe 600, MSCI Europe et FTSE Euro

2.16.4. Caractéristiques des actions Française des Jeux à remettre dans le cadre de l'OPRA

La Française des Jeux est une société anonyme de droit français. Son siège social est situé au 3-7, Quai du Point du Jour 92650 Boulogne-Billancourt.

Les actions FDJ remises en échange des Actions IDSUD apportées à l'OPRA sont des actions ordinaires. Elles sont soumises à toutes les stipulations des statuts de la société Française des Jeux et aux lois et réglementations en vigueur. Au 31 décembre 2023, le capital social de FDJ s'élève à 76 400 000 euros, composé de 191 000 000 actions entièrement souscrites et libérées d'une valeur nominale de 0,40 euro chacune.

Pour toute information complémentaire concernant les droits attachés aux actions FDJ, il conviendra de se référer au document d'enregistrement universel 2023 de Française des Jeux.

3. ÉLÉMENTS D'APPRECIATION DE LA PARITÉ D'ÉCHANGE OFFERTE

Les éléments d'appréciation de la Parité d'Echange, de cinq (5) actions Française des Jeux et 1,75 euro pour une (1) action IDSUD, présentés ci-après ont été établis pour le compte de la Société par l'Établissement Présentateur, à partir d'informations publiques disponibles et confidentielles relatives à la Société et ses filiales, leur secteur d'activité et leurs comparables. Ces informations n'ont fait l'objet d'aucune vérification indépendante de la part de l'Établissement Présentateur.

La Parité d'Échange a été analysée au regard d'une valorisation multicritère de la Société reposant sur les références et méthodes usuelles d'évaluation, tout en prenant en compte les spécificités d'IDSUD.

Les données boursières présentées dans cette section sont à la clôture du 24 janvier 2024, dernier jour de cotation précédant la suspension du cours de la Société en prévision de l'annonce de l'OPRA.

3.1. Méthodologie d'évaluation

³⁰ Source : site internet investisseurs FDJ (<https://www.groupefdj.com/fr/investisseurs.html>).

3.1.1. Méthodes et références d'évaluation retenues

Afin d'apprécier la Parité d'Échange, l'analyse multicritère a été réalisée sur la base des références et méthodes d'évaluation suivantes :

Actif net réévalué (« ANR »)

Cette approche définit la valeur des capitaux propres d'une société comme étant la différence entre ses actifs et ses passifs, après réévaluation des principaux actifs, en particulier incorporels, à leur valeur de marché.

Certaines méthodes, écartées pour IDSUD, ont cependant été retenues à titre principal pour valoriser certains des actifs d'IDSUD dans l'approche ANR (voir 3.1.2.).

Transactions intervenues sur le capital

Le 6 février 2024, IDSUD a annoncé son intention d'initier un projet d'offre publique de rachat visant ses propres Actions inscrites aux négociations sur Euronext Growth.

Le 31 mai 2024, le Groupe Franklin Finance s'est engagé irrévocablement et inconditionnellement à présenter la totalité de ses Actions à l'OPRA.

Des engagements irrévocables d'apport à l'OPRA ont été conclus les 29 mai 2024 et 3 juin 2024 par deux autres actionnaires minoritaires d'IDSUD avec la Société, confirmant leurs engagements antérieurs³¹, portant sur un montant de 5 451 Actions au total, représentant ensemble 1,10% du capital social.

Ces accords conclus sur la parité de cinq (5) actions FDJ contre une (1) Action IDSUD et 1,75 euro concerne 18,39% du capital (soit 90 988 Actions IDSUD ou 65,59% du flottant) et permet à l'Indivision Luciani de détenir au moins 88,18% du capital et 93,67% des droits de vote d'IDSUD après la Réduction de Capital consécutive à l'OPRA.

Référence aux cours de bourse

L'analyse du cours de bourse de IDSUD a été présentée à titre indicatif comme méthode d'évaluation de la Société en raison de la très faible liquidité du titre. Les Actions de IDSUD sont inscrites aux négociations sur Euronext Growth depuis le 27 juillet 2010.

L'analyse du cours de bourse est retenue comme méthode principale d'évaluation pour FDJ. Les actions de FDJ sont admises aux négociations sur Euronext à Paris depuis le 21 novembre 2019.

3.1.2. Méthodes ou références d'évaluation écartées

Hormis pour certains de ses actifs, les méthodes de valorisation suivantes ont été écartées pour IDSUD car non pertinentes, notamment compte tenu de la nature de holding de la Société :

Actif net comptable (« ANC »)

Cette méthode patrimoniale consiste à valoriser une société sur la base de ses capitaux propres comptables. Elle n'est pas pertinente pour évaluer une société dont il est envisagé de poursuivre l'exploitation, elle reflète l'accumulation de résultats passés et ne prend en compte ni les capacités distributives, ni les perspectives de croissance de cette société.

Actualisation des flux de dividendes

Cette approche consiste à apprécier la valeur des fonds propres d'une société en fonction de sa capacité distributive, en actualisant les flux futurs de dividendes perçus par les actionnaires.

³¹ Communiqué de la Société du 6 février 2024.

Cette approche ne semble pas pertinente car IDSUD ne présente pas une politique de distribution de dividendes constante et régulière. À titre indicatif, le dernier dividende de la Société a été versé le 12 juillet 2019.

Approche par l'actualisation des flux de trésorerie futurs (« Discounted cash flows » ou « DCF »)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation de ses flux de trésorerie futurs à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise.

Cette méthode n'est pas pertinente pour l'évaluation d'une société holding et a donc été écartée.

Cependant, IDSUD Energies, IDSUD Voyages et IDSUD Change ont été évaluées selon l'approche par l'actualisation des flux de trésorerie futurs dans le cadre de la valorisation par actif net réévalué de IDSUD.

Approche par les comparables boursiers pour évaluer IDSUD dans son intégralité

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

Cette approche n'a pas été retenue pour évaluer IDSUD en l'absence de sociétés comparables présentes sur l'ensemble des activités de la Société dans des proportions comparables.

Cette approche n'a pas non plus été retenue pour l'évaluation des autres filiales de la Société en raison de l'absence de sociétés comparables.

Approche par les transactions comparables pour évaluer IDSUD dans son intégralité

Cette approche consiste à appliquer aux agrégats financiers de la Société les multiples de valorisations observés sur un échantillon de transactions réalisées dans le même secteur d'activité sur des sociétés ayant un profil similaire à la Société.

Cette approche n'a pas été retenue pour évaluer IDSUD étant donné le nombre limité de transactions impliquant des sociétés significativement comparables à la Société, présentes sur l'ensemble de ses activités.

Cette approche n'a pas non plus été retenue pour l'évaluation des autres filiales de la Société en l'absence de transactions jugées suffisamment comparables.

Cours cibles des analystes

Cette approche consiste à extérioriser la valeur d'une société en se basant sur les objectifs de cours mentionnés dans les notes de recherches réalisées par les analystes couvrant la valeur.

Cette méthode n'a pas été mise en œuvre car IDSUD ne fait pas l'objet d'un suivi par des analystes financiers.

Néanmoins, l'analyse des cours cibles des analystes de FDJ a été présentée et conforte la valorisation de celle-ci par référence aux cours de bourse.

3.1.3. Données financières

3.1.3.1 Sources

L'Établissement Présentateur s'est appuyé sur les sources d'informations suivantes :

- la base de données Thomson Reuters pour les données boursières d'IDSUD et FDJ ;

- la base de données Thomson Reuters et Bloomberg pour les consensus d'analystes des cours cibles de FDJ ;
- les dernières publications financières d'IDSUD relatives aux exercices 2021, 2022 et 2023;
- les informations publiques disponibles sur les sociétés IDSUD et FDJ ;
- les notes de recherche récentes sur FDJ ;
- le plan d'affaires 2024-2027 d'IDSUD Energies (le "Plan d'Affaires IDSUD Energies") ;
- le plan d'affaires 2024-2026 d'IDSUD Voyages (le "Plan d'Affaires IDSUD Voyages") ;
- le plan d'affaires 2024-2025 d'IDSUD Change (le "Plan d'Affaires IDSUD Change") ;
- des informations additionnelles écrites et orales communiquées par l'équipe de direction d'IDSUD concernant notamment :
 - les comptes sociaux aux 31 décembre 2021, 2022 et 2023, audités, de IDSUD et de ses principales filiales ;
 - les états financiers aux 31 décembre 2021, 2022 et 2023 des autres filiales de IDSUD ;
 - le détail des actifs financiers détenus par IDSUD et ses filiales et,
 - l'actionnariat de IDSUD.

3.1.3.2 Nombre d'Actions retenu pour IDSUD

Le nombre d'Actions retenu dans le cadre des travaux d'appréciation de l'OPRA est de 494 766 Actions, correspondant au nombre total d'Actions émises de 494 766 tel que communiqué par IDSUD au 12 avril 2024. La Société ne possède pas d'Actions auto-détenues. La Société a mis fin à son contrat de liquidité avec Gilbert Dupont le 30 juillet 2021.

3.2. Référence aux cours de bourse (à titre indicatif)

Les Actions de IDSUD sont inscrites aux négociations sur Euronext Growth (ISIN FR0000062184). L'analyse du cours de bourse a été présentée à titre indicatif comme méthode d'évaluation de la Société en raison de la très faible liquidité du titre. La rotation quotidienne du capital s'établit en moyenne à 0,01% sur 1 mois.

L'analyse des cours de bourse de la Société est basée sur des données à la clôture du 24 janvier 2024, dernier jour de cotation précédant la suspension du cours de la Société en prévision de l'annonce de l'OPRA.

Le tableau ci-dessous présente les différents cours de référence (spot et cours moyens pondérés par les volumes) sur plusieurs périodes de référence pour IDSUD.

Références au 24 janvier 2024	Cours de bourse IDSUD
Cours spot à la clôture	90,00 €
Moyenne pondérée par les volumes 1 mois	80,18 €
Moyenne pondérée par les volumes 3 mois	98,73 €
Moyenne pondérée par les volumes 6 mois	115,28 €
Moyenne pondérée par les volumes 12 mois	124,87 €
Plus bas 12 mois (le 08/01/2024)	69,00 €
Plus haut 12 mois (le 26/01/2023)	163,00 €

3.3. Actif net réévalué (« ANR »)

La méthode de l'actif net réévalué consiste à valoriser les fonds propres d'une société comme étant la somme des valeurs de marché de ses principaux actifs, diminuée de la valeur de ses passifs. En l'espèce, l'actif de IDSUD est essentiellement constitué de sa participation dans FDJ et de sa filiale IDSUD Energies.

Agrégats/Participations	Méthodologie de valorisation	Index de la note d'information
Participation FDJ	VWAP ³² 30 jours	3.3.1
IDSUD Energies	DCF	3.3.2
IDSUD Voyages	DCF	3.3.3
IDSUD Change	DCF	3.3.4
Autres participations	VNC	3.3.5
Valeur de l'immeuble à Marseille	Galtier Valuation	3.3.6

3.3.1. Évaluation de la participation dans FDJ

IDSUD détient à la date du présent Projet de Note d'Information, 2 797 064 actions FDJ, soit 1,464% du capital de FDJ. FDJ est une société cotée de taille significative, avec une capitalisation boursière de 6 910 M€ au 24 janvier 2024, dont un flottant de 3 860 M€, une rotation quotidienne du capital de 0,07% en moyenne sur 1 mois soit plus de 8 fois celle de la Société.

3.3.1.1 Sur la base du cours de bourse de FDJ

Dans cette méthode, l'actif net réévalué de IDSUD a été calculé en utilisant le cours de FDJ moyen pondéré par les volumes des 30 derniers jours calendaires de l'action au 24 janvier 2024, veille de la suspension de la cotation du cours d'IDSUD, prenant ainsi en compte une grande partie la progression récente du cours. Le prix moyen pondéré par les volumes 30 jours calendaires retenu pour FDJ est de 34,17 €.

Le tableau ci-dessous présente les différents cours de référence (spot et cours moyens pondérés par les volumes) sur plusieurs périodes de référence pour FDJ.

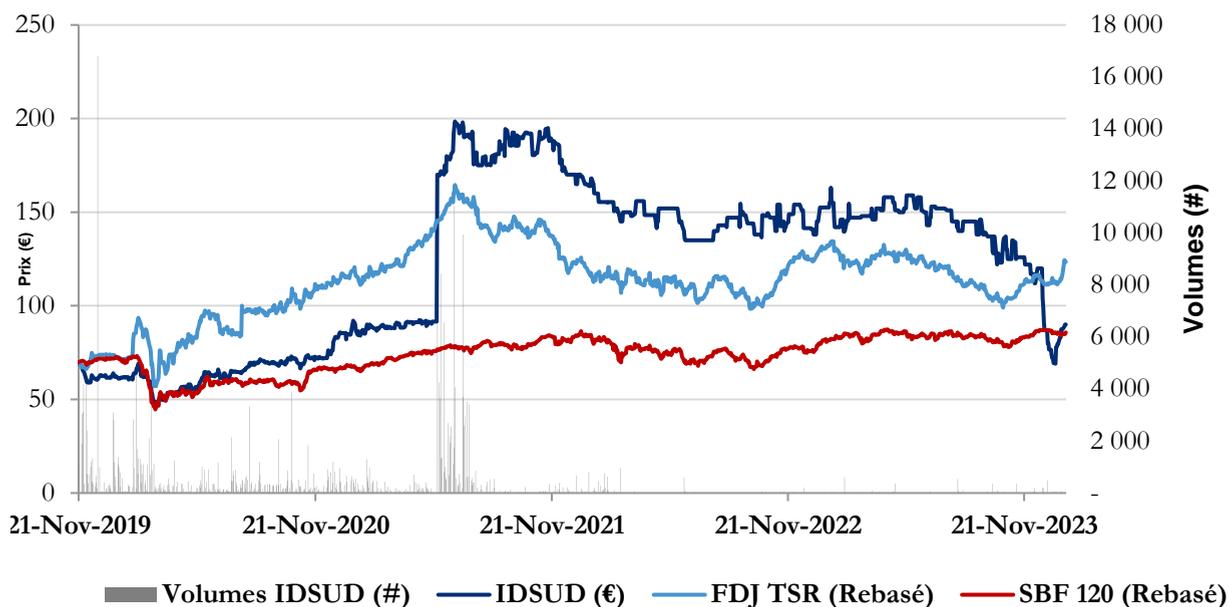
Références au 24 janvier 2024	Cours de bourse FDJ
Cours spot à la clôture	36,18 €
Moyenne pondérée par les volumes 1 mois	34,17 €
Moyenne pondérée par les volumes 3 mois	33,02 €
Moyenne pondérée par les volumes 6 mois	32,61 €
Moyenne pondérée par les volumes 12 mois	35,17 €
Plus bas 12 mois (le 19/10/2023)	29,04 €
Plus haut 12 mois (le 27/01/2023)	40,80 €

Le graphique ci-dessous présente l'évolution du cours de bourse et des volumes échangés de IDSUD, du SBF 120³³ et de FDJ³⁴ depuis l'introduction en bourse de la FDJ en novembre 2019 et jusqu'au 24 janvier 2024, dernier jour de cotation précédant la suspension du cours.

³² Moyenne pondérée par les volumes

³³ Le cours du SBF 120 est rebasé sur le cours de IDSUD

³⁴ Le cours de FDJ est rebasé sur le cours de IDSUD. Total Shareholder Return (TSR) se traduit par rendement global pour un actionnaire et intègre les dividendes reçus.



L'application de la VWAP 30 jours au nombre d'actions FDJ détenues par IDSUD fait ressortir une valeur de participation de 95,6 M€, rapportée à une valeur nette comptable de ladite participation de 0,6 M€, soit une plus-value latente de 95,0 M€.

A cette plus-value latente, les éléments de fiscalité suivants ont été retenues :

- l'impôt sur les sociétés qui voit une exonération de la plus-value réalisée par une société soumise à l'impôt sur les sociétés sur la cession de titres de participation détenus depuis plus de deux ans. Une quote-part de frais et charges égale à 12% du montant brut des plus-values de cession reste toutefois imposable, conduisant à un taux effectif d'imposition de la plus-value de 3% sur la base du taux d'IS de droit commun de 25% ;
- la contribution sociale est perçue au taux de 3,3% sur l'IS dû au titre de l'exercice, après application d'un abattement en base de 763 k€

Nette de la fiscalité applicable, la valeur des titres FDJ détenus par IDSUD s'élève à 92,7 M€.

3.3.1.2 Sur la base des cours cibles des analystes

FDJ est couverte par treize analystes financiers. Ces analystes publient périodiquement des recommandations et des valorisations indicatives et pour la plupart ont actualisé leurs analyses après la publication le 22 janvier 2024 (date de l'annonce de l'OPA de la FDJ sur Kindred /Unibet). Les cours cible des analystes financiers reflètent la performance relative attendue à un horizon de douze mois. Pour définir ces objectifs de cours, les analystes procèdent généralement à une analyse multicritère de la valeur (DCF, comparables, etc..).

Pour les besoins de cette analyse, seuls les rapports de recherche publiés après l'annonce de Kindred /Unibet et proche de l'annonce de l'OPRA de IDSUD ont été pris en compte.

Date	Analystes	Recommandation	Objectif de cours
29/01/2024	Stifel	Buy	44,00 €
25/01/2024	Exane BNP Paribas	Outperform	43,00 €
23/01/2024	Deutsche Bank	Hold	38,00 €
23/01/2024	CIC Market Solutions	Buy	45,00 €
23/01/2024	Baader	Add	48,20 €
22/01/2024	Citi	Sell	27,80 €
22/01/2024	HSBC	Hold	34,00 €
22/01/2024	Oddo BHF	Neutral	34,00 €
22/01/2024	Kepler Chevreux	Hold	35,00 €
Moyenne			38,78 €
Médiane			38,00 €

La VWAP 30 jours retenue de 34,17 € (section 3.3.1.1.) est inférieur à la médiane des cours des analystes de 38,00 €. Le prix cible des analystes de recherche représente un prix à long terme : cette valeur sera bien transférée aux actionnaires minoritaires de IDSUD qui apporteraient leurs titres à l'OPRA puisqu'ils recevront des titres FDJ en échange.

3.3.2. Évaluation de IDSUD Energies

IDSUD Énergies est un groupe français basé à Marseille, spécialisé dans la conception, la fabrication et la construction de solutions de production, de stockage et de distribution d'énergies renouvelables pour les opérateurs énergétiques et les exploitants de centrales. IDSUD Énergies est organisé autour de plusieurs filiales afin d'être au plus proche de ses projets et clients à l'international.

Le chiffre d'affaires de IDSUD Energies se décompose en deux segments d'activité :

- Engineering, Procurement and Construction (« EPC ») : activité principale de la filiale IDSUD Energies consistant à concevoir, développer et assembler des solutions photovoltaïques pour le compte de tiers, principalement en France. Avec son offre EPC, IDSUD Energies propose des solutions intégrées de centrales photovoltaïques pour une livraison clé en main et maîtrise toutes les étapes de la chaîne de valeur ;
- Distribution Kehua France : autre activité majeure de la filiale IDSUD Energies visant la distribution d'équipements (onduleurs et UPS), notamment en Afrique.

A partir de 2023, IDSUD Energies a vu un recentrage de son activité sur le marché domestique français avec une forte concentration sur les installations des solutions photovoltaïques sur sites industriels autour du modèle d'activité EPC. La nomination d'un nouveau Directeur Général a confirmé la reconfiguration du business model et de la stratégie de IDSUD Energies.

3.3.2.1 Évaluation par actualisation des flux de trésorerie disponibles

La méthode intrinsèque d'actualisation des flux de trésorerie disponibles consiste à déterminer la valeur fondamentale de l'actif économique ou valeur d'entreprise d'une société par actualisation de flux de trésorerie disponibles prévisionnels. Cette méthodologie dépend des hypothèses retenues dans le Plan d'Affaires de la filiale IDSUD Energies. Les flux de trésorerie disponibles sont calculés comme le résultat d'exploitation après impôts de la filiale IDSUD Energies auquel ont été ajoutés les dépréciations et amortissements et ont été soustraits les investissements et la variation du besoin en fonds de roulement. Le Plan d'Affaires IDSUD Energies a été préparé en décembre 2023 par le management d'IDSUD Énergies. Il a été revu en détail par les membres du conseil de surveillance dans une approche de stress de ses hypothèses de construction. Il n'a pas été remis à jour sur la base des comptes clos le 31 décembre 2023, le management considérant qu'il n'y a eu aucun événement majeur remettant en cause

les hypothèses long terme de construction, compte tenu de la nature de l'activité (contrats longs de fourniture d'équipements).

La valeur d'entreprise a été obtenue par actualisation au 1 janvier 2024 des flux de trésorerie disponibles, tel que définis ci-dessus, au Coût Moyen Pondéré du Capital ("CMPC") en appliquant la convention d'actualisation des flux à mi-année.

La valeur d'entreprise est composée :

- de la valeur actualisée des flux futurs de trésorerie disponibles du Plan d'Affaires IDSUD Energies (2024-2027) ;
- d'une valeur terminale déterminée selon la méthode de Gordon-Shapiro, qui représente la valeur actualisée des flux au-delà de la période prévisionnelle.

Aucune extrapolation du Plan d'Affaires IDSUD Energies n'a été réalisée compte tenu de la forte dépendance du chiffre d'affaires de la filiale à la signature d'un seul contrat cadre dont le Management n'a pas de visibilité au-delà de 2027. En effet, IDSUD Energies bénéficie d'un contrat-cadre avec KOURBE pour un montant de 25 MWc par an. Or IDSUD Energies prévoit d'augmenter progressivement son activité et atteindre 22 MWc de livraison en 2027, soit un niveau déjà très proche de sa pleine capacité sur ce contrat. IDSUD Energies explore la perspective de nouveaux contrats afin de garantir la livraison de projets photovoltaïques. Cependant, aucune des discussions en cours ne justifie la signature imminente d'un contrat similaire à celui de KOURBE.

Plan d'Affaires IDSUD Energies - Période prévisionnelle (2024-2027)

Le Plan d'Affaires IDSUD Energies préparé par le management de IDSUD Energies et s'appuie sur les hypothèses suivantes :

Chiffre d'affaires :

Le chiffre d'affaires évolue à un taux de croissance annuel moyen égal à +28,9% entre 2024 et 2027 compte tenu de l'effet de la réalisation d'un certain nombre de contrats de livraison de projets photovoltaïques conçus et assemblés par IDSUD Energies. Ce chiffre d'affaires a été construit en le décomposant selon les deux segments d'activité qui répondent à des logiques et des mécaniques différentes :

- l'activité EPC propose la conception, le développement et l'assemblage de solutions photovoltaïques pour le compte de tiers, principalement en France. Cette activité est corrélée à la signature et à l'exécution de contrats qui, par nature, peuvent varier sensiblement en ampleur. IDSUD Energies est responsable de sourcer et de concevoir des projets photovoltaïques pour le compte et la livraison à un acheteur déjà identifié. En effet, IDSUD Energies connaît une forte incertitude exécution lié à l'identification, la sélection et l'obtention d'autorisation d'installation photovoltaïques des sites. Toutefois, IDSUD Energies bénéficie actuellement d'un contrat-cadre en place avec KOURBE (anciennement Enerfi), promoteur de la transition énergétique et spécialiste des projets photovoltaïques. Cette dernière s'est engagée à acheter jusqu'à 25 MWc (Mégawatt-crête) par an de projets sourcés et construits par IDSUD Energies. Une fois livré, KOURBE devient propriétaire et est responsable de son exploitation énergétique. Le taux de croissance annuel moyen entre 2024 et 2027 pour l'activité EPC est estimée à +24,8%, année où IDSUD Energies estime pouvoir remplir 22 MWc de son contrat de 25 MWc. Le chiffre d'affaires de l'activité EPC est prévu d'atteindre 17,5 M€ en 2027 ;
- l'activité distribution Kehua France se spécialise dans l'activité de « Green Trade » et distribue des onduleurs et des Uninterruptible Power Supply (« UPS ») à des clients principalement en Afrique. Pour cela, Kehua France tire profit de sa capacité à se sourcer directement auprès de fournisseurs en Chine aux tarifs chinois et applique un « mark-up ». Bien que la majeure partie de la croissance de l'activité provienne du développement des opérations en Afrique du Nord et de ses besoins en installations électriques, Kehua France peut également compter sur un regain d'activité sur le marché domestique, qui semble reparti à la hausse. Le taux de croissance annuel moyen entre 2024 et 2027 pour l'activité distribution Kehua France est estimée à +45,9% en lien avec ses efforts commerciaux.

Le chiffre d'affaires de l'activité distribution Kehua France est prévu d'atteindre 5,8 M€ en 2027.

Marge Brute :

Sur l'horizon du Plan d'Affaires, l'activité EPC maintient un objectif de marge brute moyenne à 20% sur les coûts induits par les différents métiers impliqués.

Dans le Plan d'Affaires, l'activité distribution Kehua France est modélisée selon une approche « cost plus », la marge brute résulte à 20% du chiffre d'affaires.

EBITDA :

Après quelques années de réorganisation et de reconfiguration du business model de IDSUD Energies, la filiale présente des perspectives de croissance significatives. La marge d'EBITDA est prévue d'atteindre son point mort en 2025 et d'aboutir à 7,1% en 2027, à la fin du Plan d'Affaires.

Les frais généraux, comprenant entre autres les frais de location, les charges locatives, les frais d'assurance et les frais bancaires, sont modélisés individuellement et devraient croître de +2,0% en moyenne par an entre 2023 et 2027 en fonction des objectifs de la direction. Compte tenu de la croissance de l'activité leur part se réduit de 4,7% du chiffre d'affaires en 2024 à 3,0% en 2027.

Une restructuration des frais de déplacement et de marketing est également en cours au sein de IDSUD Energies. Ces coûts devraient rester globalement stables entre 2024 et 2027 à 1,0% du chiffre d'affaires.

A fin 2023, IDSUD Energies disposait d'ores et déjà des ressources humaines capables d'absorber l'augmentation de l'activité du groupe sur l'horizon du Plan d'Affaires. Les frais de personnel devraient donc connaître une augmentation cohérente avec la mise en œuvre des projets prévus (+5,2% en moyenne par an entre 2024 et 2027). En effet, l'atteinte des objectifs de chiffre d'affaires ne nécessite pas un renforcement des équipes commerciales, d'ingénieurs et des fonctions support qui sont actuellement pleinement disposées à absorber de nouveaux projets.

Investissements :

Les investissements ont été modélisés distinctivement pour Kehua France et l'activité EPC. Pour Kehua France, les investissements sont projetés à zéro sur l'horizon du Plan d'Affaires tandis que pour l'activité EPC les investissements sont modélisés à 75 k€ par an et représentent le développement des outils internes. Le niveau de dépréciation annuel est modélisé de manière équivalente.

Besoin en Fonds de Roulement :

Pour Kehua France et l'activité EPC, les encours des créances clients équivaut à ceux des dettes fournisseurs. Ainsi, les variations du besoin en fonds de roulement correspondent à celles des stocks. Les hypothèses de stocks ont été modélisés séparément pour Kehua France et l'activité EPC en raison du stock important et des considérations de durée de vie des produits finis chez Kehua France. À la fin de 2023, Kehua France disposait d'un important stock de produits finis qu'elle envisageait d'écouler en 2024 et 2025, avant de revenir à une gestion normale. En revanche, l'activité EPC devrait retrouver une gestion normale des stocks dès 2024. Le niveau normatif du BFR/Stocks a été estimé à 20% du chiffre d'affaires pour les activités d'EPC et de distribution de Kehua France.

Taux d'Imposition sur les sociétés :

IDSUD Energies ne prévoit pas de payer d'impôt sur les sociétés car elle bénéficie d'un déficit reportable suffisamment important. En effet, le cumul des résultats prévisionnels imposables sur la période 2025-2027 sera inférieur au déficit reportable restant à la fin de 2022, augmenté des pertes anticipées pour les années 2023 et 2024.

L'activité EPC bénéficie quant à elle d'un crédit d'impôt recherche estimé à 60 k€ sur l'horizon du Plan d'Affaires.

Valeur terminale

La valeur terminale est calculée sur la base d'un flux de trésorerie normatif qui repose sur les hypothèses suivantes :

- un taux de croissance perpétuelle du chiffre d'affaires de la filiale de +5,0%. Cette hypothèse s'explique par la forte croissance dans le secteur de l'énergie, et notamment photovoltaïque en raison de (1) a demande croissante, (2) les avancées technologiques réduisant les coûts, (3) les politiques de soutien gouvernemental, (4) la réduction des coûts de production et (5) l'émergence de nouveaux marchés ;
- une marge d'EBITDA de 7,1% équivalent à la dernière année du Plan d'Affaires ;
- des dépenses d'investissements en actifs corporels et des dotations correspondantes représentant 75 k€ ou 0,3% du chiffre d'affaires ;
- une variation du besoin de fonds de roulement correspondant à 20,0% de la différence entre le chiffre d'affaires normatif et celui de 2027 ;
- un taux d'imposition sur les sociétés de 25,0% (il est prévu que le déficit reportable sera épuisé à la fin du Plan d'Affaires et un taux d'imposition effectif est appliqué sur l'année normative) ajusté du CIR venant de l'activité EPC pour un montant de 60 k€.

Coût moyen pondéré du capital (« CMPC »)

Le CMPC est la somme pondérée du coût des capitaux propres et du coût de la dette après impôt. Le coût des fonds propres est estimé sur la base de la formule du Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (« MEDAF »), selon laquelle le coût des fonds propres est la somme d'un taux sans risque correspondant au retour attendu sur un investissement sans risque de défaut et d'une prime de risque qui correspond au surplus de rentabilité demandé par un investisseur eu égard au profil de risque de l'investissement. Cette prime de risque est calculée sur la base d'une prime de risque de marché pondérée par une mesure de la volatilité propre à la Société ("bêta").

Le calcul du CMPC fait ressortir un taux d'actualisation de 17,50%. Les éléments intervenants dans le calcul sont les suivants :

- un taux sans risque de 2,75% fondé sur la moyenne 6 mois dans la Zone Euro au 31 janvier 2024 (Source : Fairness Finance) ;
- une prime de risque de marché de 6,60% basée sur la moyenne 6 mois dans la Zone Euro au 31 janvier 2024 (Source : Fairness Finance) ;
- un bêta ré-endetté projeté de 1,25 calculé à partir de la moyenne des bêtas désendettés des sociétés du secteur « Equipement Electrique » au 31 janvier 2024 (Source : Fairness Finance) ;
- une prime de taille de 4,53% basée sur la moyenne 6 mois des sociétés avec une capitalisation boursière de moins de 50 M€ dans la Zone Euro au 31 janvier 2024 (Source : Fairness Finance) ;
- une prime de biais d'optimisme de 2,00% pour tenir compte de la situation de retournement de l'activité et de ses fortes anticipations de croissance (Source : Établissement Présentateur) ;
- un coût de la dette avant impôt de 5,00% correspondant à la moyenne pondérée des taux d'intérêts des dettes émises par IDSUD (Source : Société) ;
- un ratio dette sur fonds propres futur (gearing) de 0,00% basé sur la répartition historique, actuelle et cible des capitaux et dettes financières de la Société (Source : Société) ;
- un taux d'impôt normatif de la Société en France de 25,00% pour 2024 (Source : KPMG).

Conclusion

La valeur nette des fonds propres de IDSUD Energies correspond à la valeur d'entreprise diminuée de la position financière nette ajustée.

Le tableau ci-dessous présente les résultats de la valorisation par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles :

Calcul de la valeur des fonds propres de IDSUD Energies	M€
Somme des flux actualisés	0,3
+ Valeur terminale	5,0
Valeur d'entreprise	5,3
+ Disponibilités	0,1
- Dettes Financières	-
Valeur des fonds propres	5,3

Le tableau suivant illustre la sensibilité de la valeur des fonds propres de IDSUD Energies pour un CMPC compris entre 16,50% et 18,50%, un taux de croissance perpétuelle compris entre 4,00% et 6,00%.

Valeur des fonds propres (M€)						
		CMPC				
		16,50%	17,00%	17,50%	18,00%	18,50%
Taux de croissance	4,00%	5,5	5,2	5,0	4,7	4,5
	4,50%	5,7	5,4	5,1	4,9	4,7
	5,00%	5,9	5,6	5,3	5,1	4,8
	5,50%	6,2	5,9	5,5	5,3	5,0
	6,00%	6,5	6,1	5,8	5,5	5,2
	6,00%	6,5	6,1	5,8	5,5	5,2

3.3.2.2 Évaluation par comparables boursiers (Méthode non retenue)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur de la Société en appliquant aux agrégats financiers correspondant les multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables en termes d'activité, de marchés, de taille, de profitabilité et de perspectives de croissance.

Pour chaque société au sein des échantillons retenus, la valeur d'entreprise est déterminée à partir de la capitalisation boursière ajustée de l'endettement financier net.

Il existe un nombre significatif de sociétés cotées dans le monde dans le secteur de la transition énergétique. Une sélection d'entre elles opérant des solutions d'installation, de gestion et de stockage d'énergie ont été identifiées. Les sociétés sélectionnées sont :

- ABB LTD (ABBN.S), une société de portefeuille basée en Suisse opérant à travers quatre divisions : Produits d'électrification, Robotique et mouvement, Automatisation industrielle et Réseaux électriques. Elle est engagée dans la fourniture de services aux clients des secteurs des services publics, de l'industrie, des transports et de l'infrastructure. En 2023, Abb a généré un chiffre d'affaires de 32.2 Mds\$ et une marge d'EBITA opérationnel de 5.4 Mds\$;
- ALFEN NV (ALFEN.AS) est une entreprise spécialisée dans la conception, le développement et la production d'équipements électriques pour les réseaux électriques basée aux Pays-Bas. La société est active dans trois domaines d'activité : Smart Grids, Energy Storage et Electric Vehicle Charging. En 2023, Alfen a généré un chiffre d'affaires de 504,5 M€ et une marge d'EBITDA ajustée de 57,1 M€ ;
- EATON CORPORATION PLC (ETN) est une entreprise spécialisée dans la gestion de l'énergie basée en Irlande. Les segments de l'entreprise comprennent Electrical Americas, Electrical Global,

Aerospace, Vehicle et eMobility. En 2023, Eaton Corporation a généré un chiffre d'affaires de 23.2 M\$ et une marge d'EBIT de 3,8 M\$;

- ENPHASE ENERGY INC (ENPH.O) est une société technologique énergétique mondiale basée aux Etats-Unis. La société conçoit, développe, fabrique et vend des solutions énergétiques domestiques qui gèrent la production d'énergie, le stockage d'énergie, ainsi que le contrôle et la communication sur une plateforme intelligente. En 2023, Enphase Energy a généré un chiffre d'affaires de 2.3 Mds\$ et une marge d'EBIT de 0,4 Mds\$;
- SMA SOLAR TECHNOLOGY (S92-ETR), un groupe Allemand spécialisé dans l'ingénierie et la fabrication de systèmes photovoltaïque proposant des solutions hardware et software pour les industries mais aussi le résidentiel, incluant des solutions de stockage à grande échelle, y compris hybrides. En 2023, SMA Solar Technology a généré un chiffre d'affaires de 1,9 Mds€ et une marge d'EBITDA de 0,3 Mds€ ;
- SOLAREEDGE TECHNOLOGIES INC (SEDG.O) est une société basée en Israël proposant des solutions d'onduleurs innovantes pour changer la façon dont l'énergie est captée et gérée dans les systèmes photovoltaïques. L'onduleur optimisé en courant continu de SolarEdge vise à maximiser la production d'énergie tout en réduisant le coût de l'énergie produite par le système photovoltaïques. En 2023, Solaredge Technologies a généré un chiffre d'affaires de 3,0 Mds\$ et une marge d'EBIT de 0,1 Mds\$.

Toutefois, cette méthode d'évaluation a dû être écartée du fait d'une comparaison limitée des acteurs identifiés en raison (1) de la diversité et les différences des profils et des activités, (2) des tailles relatives des sociétés de l'échantillon, (3) des différences de business model, (4) des régions couvertes par ces acteurs et (5) de la conjoncture des marchés impactant les valorisations.

3.3.2.3 Évaluation par transactions comparables (Méthode non retenue)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur de la Société en appliquant aux agrégats financiers correspondant les multiples observés sur un échantillon de transactions réalisées dans les mêmes secteurs d'activité.

Depuis quelques années, le secteur mondial des spécialistes en matière d'installation, de gestion et de stockage d'énergie a été témoin de nombreuses transactions menées par des acteurs industriels voulant accroître la gamme d'offre et de services à valeur ajoutée proposée à leurs clients et mettre la main sur des nouvelles technologies et propriétés intellectuelles.

Toutefois, cette méthode d'évaluation a dû être écartée du fait d'une comparaison limitée des acteurs identifiés en raison (1) de la diversité et les différences des profils et des activités, (2) des tailles relatives des sociétés de l'échantillon, (3) des différences de business model et (4) des régions couvertes par ces acteurs.

Parmi les transactions repérées, les sociétés ciblées offraient des gammes de produits ou services beaucoup plus étendues et diversifiées que IDSUD Energies et intègrent en plus des activités tel que le stockage d'énergie, la fabrication de batteries, la recharge pour véhicules électriques, fournisseur d'applications et de services de gestion de l'énergie...

Ces acteurs étaient par ailleurs pour la plupart présents dans des pays étrangers tel que l'Italie, l'Allemagne, les Etats-Unis, la Corée du Sud, la Suède, le Royaume-Uni...

3.3.3. Évaluation de IDSUD Voyages

IDSUD Voyages est un spécialiste dans les services B2B avec une offre de voyages sur mesure. Présent en France et aux USA, IDSUD Voyages possède des accords vers le monde entier sur plus de 50 compagnies aériennes et 50 chaînes hôtelières.

3.3.3.1 Évaluation par actualisation des flux de trésorerie disponibles

La méthode intrinsèque d'actualisation des flux de trésorerie disponibles consiste à déterminer la valeur fondamentale de l'actif économique ou valeur d'entreprise d'une société par actualisation de flux de trésorerie disponibles prévisionnels. Cette méthodologie dépend des hypothèses retenues dans le Plan d'Affaires de la filiale IDSUD Voyages. Les flux de trésorerie disponibles sont calculés comme le résultat d'exploitation après impôts de la filiale IDSUD Voyages auquel ont été ajoutés les dépréciations et amortissements et ont été soustraits les investissements et la variation du besoin en fonds de roulement. Le Plan d'Affaires IDSUD Voyages a été préparé en décembre 2023 par le management d'IDSUD Voyages. Il a été revu en détail par les membres du conseil de surveillance dans une approche de stress de ses hypothèses de construction. Il n'a pas été remis à jour sur la base des comptes clos le 31 décembre 2023, le management considérant qu'il n'y a eu aucun événement majeur remettant en cause les hypothèses long terme de construction, compte tenu de la nature de l'activité (contrats longs de fourniture d'équipements).

La valeur d'entreprise a été obtenue par actualisation au 1 janvier 2024 des flux de trésorerie disponibles, tel que définis ci-dessus, au Coût Moyen Pondéré du Capital ("CMPC") en appliquant la convention d'actualisation des flux à mi-année.

La valeur d'entreprise est composée :

- de la valeur actualisée des flux futurs de trésorerie disponibles du Plan d'Affaires IDSUD Voyages (2024-2026) ;
- de la valeur actualisée des flux futurs de trésorerie extrapolés du Plan d'Affaires IDSUD Voyages par la banque présentatrice en concertation avec la Société (2027-2030) ;
- d'une valeur terminale déterminée selon la méthode de Gordon-Shapiro, qui représente la valeur actualisée des flux au-delà de la période prévisionnelle.

Plan d'Affaires IDSUD Voyages - Période prévisionnelle (2024-2026)

Le Plan d'Affaires préparé par le management de IDSUD Voyages s'appuie sur les hypothèses suivantes :

Chiffre d'affaires :

Le chiffre d'affaires évolue à un taux de croissance annuel moyen égal à +5,0% entre 2023 et 2026 compte tenu de l'évolution conjoncturel du secteur et du positionnement de IDSUD Voyages. En effet, l'impact de l'inflation récente avec l'augmentation du prix des transports, notamment ceux de l'avion et du train vient contribuer positivement au résultat de IDSUD Voyages et compenser en grande partie la baisse en volume de voyages. La tendance croissante des entreprises clientes à établir des procédures et des règles administratives pour encadrer les déplacements professionnels a stimulé la demande de solutions proposées par IDSUD Voyages. Cela permet de faciliter le suivi et la mise en œuvre des politiques de voyage des entreprises. Enfin la stratégie d'IDSUD Voyages est centrée sur des clients dans des secteurs ayant toujours fortement recours aux déplacements professionnels (audiovisuel, mode, finance...). Le chiffre d'affaires de IDSUD Voyages est prévu d'atteindre 1,7 M€ en 2026 à la fin du Plan d'Affaires.

EBITDA :

La refacturation des management fees IDSUD holding aux filiales voyages US et Europe est plafonnée à 124 k€ par an sur l'horizon du Plan d'Affaires.

Les autres charges représentent 77%-79% du chiffres d'affaires sur l'horizon du Plan d'Affaires et sont modélisées en ligne avec la croissance des commissions de la filiale, à savoir +6,0% CAGR entre 2023 et 2026.

La marge d'EBITDA est prévu d'atteindre 18.5% ou 0.3 M€ en 2026 à la fin du Plan d'Affaires.

Investissements et Dotations :

Les investissements (maintenance ou de développement) sont prévus en ligne avec les dotations annuelles autour de 1,5% du chiffre d'affaires sur le Plan d'Affaires.

Besoin en Fonds de Roulement :

Il n'y a pas de variation de BFR prévue pour le Plan d'Affaires.

Taux d'Imposition sur les sociétés :

Le taux d'imposition des sociétés est de 25,0% sur l'horizon du Plan d'Affaires.

Plan d'Affaires IDSUD Voyages - Extrapolation (2027-2030)

Chiffre d'affaires :

Le taux de croissance annuel se réduit de 1% par an entre 2027 et 2029. Celui-ci passe de +5,0% en 2026 à +2,0% en 2030. Cette baisse s'explique par l'impact des perspectives long termes sectorielles sur l'activité de IDSUD Voyages. Le développement des outils de visioconférence continue d'affecter directement les voyages d'affaires (un voyage sur cinq a déjà été remplacé de façon pérenne par les dispositifs de visioconférence). De plus, le renforcement de la question écologique, véritable facteur de décision dans le choix des modes de transport, particulièrement en Europe pousse à limiter d'avantage les voyages en avion. Le chiffre d'affaires de IDSUD Voyages est prévu d'atteindre 1,9 M€ en 2030 à la fin de l'extrapolation du Plan d'Affaires.

EBITDA :

La refacturation des management fees IDSUD holding aux filiales US et Europe est maintenue à 124 k€ par an.

L'extrapolation du Plan d'Affaires IDSUD Voyages anticipe un ralentissement de la croissance des autres charges pour atteindre +2,0% par an en 2030 en ligne avec le chiffre d'affaires.

La marge d'EBITDA est prévu d'atteindre 18.9% ou 0.4 M€ en 2030 à la fin de l'extrapolation du Plan d'Affaires.

Investissements et Dotations :

Les investissements (maintenance ou de développement) sont prévus en ligne avec les dotations annuelles autour de 1,0% du chiffre d'affaires pour l'extrapolation du Plan d'Affaires.

Besoin en Fonds de Roulement :

Il n'y a pas de variation de BFR prévue pour l'extrapolation du Plan d'Affaires.

Taux d'Imposition sur les sociétés :

Le taux d'imposition des sociétés est de 25,0% pour l'extrapolation du Plan d'Affaires.

Valeur terminale

La valeur terminale est calculée sur la base d'un flux de trésorerie normatif qui repose sur les hypothèses suivantes :

- un taux de croissance perpétuelle du chiffre d'affaires de la filiale de +2,0% ;
- une marge d'EBITDA de 18,9% équivalent à la dernière année de l'extrapolation du Plan d'Affaires ;

- des dépenses d'investissements en actifs corporels égales aux dotations et représentant 1,0% du chiffre d'affaires ;
- pas de variation du besoin de fonds de roulement ;
- un taux d'imposition sur les sociétés de 25,0% (taux d'imposition pour la France en 2024 et années suivantes).

Coût moyen pondéré du capital (« CMPC »)

Le CMPC est la somme pondérée du coût des capitaux propres et du coût de la dette après impôt. Le coût des fonds propres est estimé sur la base de la formule du Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (« MEDAF »), selon laquelle le coût des fonds propres est la somme d'un taux sans risque correspondant au retour attendu sur un investissement sans risque de défaut et d'une prime de risque qui correspond au surplus de rentabilité demandé par un investisseur eu égard au profil de risque de l'investissement. Cette prime de risque est calculée sur la base d'une prime de risque de marché pondérée par une mesure de la volatilité propre à la Société (« bêta »).

Le calcul du CMPC fait ressortir un taux d'actualisation de 13,81%. Les éléments intervenants dans le calcul sont les suivants :

- un taux sans risque de 2,75% fondé sur la moyenne 6 mois dans la Zone Euro au 31 janvier 2024 (Source : Fairness Finance) ;
- une prime de risque de marché de 6,60% basée sur la moyenne 6 mois dans la Zone Euro au 31 janvier 2024 (Source : Fairness Finance) ;
- un bêta ré-endetté projeté de 0,99 calculé à partir de la moyenne des bêtas désendettés des sociétés du secteur « Hôtelières, Restaurants & Loisirs » au 31 janvier 2024 (Source : Fairness Finance) ;
- une prime de taille de 4.53% basée sur la moyenne 6 mois des sociétés avec une capitalisation boursière de moins de 50M€ dans la Zone Euro au 31 janvier 2024 (Source : Fairness Finance) ;
- un coût de la dette avant impôt de 5,00% correspondant à la moyenne pondérée des taux d'intérêts des dettes émises par IDSUD (Source : Société) ;
- un ratio dette sur fonds propres futur (gearing) de 0,00% basé sur la répartition historique, actuelle et cible des capitaux et dettes financières de la société (Source : Société) ;
- un taux d'impôt normatif de la Société en France de 25,00% pour 2024 (Source : KPMG).

Conclusion

La valeur des fonds propres de IDSUD Voyages correspond à la valeur d'entreprise diminuée de la position financière nette ajustée.

Le tableau ci-dessous présente les résultats de la valorisation par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles :

Calcul de la valeur des fonds propres de IDSUD Voyages	M€
Somme des flux actualisés	1,0
+ Valeur terminale	0,9
Valeur d'entreprise	1,9
+ Disponibilités	0,2
- Dettes Financières	(0,4)
Valeur des fonds propres	1,8

Le tableau suivant illustre la sensibilité de la valeur des fonds propres de IDSUD Energies pour un CMPC compris entre 13,31% et 14,31%, un taux de croissance perpétuelle compris entre 1,00% et 3,00%.

Valeur des fonds propres (M€)						
Taux de croissance		CMPC				
		13,31%	13,56%	13,81%	14,06%	14,31%
	1,00%	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7
	1,50%	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7
	2,00%	1,9	1,8	1,8	1,8	1,7
	2,50%	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8
	3,00%	2,0	1,9	1,9	1,8	1,8

3.3.3.2 Évaluation par comparables boursiers (Méthode non retenue)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur de la Société en appliquant aux agrégats financiers correspondant, les multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables en termes d'activité, de marchés, de taille, de profitabilité et de perspectives de croissance.

Pour chaque société au sein des échantillons retenus, la valeur d'entreprise est déterminée à partir de la capitalisation boursière ajustée de l'endettement financier net.

Il existe un nombre significatif de sociétés cotées dans le monde dans le secteur du tourisme. Une sélection d'entre elles opérant des plateformes en lignes à destination de clients B2C ou B2B a pu être identifiées. Les sociétés sélectionnées sont :

- EXPEDIA GROUP INC (EXPE.O) est une société de voyage en ligne basée aux Etats-Unis. Les segments de l'entreprise comprennent B2C (gamme complète de services de voyage et de publicité à ses clients du monde entier via une variété de marques grand public), B2B (éventail d'entreprises notamment des compagnies aériennes, des agents de voyage hors ligne, des gestionnaires de voyages d'affaires) et trivago (société de recherche d'hôtels). En 2023, Expedia a généré un chiffre d'affaires de 12.8 Mds\$ et une marge d'EBIT de 1.0 Mds\$;
- LASTMINUTE.COM NV (LMN.S) est une société suisse qui exploite des plateformes de recherche en ligne. Les consommateurs peuvent rechercher et comparer des vols, des chambres d'hôtel, des forfaits vacances, des croisières, des offres de location de voitures, des fournisseurs de mobilité partagée, des restaurants, des assurances et d'autres produits liés aux voyages. En 2023, Lastminute.com a généré un chiffre d'affaires de 231.3 M€ et une marge d'EBIT de 13.7 M€ ;
- ON THE BEACH GROUP PLC (OTB.L) est un détaillant en ligne basé au Royaume-Uni de vacances balnéaires à courte distance. La société opère à travers quatre segments : OTB, International, CCH et CPH. En 2023, On The Beach Group a généré un chiffre d'affaires de 170.2 M£ et une marge d'EBIT de 12.9 M£ ;
- TRAVELZOO (TZOO.O) est une entreprise mondiale basée aux Etats-Unis de médias sur Internet, qui propose des expériences de voyage, de divertissement et de style de vie. La société opère à travers quatre segments : Travelzoo Amérique du Nord, Travelzoo Europe, Jack's Flight Club et Nouvelles Initiatives. En 2023, Travelzoo a généré un chiffre d'affaires de 84.5 M\$ et une marge d'EBIT de 15.6 M\$;
- TRIPADVISOR INC (TRIP.O) est une entreprise de voyage en ligne basée aux Etats-Unis. La société exploite ses marques, sa technologie et ses capacités pour connecter son public mondial avec des partenaires à travers du contenu, des conseils de voyage et des places de marché à deux faces pour les expériences, les hébergements, les restaurants et d'autres catégories de voyage. En 2023, Tripadvisor a généré un chiffre d'affaires de 1.8 Mds\$ et une marge d'EBIT de 0.1 Mds\$;
- VOYAGEURS DU MONDE SA (ALVDM.PA) est une entreprise française spécialisée dans les voyages. Elle propose des services liés aux voyages, notamment l'organisation d'itinéraires de voyage personnalisés pour des clients individuels, des visites guidées et des séjours en groupe, des

voyages à thème, des voyages pour des groupes et des associations, ainsi que des services de réservation de vols et d'hôtels dans plusieurs pays. En 2022, Voyageurs Du Monde a généré un chiffre d'affaires de 497.3 M€ et une marge d'EBIT de 46.0 M€.

Toutefois, cette méthode d'évaluation a dû être écartée du fait d'une comparaison limitée des acteurs identifiés en raison (1) de la diversité et les différences des profils et des activités, (2) des tailles relatives des sociétés de l'échantillon, (3) des différences de business model, (4) des régions couvertes par ces acteurs et (5) de la conjoncture des marchés impactant les valorisations

3.3.3.3 Évaluation par transactions comparables (Méthode non retenue)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur de la Société en appliquant aux agrégats financiers correspondant les multiples observés sur un échantillon de transactions réalisées dans les mêmes secteurs d'activité.

Depuis la crise du Covid, le secteur mondial des agences de voyage a connu un grand bouleversement fragilisant de nombreux acteurs et poussé d'autres à se restructurer ou à diversifier leur offre pour répondre à une nouvelle demande catalysant ainsi de nombreuses transactions.

Toutefois, cette méthode d'évaluation a dû être écartée mais présentée à titre indicatif du fait d'une comparaison limitée en raison (1) de la diversité et les différences des profils et des activités, (2) des tailles relatives des sociétés de l'échantillon, (3) des différences de business model (B2B ou B2C) et (4) des régions couvertes par ces acteurs.

Parmi les transactions repérées, les sociétés ciblées offraient des gammes de produits ou services beaucoup plus étendues et diversifiées que IDSUD Voyages et intègrent en plus des activités tel que la gestion d'une plateforme de commerce en-ligne, la fourniture de des services financiers connexes, l'organisation d'événements et de réunions d'entreprise...

Ces acteurs étaient par ailleurs pour la plupart présents dans des pays étrangers tel que le Royaume-Uni et les Etats-Unis...

3.3.4. Évaluation de IDSUD Change

IDSUD Change est un spécialiste du change de devises et de la négociation de lingots, pièces d'or et d'argent situé au centre de Marseille. Cette activité, opérée directement par IDSUD SA, se présente comme un bureau de change traditionnel avec des opérations physiques. Activités historiques du groupe, le change manuel de devises et les transactions sur les métaux précieux sont deux segments connexes et répondent à deux marchés distincts.

La méthode intrinsèque d'actualisation des flux de trésorerie disponibles consiste à déterminer la valeur fondamentale de l'actif économique ou valeur d'entreprise d'une société par actualisation de flux de trésorerie disponibles prévisionnels. Cette méthodologie dépend des hypothèses retenues dans le Plan d'Affaires de la filiale IDSUD Change. Les flux de trésorerie disponibles sont calculés comme le résultat d'exploitation après impôts de la filiale IDSUD Change auquel ont été ajoutés les dépréciations et amortissements et ont été soustraits les investissements et la variation du besoin en fonds de roulement. Le Plan d'Affaires IDSUD Change a été préparé en décembre 2023 par le management d'IDSUD. Il a été revu en détail par les membres du conseil de surveillance dans une approche de stress de ses hypothèses de construction. Il n'a pas été remis à jour sur la base des comptes clos le 31 décembre 2023, le management considérant qu'il n'y a eu aucun événement majeur remettant en cause les hypothèses long terme de construction, compte tenu de la nature de l'activité (contrats longs de fourniture d'équipements).

La valeur d'entreprise a été obtenue par actualisation au 1 janvier 2024 des flux de trésorerie disponibles, tel que définis ci-dessus, au Coût Moyen Pondéré du Capital ("CMPC") en appliquant la convention d'actualisation des flux à mi-année.

La valeur d'entreprise est composée :

- de la valeur actualisée des flux futurs de trésorerie disponibles du Plan d'Affaires IDSUD Change (2024-2025) ;
- d'une période d'extrapolation (2026-2030) réalisée par l'Etablissement Présentateur en concertation avec la Société ;
- d'une valeur terminale déterminée selon la méthode de Gordon-Shapiro, qui représente la valeur actualisée des flux au-delà de la période prévisionnelle.

Plan d'Affaires IDSUD Change - Période prévisionnelle (2024-2025)

Le Plan d'Affaires IDSUD Change préparé par le management de IDSUD et s'appuie sur les hypothèses suivantes :

Chiffre d'affaires :

Le chiffre d'affaires évolue à un taux de croissance annuel moyen égal à +6,5% entre 2023 et 2025 compte tenu de l'évolution conjoncturel du secteur et du positionnement de IDSUD Change. Cependant les deux sous-activités présentent des tendances différentes :

- Le marché des métaux précieux est intimement lié à la conjoncture économique : la valeur refuge qu'est l'or permet d'amortir le lent déclin des monnaies scripturales. L'or a été pendant longtemps un vecteur important du volume d'affaires pour la société malgré une concurrence accrue dans le quartier de Marseille où la société est localisée. Depuis la crise Covid, les deux concurrents immédiats (Comptoir National de l'Or et Or en Cash) ont dû fermer leurs boutiques et même si la prise de parts de marché des marques nationales a été moins forte qu'anticipée, l'activité de certains autres bureaux de change du reste de la ville de Marseille et de la région a tendance à concurrencer l'activité de IDSUD Change. Le taux de croissance moyen entre 2023 et 2025 est prévue à +9,5%. Le chiffre d'affaires de l'activité métaux précieux est prévu d'atteindre 0,2 M€ en 2025.
- Le marché du change des devises est fortement impacté par la poursuite de la digitalisation, de plus en plus aboutie et sécurisée, couplée au changement d'habitudes de consommation générationnelles, favorisent les transactions monétaires numériques. De plus, cette activité change est dominée par de grands acteurs de change internationaux qui disposent d'une capacité à capter des devises à l'achat en zone d'arrivée de l'étranger et peuvent ainsi les revendre à une clientèle d'une autre zone en circuit direct (maximisant donc la rentabilité). Un agent de change indépendant comme IDSUD Change ne bénéficie pas d'un circuit achat/vente proportionnel au marché et doit s'approvisionner auprès de CPoR en devises à un coût unitaire bien plus important et donc au détriment de sa marge. Le taux de croissance moyen entre 2023 et 2025 est prévue à +5,1%. Le chiffre d'affaires de l'activité change des devises est prévu d'atteindre 0,4 M€ en 2025.

EBITDA :

Les charges fixes qui représentent 56% du chiffre d'affaires en 2023. Leur amortissement progressif permet une réduction à 50% du chiffre d'affaires en 2025.

La marge d'EBITDA est prévu d'atteindre 50.4% ou 0.3 M€ en 2025 à la fin du Plan d'Affaires.

Investissements et Dotations :

Il n'y a pas d'amortissements sur le Plan d'Affaires en raison de l'absence d'investissements sur l'activité change.

Besoin en Fonds de Roulement :

Le BFR est neutre sur le Plan d'Affaires.

Taux d'Imposition sur les sociétés :

Le taux d'imposition des sociétés est de 25,0% sur l'horizon du Plan d'Affaires.

Plan d'Affaires IDSUD Change - Extrapolation (2026-2030)

Chiffre d'affaires :

Le chiffre d'affaires évolue à un taux de croissance annuel moyen égal à +3,0% entre 2025 et 2030 compte tenu de l'évolution conjoncturel du secteur et du positionnement de IDSUD Voyages :

- le marché des métaux précieux voit son taux de croissance annuel moyen réduit à +1,0% entre 2026 et 2030 compte tenu des incertitudes des perspectives long terme de cette activité et de l'environnement concurrentiel qui l'entoure. Le chiffre d'affaires de l'activité métaux précieux est prévu d'atteindre 0,2 M€ en 2030 ;
- le marché du change des devises voit son taux de croissance annuel moyen marginalement baisser à +4,0% entre 2026 et 2030 mais en ligne avec le taux de croissance sur la période entre 2023 et 2025. Le chiffre d'affaires de l'activité change des devises est prévu d'atteindre 0,5 M€ en 2030.

EBITDA :

Les charges fixes qui représentent 50% du chiffre d'affaires en 2025. Leur amortissement progressif permet une réduction à 45% du chiffre d'affaires en 2030.

La marge d'EBITDA est prévu d'atteindre 55.1% ou 0.4 M€ en 2030 à la fin du Plan d'Affaires.

Investissements et Dotations :

Il n'y a pas d'amortissements sur l'extrapolation du Plan d'Affaires en raison de l'absence d'investissements sur l'activité change.

Besoin en Fonds de Roulement :

Le BFR est neutre sur l'extrapolation du Plan d'Affaires.

Taux d'Imposition sur les sociétés :

Le taux d'imposition des sociétés est de 25,0% sur l'extrapolation du Plan d'Affaires.

Valeur terminale

La valeur terminale est calculée sur la base d'un flux de trésorerie normatif qui repose sur les hypothèses suivantes :

- un taux de croissance perpétuelle du chiffre d'affaires de la filiale de +2,0% ;
- une marge d'EBITDA de 55,1% équivalent à la dernière année de l'extrapolation du Plan d'Affaires ;
- pas de dépenses d'investissements en actifs corporels ni de dotations correspondantes ;
- pas de variation du besoin de fonds de roulement ;
- un taux d'imposition sur les sociétés de 25,0% (taux d'imposition pour la France en 2024 et années suivantes).

Coût moyen pondéré du capital (« CMPC »)

Le CMPC est la somme pondérée du coût des capitaux propres et du coût de la dette après impôt. Le coût des fonds propres est estimé sur la base de la formule du MEDAF selon laquelle le coût des fonds propres est la somme d'un taux sans risque correspondant au retour attendu sur un investissement sans

risque de défaut et d'une prime de risque qui correspond au surplus de rentabilité demandé par un investisseur eu égard au profil de risque de l'investissement. Cette prime de risque est calculée sur la base d'une prime de risque de marché pondérée par une mesure de la volatilité propre à la Société (« bêta »).

Le calcul du CMPC fait ressortir un taux d'actualisation de 16,49%. Les éléments intervenants dans le calcul sont les suivants :

- un taux sans risque de 2,75% fondé sur la moyenne 6 mois dans la Zone Euro au 31 janvier 2024 (Source : Fairness Finance) ;
- une prime de risque de marché de 6,60% basée sur la moyenne 6 mois dans la Zone Euro au 31 janvier 2024 (Source : Fairness Finance) ;
- un bêta ré-endetté projeté de 1,40 calculé à partir de la moyenne des bêtas désendettés des sociétés du secteur « Services Financiers Diversifiés » au 31 janvier 2024 (Source : Fairness Finance) ;
- une prime de taille de 4.53% basée sur la moyenne 6 mois des sociétés avec une capitalisation boursière de moins de 50M€ dans la Zone Euro au 31 janvier 2024 (Source : Fairness Finance) ;
- un coût de la dette avant impôt de 5,00% correspondant à la moyenne pondérée des taux d'intérêts des dettes émises par IDSUD (Source : Société) ;
- un ratio dette sur fonds propres futur (gearing) de 0,00% basé sur la répartition historique, actuelle et cible des capitaux et dettes financières de la société (Source : Société) ;
- un taux d'impôt normatif de la Société en France de 25,00% pour 2024 (Source : KPMG).

Conclusion

La valeur des fonds propres de IDSUD Change correspond à la valeur d'entreprise diminuée de la position financière nette ajustée.

Le tableau ci-dessous présente les résultats de la valorisation par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles :

Calcul de la valeur des fonds propres de IDSUD Change	M€
Somme des flux actualisés	1,1
+ Valeur terminale	0,8
Valeur d'entreprise	1,9
+ Disponibilités	-
- Dettes Financières	-
Valeur des fonds propres	1,9

Le tableau suivant illustre la sensibilité de la valeur des fonds propres de IDSUD Change pour un CMPC compris entre 15,99% et 16,99%, un taux de croissance perpétuelle compris entre 1,00% et 3,00%.

Valeur des fonds propres (M€)						
		CMPC				
		15,99%	16,24%	16,49%	16,74%	16,99%
Taux de Croissance	1,00%	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8
	1,50%	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8
	2,00%	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8
	2,50%	2,0	1,9	1,9	1,9	1,8
	3,00%	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9

3.3.5. Évaluation des autres participations non cotées

Le bilan de IDSUD est aujourd'hui composé, outre sa participation de contrôle dans FDJ, IDSUD Energies, IDSUD Voyages et IDSUD Change d'un certain nombre d'autres participations.

La société ID-Exium avait été créée en vue de développer un projet de promotion immobilière au Maroc. Outre le capital investi au départ, IDSUD a financé sa filiale par 2,3 M€ de comptes-courants. La crise immobilière qui a touché le Maroc à la fin des années 2000 n'a pas permis au projet de voir le jour. Aucune transaction n'a pu être matérialisée pour céder le terrain, conduisant la Société à intégralement provisionner sa participation et le compte-courant au cours de l'exercice 2007. Compte-tenu de ces éléments et de l'absence de perspectives favorables, la valeur nette comptable au bilan d'IDSUD SA (0 €) a été retenue pour cette participation.

Participation dans la société Fes Développement à hauteur de 26,00% (investissement immobilier au Maroc). Compte-tenu de ces éléments et de l'absence de perspectives favorables, la valeur nette comptable au bilan d'IDSUD SA (0 €) a été retenue pour cette participation.

La Société détient une participation de 35,00% dans la société ET Diffusion. Cette société exploite 10 magasins franchisés de détail d'habillement pour la marque Café Coton. La situation économique du secteur de la distribution textile étant difficile, notamment en raison de la concurrence digitale et des sites de vente privée, la valeur nette comptable au bilan d'IDSUD SA (405 k€) a été retenue pour cette participation, considérant que la situation de ET Diffusion restait fragile.

Participation dans la société Résidences Pasteur SAS à hauteur de 34,66% (société en liquidation - résidences de tourisme et d'EHPAD). Compte-tenu de ces éléments et de l'absence de perspectives favorables, la valeur nette comptable au bilan d'IDSUD SA (0 €) a été retenue pour cette participation.

La Société détient une participation de 10% dans la société SBP 1804. Cette société intervient sur le commerce de pâtes fraîches et autres produits agroalimentaires et fournit ses produits à la grande distribution. La valeur nette comptable au bilan d'IDSUD SA (0 €) a été retenue pour cette participation considérant que sa position de fournisseur de la grande distribution ne nécessitait pas de la réévaluer.

La Société détient une participation de 12,00% dans la société Phlox. Cette société développe des composants pour le marché de la vision industrielle, des éclairages de laboratoire, des équipements militaires et équipements d'avionique civile. L'activité de cette société de petite taille est stable, ce qui a conduit à retenir la valeur nette comptable au bilan d'IDSUD SA (152 k€) en l'absence de raison pour la réévaluer.

Les autres participations de la Société représente des investissements anciens qui ont été intégralement provisionnés. En conséquence, la valeur nette comptable au bilan d'IDSUD SA a été retenue :

- participation dans la société Intellinium à hauteur de 23,02% (société fabricant de chaussures de chantier connectées - capital développement) avec valeur nette comptable au bilan d'IDSUD SA de 0 € ;
- participation dans la société Veritec (mise au point de solutions de marquage pour l'identification des produits) avec valeur nette comptable au bilan d'IDSUD SA de 0 € ;
- participation dans la société Xanoptix (conception et la production de transcodeurs de signaux optiques en impulsions électriques) avec valeur nette comptable au bilan d'IDSUD SA de 0 € ;
- participation dans la société Fuel Links (services pétroliers) avec valeur nette comptable au bilan d'IDSUD SA de 0 € ;
- des produits OPCVM avec une valeur nette comptable au bilan d'IDSUD SA de 5 k€.

Le tableau suivant présente les différentes participations non cotées de IDSUD. Les participations non provisionnées ont été valorisées selon l'actif net comptable, méthodologie consistant à valoriser une société sur la base de ses capitaux propres comptables.

Valeur d'entreprise	% de détention	VBC ³⁵ K€	Commentaires	Méthode	Valo. K€
Participations majoritaires					
ID-Exium	100,00%	227	Provisionnée à 100%	ANC	-
Total		227			-
Participations minoritaires et capital développement					
Fes Developpement	26,00%	2	Provisionnée à 100%	ANC	-
ET Diffusion	35,00%	405	Valo. sur capitaux propres	ANC	405
Résidences Pasteur SAS	34,66%	300	Provisionnée à 100%	ANC	-
SBP 1804	10,00%	150	Provisionnée à 100%	ANC	-
Phlox	12,00%	152	Valo. sur capitaux propres	ANC	152
Autres participations	n.a.	852	n.a.	ANC	5
Total		1 862			563

3.3.6. Évaluation de l'immeuble situé à Marseille

L'immeuble détenu par IDSUD SA et situé 3, Place du Général de Gaulle à Marseille, a fait l'objet en octobre 2023 d'une valorisation par les Galtier Valuation, société spécialisée en évaluation d'actifs. Ce rapport auquel l'Établissement Présentateur a eu accès fait ressortir une valeur d'actif de 3,3 M€ par méthode de capitalisation du revenu.

Cet actif est comptabilisé pour une valeur de 1,0 M€ à l'actif d'IDSUD SA, soit une plus-value latente de 2,3 M€. Cette plus-value, nette d'impôts sur sociétés (taux 2024 de 25,00%) fait ressortir une valeur nette de 2,7 M€. La contribution sociale au taux de 3,3% sur l'IS dû au titre de l'exercice ne s'applique pas compte tenu de l'abattement en base de 763 k€.

3.4. Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

3.4.1. Décote de holding

Les sociétés holding sont généralement évaluées sur la base de leur actif net réévalué. La détermination de cet ANR donne lieu à la mise en œuvre de méthodes d'évaluation adaptées aux actifs sous-jacents détenus par le holding (DCF, multiples, cours de bourse, expertise des actifs immobiliers...).

Plusieurs paramètres cumulatifs peuvent expliquer cette décote : (1) la sous-valorisation des actions qui détiennent des actifs sans forcément de lien ou de cohérence, (2) l'absence de réelles synergies entre les actifs détenus par la holding, (3) les coûts de fonctionnement humains et techniques afin d'assurer la gestion des participations, (4) la position de minoritaire en cas d'absence de contrôle par la holding et (5) l'absence de contrôle des actionnaires minoritaires des holdings sur les actifs sous-jacents (et notamment leur incapacité à les arbitrer).

L'échantillon considéré comporte onze sociétés européennes cotées réparties selon trois natures de holding (holding familial, holding de contrôle et sociétés d'investissement). Il est difficile de constituer un échantillon de holdings véritablement comparables à IDSUD. Toutefois, dans le temps et en fonction des holdings, les niveaux de décote par rapport à l'ANR peuvent varier, mais les moyennes et médianes sur les années 2013 et 2023 sont comprises dans une fourchette pouvant aller de 25,3% à 43,4%. La moyenne des médianes ressort à 37,6% sur la période.

³⁵ Valeur Brute Comptable.

Intitulé	Capi. boursière au dern. ANR	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Dernier ANR publié
<u> Holding familial </u>													
Compagnie Lebon	113 M€	54,0%	54,7%	54,8%	45,5%	32,7%	32,3%	40,3%	58,2%	56,8%	56,4%	54,1%	Jun-23
La Compagnie du Bois Sauvage	511 M€	23,1%	26,2%	27,4%	15,7%	14,5%	5,9%	18,5%	26,0%	38,0%	40,8%	44,1%	Jun-23
FFP	2 346 M€	53,2%	49,9%	45,6%	50,3%	41,1%	31,0%	46,3%	57,7%	52,3%	50,8%	57,5%	Jun-23
Burelle	844 M€	60,7%	52,3%	50,7%	45,1%	31,8%	20,3%	42,7%	46,2%	50,4%	43,8%	52,9%	Jun-23
<u> Holding de contrôle </u>													
Wendel	4 097 M€	22,6%	23,9%	30,4%	26,4%	16,4%	27,8%	27,3%	37,7%	45,8%	43,4%	43,5%	Jun-23
Groupe Bruxelles Lambert	11 036 M€	27,2%	24,6%	24,5%	24,7%	19,4%	20,5%	25,2%	33,9%	32,6%	32,8%	36,9%	Jun-23
Altur Investissement	33 M€	43,6%	44,3%	46,2%	43,6%	33,2%	38,4%	39,1%	49,6%	51,8%	36,7%	27,7%	Jun-23
<u> Société d'investissement </u>													
Eurazeo	4 831 M€	43,2%	34,1%	37,8%	32,0%	2,7%	21,2%	23,0%	32,4%	35,5%	49,7%	n.a.	Dec-22
Altamir	1 012 M€	26,5%	34,9%	44,9%	39,9%	27,2%	33,5%	38,9%	35,7%	33,2%	26,5%	21,2%	Jun-23
Groupe IDI	470 M€	41,9%	37,5%	42,3%	46,3%	35,2%	42,1%	35,4%	42,2%	38,4%	43,9%	35,6%	Jun-23
Exor	19 808 M€	20,2%	19,0%	33,5%	26,5%	24,3%	26,6%	27,0%	34,5%	40,7%	38,4%	42,1%	Jun-23
Décote / (prime) moyenne		37,8%	36,5%	39,8%	36,0%	25,3%	27,2%	33,1%	41,3%	43,2%	42,1%	41,6%	
Décote / (prime) médiane		41,9%	34,9%	42,3%	39,9%	27,2%	27,8%	35,4%	37,7%	40,7%	43,4%	42,8%	

L'Établissement Présentateur a retenu une décote de 30,0% dans la valorisation par actif net réévalué, en ligne avec l'échantillon retenu.

3.4.2. Endettement financier net

Dans le cadre des hypothèses considérées pour les travaux de valorisation, la situation d'endettement financier net estimée au 31 décembre 2023 s'élèverait à 0,1 M€ sur la base des éléments suivants :

Calcul de la dette nette et ajustements	M€
Emprunts	2,7
+ Trésorerie passive	0,6
+ Dettes filiales	5,1
Total emprunts long terme	8,4
+ Frais divers	1,1
Total dette brute ajustée	9,5
- Trésorerie et équivalents	(9,6)
Total dette nette ajustée	(0,1)

3.5. Synthèse de la valorisation par actif net réévalué

Le tableau ci-après présente la synthèse de l'évaluation de l'actif net réévalué de IDSUD :

Agrégats/Participations	Unité	DCF cas bas	DCF cas central	DCF cas haut	Méthodologie
Participation FDJ avant IS	M€		95,6		VWAP 30J
IS latent et CS	M€		(2,9)		-
+ Participation FDJ	M€		92,7		-
IDSUD Energies	M€	4,9	5,3	5,9	DCF
IDSUD Voyages	M€	1,7	1,8	1,9	DCF
IDSUD Change	M€	1,8	1,9	1,9	DCF
Autres participations	M€		0,6		VNC
+ Immeuble à Marseille (net IS)	M€		2,7		Galtier
+ Trésorerie et équivalents	M€		9,6		VNC
- Dette brute ajustée	M€		(9,5)		VNC
Actif net réévalué avant décote	M€	104,5	105,1	105,7	-
- Décote de holding	M€	(31,4)	(31,5)	(31,7)	30%
Actif net réévalué	M€	73,2	73,6	74,0	-
# Actions en circulation	#		494 766		-
Valeur d'un titre IDSUD	€	147,86	148,67	149,62	-

3.6. Synthèse des éléments d'appréciation de la Parité d'Échange

L'Offre propose une Parité d'Échange de cinq (5) actions FDJ et 1,75 euro pour une (1) Action IDSUD, soit un prix de l'Action IDSUD de 182,75 €, sur la base du dernier cours de bourse de FDJ de 36,20 € la veille de la suspension de cours précédant l'annonce de l'OPRA.

Sur la base des méthodes et référence de valorisation retenues ci-avant, la Parité d'Échange fait apparaître les primes/décotes suivantes :

Critères		Valeur IDSUD	Prime / (décote) offerte
Valeur de marché (cours de bourse pré-offre)	Dernier cours au 24 janvier 2024	90,00 €	+103,1%
	Moyenne pondérée 1 mois	80,18 €	+127,9%
	Moyenne pondérée 3 mois	98,73 €	+85,1%
	Moyenne pondérée 6 mois	115,28 €	+58,5%
	Moyenne pondérée 12 mois	124,87 €	+46,3%
	Plus haut 12 mois	163,00 €	+12,1%
	Plus bas 12 mois	69,00 €	+164,9%
Actif net réévalué	DCF cas bas	147,86 €	+23,6%
	DCF cas central	148,67 €	+22,9%
	DCF cas haut	149,62 €	+22,1%

4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE D'IDSUD

Le 4 juin 2024, le conseil de surveillance de la Société composé de l'ensemble de ses trois membres, présents ou participant par des moyens de télécommunications, a examiné le projet d'OPRA visant les Actions IDSUD, en vue de rendre un avis motivé sur celle-ci conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du règlement général de l'AMF. Les termes non définis dans le présent avis ont le sens qui leur est donné par le projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») soumis au conseil de surveillance et annexé au procès-verbal de la séance ayant adopté le présent avis motivé.

Les membres du conseil de surveillance ont préalablement pris connaissance des différents documents qui leur ont été remis et présentés oralement, dont notamment :

- le rapport transmis par le cabinet BM&A, représenté par Monsieur Pierre Béal, désigné en qualité d'Expert Indépendant dans le cadre des dispositions de l'article 261-1 I 1° et 3° du règlement général de l'AMF et, dans le cas où l'OPAS serait suivie d'un Retrait Obligatoire, de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF reproduit *in extenso* dans le Projet de Note d'Information ;
- le Projet de Note d'Information d'IDSUD incluant les motifs et le contexte de l'OPRA, les éléments d'appréciation de la Parité d'Echange établis par l'Etablissement Présentateur du projet d'OPRA, le résumé des différents accords liés à l'OPRA ainsi que le rapport de l'Expert Indépendant susmentionné.

Le conseil de surveillance a également entendu la présentation par l'Expert Indépendant de ses diligences et des conclusions de son rapport.

Il est préalablement rappelé que :

- l'OPRA s'inscrit dans le cadre du Protocole conclu le 29 décembre 2023, modifié le 3 juin 2024, entre les sociétés Franklin Finance International et Franklin Finance constituant le « Groupe Franklin Finance » et IDSUD et qui a pour objet la Sortie Intégrale du Groupe Franklin Finance du capital de la Société ;
- le 25 janvier 2024, le conseil de surveillance d'IDSUD a approuvé le principe de la réalisation de l'OPRA, sous réserve de l'autorisation de l'AGE de la Réduction de Capital de la Société, non motivée par des pertes, pour un montant maximal de 1 544 513 euros portant sur un nombre maximum de 138 717 Actions en vue de leur annulation et avec délégation au Directoire et subdélégation à l'effet de la mettre en œuvre ;
- le 2 février 2024, conformément au protocole d'accord susmentionné, Franklin Finance International et Franklin Finance ont conclu un engagement irrévocable et inconditionnel leur imposant de présenter de la totalité de leurs actions à l'OPRA. Deux autres actionnaires minoritaires d'IDSUD ont également conclu avec la Société, le 2 février 2024, des engagements irrévocables d'apport à l'OPRA portant au total sur 5 451 Actions et représentant 1,10% du capital social ;
- l'Indivision Luciani et M^{me} Marie-Thérèse Luciani ont informé la Société qu'ils n'apporteront pas leurs Actions IDSUD à l'OPRA et ont donc conclu le 3 juin 2024 un engagement irrévocable leur obligeant de ne pas présenter leurs Actions à l'Offre. Par ailleurs, aucun autre membre du conseil de surveillance ne détient d'Actions de la Société ;
- après un appel d'offres, le conseil de surveillance a décidé d'examiner les propositions d'intervention reçues de trois experts financiers indépendants et a décidé, le 8 février 2024, à l'unanimité de ses membres, de retenir le cabinet BM&A en tant qu'Expert Indépendant, la Présidente du conseil de surveillance, M^{me} Marie-Thérèse Luciani, ne prenant pas part au vote ;
- en l'absence de mise en place d'un comité ad hoc, le conseil de surveillance a supervisé les travaux de l'Expert Indépendant qui ont été menés depuis la mi-février 2024. Le conseil de surveillance s'est à ce titre entretenu une fois avec l'Expert Indépendant. Le conseil de surveillance s'est également assuré que l'Expert Indépendant avait reçu l'ensemble des informations utiles à l'exécution de sa mission. Notamment, l'Expert Indépendant a été destinataire du plan d'affaires d'IDSUD tel qu'établi par sa direction et approuvé par le conseil de surveillance. Le conseil de surveillance confirme que

ce plan d'affaires représente la meilleure estimation possible des prévisions de la société et qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles pertinentes.

Le conseil de surveillance a, sur la base des différents documents qui lui ont été remis et présentés oralement, constaté que :

- le 30 avril 2024, l'AGE a autorisé à l'unanimité des actionnaires présents ou représentés la Réduction de Capital devant être réalisée dans le cadre de l'OPRA ;
- plusieurs actionnaires ont conclu des engagements d'apport à l'OPRA, portant précisément sur 90 988 Actions représentant 18,39% du capital social et 10,69% des droits de vote de la Société, constituant une part importante (65,6%) des 138 717 Actions de la Société visées par l'Offre (représentant 28,04% du capital social et 16,34% des droits de vote de la Société). Si l'Indivision Luciani et M^{me} Marie-Thérèse Luciani ont informé la Société qu'ils n'apporteront pas leurs Actions IDSUD à l'OPRA, leur décision s'inscrit néanmoins dans le cadre de leur intention de déposer, après l'OPRA et la Réduction de Capital, au cours du second semestre 2024 selon le calendrier indicatif envisagé, un projet d'OPAS visant les Actions de la Société, qui pourrait être suivie le cas échéant d'une procédure de retrait obligatoire si les conditions prévues par la réglementation le permettent ;
- les actionnaires de la Société apportant leurs Actions à l'OPRA détiendront en direct des actions FDJ dont la liquidité est très nettement supérieure à celle des Actions IDSUD étant précisé en outre que les actions FDJ sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris et sont éligibles au SRD et au PEA (les Actions IDSUD sont inscrites aux négociations sur Euronext Growth, admises au PEA mais ne sont pas éligibles au SRD). Le titre FDJ bénéficie également d'une plus large couverture d'analystes que celle de l'Action de la Société ;
- l'OPRA constituera ainsi une opportunité de liquidité pour les actionnaires leur permettant de céder leurs Actions à la Parité d'Echange de cinq (5) actions FDJ et 1,75 euros pour une (1) Action IDSUD représentant une prime de 103,06% par rapport au cours de clôture de l'Action IDSUD, de 90,00 euros au 24 janvier 2024 (dernière séance avant l'annonce du projet d'OPRA) et sur la base du cours de l'action FDJ à cette même date de 36,20 euros. La Parité d'Echange retenue correspond un prix de l'Action IDSUD de 182,75 euros sur la base de ce dernier cours de bourse de FDJ de 36,20 euros la veille de la suspension de cours précédant l'annonce de l'OPRA ;
- la Parité d'Echange fait ressortir des primes de 127,9%, 85,1% et 58,5% par rapport à la moyenne du cours de bourse de l'Action IDSUD pondérée par les volumes calculée respectivement sur un mois, trois mois et six mois à la date de l'annonce du projet d'OPRA. La Parité d'Echange représente également une prime de 22,9% par rapport à l'actif net réévalué (ANR) de la Société résultant de l'application du cas central de la méthode dite DCF (évalué à 148,67 euros par l'Etablissement Présentateur) ;
- l'OPRA ne remet pas en cause la capacité de la Société à financer sa croissance organique et elle ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique de la Société en matière d'emploi ;
- le rapport de l'Expert Indépendant conclut en ces termes sur le caractère équitable de la Parité d'Echange proposée dans le cadre de l'OPRA : « *la parité proposée dans le cadre de l'offre publique de rachat, soit 5 actions FDJ et 1,75 € pour une action IDSUD, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.* »

À la lumière des éléments qui précèdent, le conseil de surveillance, après en avoir délibéré et sans qu'aucune opinion divergente n'ait été exprimée, décide à l'unanimité, étant précisé que M^{me} Marie-Thérèse Luciani n'a pas pris part aux débats et au vote :

- d'approuver les termes et conditions du projet d'OPRA tels que détaillés dans le projet de Note d'Information ainsi que la réalisation de la Réduction de Capital devant en résulter et portant sur un

montant maximal de 1 544 513 euros correspondant à un nombre maximum de 138 717 Actions susceptible d'annulation ;

- de considérer que l'Offre est conforme sans restriction, ni réserve, aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;
- en conséquence, d'émettre un avis favorable sur l'OPRA dans la mesure où celle-ci est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ; et
- de recommander aux actionnaires désireux de profiter de l'opportunité de liquidité permise par le projet d'OPRA, d'apporter leurs Actions IDSUD à celle-ci.

Le Conseil de surveillance rappelle que le projet d'OPRA, selon la Parité d'Echange de cinq (5) actions FDJ et 1,75 euros pour une (1) Action IDSUD, est soumis à l'approbation par l'AGM du 25 juin 2024. Il confirme d'ailleurs, et à ce titre, les pouvoirs donnés au Directoire de convoquer ladite AGM, d'établir et de modifier au besoin l'ordre du jour de l'assemblée délibérative en ce inclus la résolution afférente à la Parité d'Echange.

5. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

L'Indivision Luciani a informé IDSUD qu'elle n'apporterait pas ses Actions IDSUD à l'OPRA et a conclu un engagement irrévocable de ne pas présenter ses Actions à l'Offre.

Madame Marie-Thérèse Luciani a déclaré ne pas avoir l'intention d'apporter à l'Offre l'Action de la Société qu'elle détient en pleine propriété.

Aucun autre membre du conseil de surveillance ne détient d'Actions de la Société.

6. INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'OPRA.

Ces informations, qui feront l'objet d'un document d'information spécifique établi par la Société, seront disponibles sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur un site internet dédié (<https://www.opra-idsud.com/>), et pourront être obtenues sans frais auprès de :

- IDSUD : 3 Place Général de Gaulle 13001 Marseille ;
- Banque Hottinguer : 63, rue de la Victoire 75009 Paris.

7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION

7.1. Pour la Société

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

Monsieur Jérémie Luciani
Président du Directoire

7.2. Pour l'Établissement Présentateur de l'OPRA

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, Banque Hottinguer, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'elle a examinée sur la base des informations communiquées par la Société, et les éléments d'appréciation de la parité

proposée, sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Banque Hottinguer
Représentée par M. Pierre de Bousingen
Président du Directoire

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Dans le cadre des dispositions de l'article 261-1 I 1° et 3° du règlement général de l'AMF, le conseil de surveillance de la Société a désigné le cabinet BM&A, représenté par Monsieur Pierre Béal, en qualité d'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'OPRA étant précisé que sa mission s'étendra à l'OPAS qui serait ensuite initiée directement ou indirectement par l'Indivision Luciani³⁶ et, à ce titre, dans le cas où l'OPAS serait suivie du Retrait Obligatoire, sa mission relèverait également de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF³⁷. La désignation de l'Expert Indépendant a été décidée le 8 février 2024 par le conseil de surveillance, à l'unanimité de ses membres³⁸. Il est précisé qu'au regard de la taille actuelle du conseil de surveillance, actuellement composé de trois membres, il a été décidé de ne pas constituer un comité ad hoc.

Dans le cadre de la mission qui lui a été confiée, l'Expert Indépendant a rendu, le 4 juin 2024, le rapport reproduit ci-après.

³⁶ Il est rappelé que l'Indivision Luciani a informé IDSUD qu'elle n'apporterait pas ses actions IDSUD à l'OPRA.

³⁷ Cf. avis de l'AMF 224C0218 du 8 février 2024.

³⁸ La Présidente du conseil de surveillance, M^{me} Marie-Thérèse Luciani, ne prenant pas part au vote de la délibération.



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

Groupe
IDSUD

| IDSUD

Expertise indépendante

Projet d'offre publique de rachat

Juin 2024

SOMMAIRE

1 	CONTEXTE DE L'OPERATION.....	5
2 	PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	7
2.1	Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois.....	7
2.2	Déclaration d'indépendance	7
2.3	Rémunération de l'expert	7
2.4	Diligences effectuées par l'expert	7
3 	PRESENTATION DE LA SOCIETE.....	11
3.1	Activité et historique	11
3.1.1	Présentation générale de la société	11
3.1.2	Historique de la Société.....	11
3.1.3	Présentation générale des activités	12
3.1.4	Focus sur IDSUD Energies	13
3.1.4.1	Historique de l'activité.....	13
3.1.4.2	Activité « EPC »	13
3.1.4.3	Activité de distribution d'UPS	14
3.1.5	Focus sur IDSUD Voyages	14
3.1.5.1	Activité et modèle économique.....	14
3.1.5.2	Perspectives	15
3.1.6	Focus sur l'activité Change de devises / métaux précieux	15
3.1.6.1	Activité Change de devises	15
3.1.6.2	Activité négoce de métaux précieux.....	15
3.2	Analyse historique des comptes publiés	16
3.2.1	Comptes sociaux IDSUD S.A.....	16
3.2.1.1	Evolution des résultats de la société.....	16
3.2.1.2	Evolution de la situation bilancielle	17
3.2.2	Comptes sociaux IDSUD Energies	18
3.2.2.1	Evolution de la situation bilancielle	19
3.2.3	Présentation des comptes sociaux d'IDSUD Voyages	20
3.2.3.1	Evolution des résultats de la société.....	20
3.2.3.2	Evolution de la situation bilancielle	20
3.3	Présentation des plans d'affaires	21
3.3.1	Plan d'affaires IDSUD Energies	21
3.3.1.1	Chiffre d'affaires	22
3.3.1.2	Ebit	22
3.3.1.3	Autres éléments des flux de trésorerie.....	22
3.3.1.4	Prolongement du plan	22
3.3.2	Plan d'affaires IDSUD Voyages	22
3.3.2.1	Chiffre d'affaires	22
3.3.2.2	Ebit	23
3.3.2.3	Autres éléments des flux de trésorerie.....	23
3.3.2.4	Prolongement du plan	23
3.3.3	Plan d'affaires de l'activité Change / Métaux précieux	23
3.3.3.1	Chiffre d'affaires	23
3.3.3.2	Ebit	23
3.3.3.3	Autres éléments des flux de trésorerie.....	24

3.3.3.4	Prolongement du plan	24
4 	TRAVAUX D'ÉVALUATION	25
4.1	Méthodes ou références non retenues	25
4.1.1	Actif net comptable	25
4.1.2	Méthodes basées sur le dividende	25
4.1.3	Approche par référence aux objectifs de cours des analystes financiers	25
4.1.4	Approches analogiques	25
4.1.5	Evaluation par la méthode de l'actualisation de flux de trésorerie	26
4.2	Critères et méthodes retenus	26
4.2.1	Approche par référence au cours de bourse	26
4.2.1.1	Revue de l'évolution historique du cours de bourse IDSUD	27
4.2.1.2	Parité historique entre le cours de l'action IDSUD et celui de l'action FDJ	29
4.2.2	Approche par référence à des transactions intervenues sur le capital de la Société	29
4.2.3	Référence à la transaction avec Franklin Finance	30
4.2.4	Méthode de l'actif net réévalué	30
4.2.4.1	Réévaluation de la participation dans la Française des jeux	31
4.2.4.2	Réévaluation d'IDSUD Energies	35
4.2.4.3	Réévaluation d'IDSUD Voyages	38
4.2.4.4	Réévaluation de l'activité Change / Métaux précieux	40
4.2.4.5	Autres composantes de l'ANR IDSUD	41
4.2.4.6	Ajustements et décotes appliquées à l'ANR	42
4.2.4.7	Actif net réévalué IDSUD : synthèse des résultats	43
5 	ANALYSE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR	46
5.1	Comparaison des méthodes et des références d'évaluation écartées	46
5.1.1	Actif net comptable	46
5.1.2	Actualisation de dividendes	46
5.1.3	Actualisation de flux de trésorerie (pour évaluer IDSUD dans sa globalité)	46
5.1.4	Approches analogiques (pour évaluer IDSUD dans sa globalité)	46
5.1.5	Objectifs de cours des analystes	47
5.2	Comparaison des méthodes d'évaluation présentées à titre indicatif	47
5.2.1	Référence à une opération significative sur le capital de la Société	47
5.2.2	Référence au cours de bourse	47
5.3	Comparaison des méthodes d'évaluation retenues à titre principal	47
5.3.1	Référence à la transaction avec Franklin Finance	47
5.3.2	Actif net réévalué IDSUD	47
5.3.2.1	Construction de l'ANR	47
5.3.2.2	Réévaluation de la participation FDJ	48
5.3.2.3	Réévaluation de la participation IDSUD Energies	48
5.3.2.4	Réévaluation de la participation IDSUD Voyages	49
5.3.2.5	Réévaluation de l'activité Change touristique et Métaux précieux	51
5.3.2.6	Réévaluation des autres participations non cotées	52
5.3.2.7	Réévaluation de l'immeuble situé à Marseille	52
5.3.2.8	Décotes et ajustements	52
5.3.2.9	Endettement financier net	52
5.3.2.10	Synthèse des résultats	53
6 	REPONSES AUX OBSERVATIONS DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES	54
7 	CONCLUSION	56

8 ANNEXES	58
8.1	Lettre de mission
	58
8.2	Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation
	61
8.2.1	Nombre de titres
	61
8.2.2	Passages de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres
	61
8.3	Bêtas moyens des échantillons de comparables boursiers
	62
8.3.1	Bêta IDSUD Energies (EPC)
	62
8.3.2	Bêta Kehua France
	62
8.3.3	Bêta IDSUD Voyages
	63
8.3.4	Bêta Change / Métaux précieux
	63
8.4	Taux d'actualisation par activité
	64
8.4.1	Taux d'actualisation IDSUD Energies (activité EPC)
	64
8.4.2	Taux d'actualisation Kehua France
	64
8.4.3	Taux d'actualisation IDSUD Voyages (France)
	65
8.4.4	Taux d'actualisation Globid – T4EX (USA)
	65
8.4.5	Taux d'actualisation Change / Métaux précieux
	66
8.4.6	Description des concepts utilisés dans l'appréciation des fourchettes de taux d'actualisation
	66
8.5	Prévisions macroéconomiques
	67
8.6	Décote de holding
	68
8.6.1	Echantillon de référence et données à date
	68
8.6.2	Evolution historique de la décote moyenne.....
	68
8.7	Capitalisation des coûts de holding
	69
8.7.1	Taux de capitalisation
	69
8.7.2	Coûts de holding normatifs capitalisés.....
	69
8.8	Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers
	70
8.8.1	IDSUD Energies
	70
8.8.2	Kehua France
	72
8.8.3	IDSUD Voyages
	73
	74
8.8.4	IDSUD Change / Métaux précieux
	75

1 | CONTEXTE DE L'OPERATION

Après avoir demandé la suspension de la cotation de ses actions le 25 janvier 2024, la société IDSUD (ci-après « **IDSUD** » ou la « **Société** ») a annoncé le 6 février 2024, veille de la reprise de la cotation, son intention d'initier une offre publique de rachat (ci-après l'« **Offre** » ou l'« **OPRA** ») sur ses propres actions, cotées sur le marché Euronext Growth d'Euronext Paris (ISIN : FR0000062184- ALIDS).

IDSUD est une société holding active dans plusieurs secteurs d'activité, dont le principal actif est constitué d'une participation de 1,46 %¹ dans la société Française des Jeux (ci-après la « **FDJ** »). Dans ce contexte, l'Offre sera rémunérée en actions de la société FDJ selon une parité de 5 actions FDJ et 1,75 €² pour une action IDSUD.

Le capital de la Société est contrôlé par monsieur Jérémie Arnould-Luciani et madame Marie-Thérèse Luciani, réunis en indivision (ci-après l'« **Indivision Luciani** ») et détiennent ensemble 356 049 actions d'IDSUD, représentant 71,96 % du capital et 83,66 % des droits de vote. L'Indivision Luciani n'entend pas apporter ses actions IDSUD à l'OPRA. Le solde du capital de la Société est principalement détenu par Franklin Finance³ (ci-après « **Franklin Finance** ») qui détient 85 537 actions IDSUD soit 17,3 % du capital. Le 2 février 2024, Franklin Finance s'est engagé irrévocablement et inconditionnellement à apporter l'ensemble de ses actions IDSUD à l'OPRA. Le même jour, deux autres actionnaires d'IDSUD se sont également engagés à apporter leurs 5 451 actions IDSUD à l'opération.

L'actionnariat et son évolution après exécution des engagements d'apport est présenté dans le tableau ci-dessous :

IDSUD	Avant engagement d'apport		Eng. d'apport ⁽²⁾	Post engagement d'apport	
	# actions	% actions		# actions	% actions
Actionnariat au 30 avril 2024					
Indivision Luciani	356 049	72,0%		356 049	88,2%
Franklin Finance ⁽¹⁾	85 537	17,3%	(85 537)		
Actionnaire 1	3 771	0,8%	(3 771)		
Actionnaire 2	1 680	0,3%	(1 680)		
Public	47 729	9,6%		47 729	11,8%
Total	494 766	100,0%	(90 988)	403 778	100,0%

Par ailleurs, IDSUD a indiqué que l'Indivision Luciani envisage d'initier, sous réserve de la réalisation de l'OPRA, une offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« **OPAS** ») visant les actions IDSUD que la Société ne détiendrait pas à l'issue de l'OPRA. Cette opération serait rémunérée en numéraire à un prix égal à 5 fois le cours de l'action FDJ à la clôture de la séance de la veille du dépôt de l'OPAS et 1,75 €. A l'issue de l'OPAS et si les conditions sont réunies, l'Initiateur demandera la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

Le but de l'Offre est de permettre la sortie intégrale de Franklin Finance du capital d'IDSUD. Comme indiqué supra, Franklin Finance, ainsi que deux autres actionnaires, se sont irrévocablement engagés à apporter leurs titres IDSUD à l'Offre, rémunérée en actions FDJ lesquelles bénéficient d'une liquidité bien supérieure à celle d'IDSUD. Sous réserve de la réalisation de l'OPRA, l'Indivision Luciani, qui détiendra au minimum 88,2 % du capital d'IDSUD, envisage de déposer une offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« **OPAS** ») visant le solde des actions qu'elle ne détiendrait pas. Cette seconde opération, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire si les conditions le permettent, sera rémunérée en numéraire à un prix équivalent à 5 fois le cours de l'action FDJ à la clôture de la veille du dépôt de l'OPAS et 1,75 €. Le retrait obligatoire conduirait à la radiation des actions IDSUD d'Euronext Growth.

¹ Soit 2 797 064 actions FDJ.

² Après avoir été annoncée à 5 actions FDJ contre une action IDSUD le 6 février 2024, la rémunération a été portée à 5 actions FDJ et 1,75 € par action IDSUD, à la suite de la signature, le 31 mai 2024, d'un avenant au Protocole conclu entre IDSUD et Franklin Finance (cf. § 4.2.3.).

³ Regroupant Franklin Finance International et Franklin Finance.

S'agissant de ses intentions dans les douze mois à venir, la Société entend poursuivre le redressement et développement d'IDSUD Energies et poursuivre les activités de Voyage et de Change. L'Offre n'aura pas d'incidence en matière d'emploi ou de gouvernance de la Société. Par ailleurs, Société, qui rappelle qu'elle n'a pas versé de dividende au cours des trois dernières années, indique qu'elle définira sa politique de distribution en fonction de ses capacités distributives, de sa situation financière et de ses besoins financiers, en ce compris ceux de ses filiales. La Société n'envisage pas d'évolution de la structure du groupe ou de son statut juridique. Toutefois, en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire à l'issue de l'OPAS, la Société pourrait être transformée en société par actions simplifiée, entraînant une modification de sa gouvernance. Enfin, l'Offre n'entraînera pas la réalisation de synergie et aucune opération de fusion n'est envisagée.

Dans ce contexte, le cabinet BM&A Advisory & Support a été mandaté le 9 février 2024 par le Conseil de surveillance de la Société en qualité d'expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable de la rémunération proposée dans le cadre de l'Offre. Notre mission sera étendue à l'OPAS qui sera initiée à la suite de l'OPRA par l'Indivision Luciani.

S'agissant de l'opération dans son ensemble (i.e. l'OPRA et l'OPAS éventuellement suivie d'un retrait obligatoire), notre intervention est requise par les dispositions du règlement général de l'AMF figurant au Titre VI du Livre II, Chapitre 1^{er}, article 261-1, et en particulier :

- le paragraphe I, alinéa 1^o, dans la mesure où la société visée est déjà contrôlée avant le lancement de l'opération par l'initiateur de l'offre ;
- le paragraphe I, alinéa 3^o, dans la mesure où l'actionnaire contrôlant n'envisage pas d'apporter ses titres à l'offre ;
- le paragraphe II, dans la mesure où un retrait obligatoire est envisagé dans le cadre de l'OPAS prévue à la suite de l'OPRA.

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

2 | PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

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

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

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
oct-20	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Genkyotex	Calliditas Therapeutics AB	Bryan Garnier
août-21	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Iliad	Holdco II	BNP Paribas & CACIB & Société Générale
oct-21	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Ivalis	RGIS	Invest Securities
déc-21	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Visiodent	Groupe Visiodent & Hivista	Portzamparc
janv-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	SMTPC	Eiffage & Vinci Concessions	Portzamparc
mars-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Groupe Open	New Go	Oddo BHF
oct-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Groupe IRD	IRD et Associés	Degroof Petercam
nov-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Oncodesign	Cancer Buster Bidco	Société Générale
oct-23	Offre Publique d'Achat Simplifiée	PCAS	Seqens	Portzamparc
nov-23	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Boiron	Boiron Développement	Bryan Garnier, BNP Paribas & CM-CIC

2.2 Déclaration d'indépendance

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

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

2.3 Rémunération de l'expert

La rémunération perçue par BM&A au titre de l'opération, prise dans son ensemble et incluant l'OPRA et l'OPAS, s'élève à un total de 110 000 € hors taxes et débours (répartis en 80 k€ pour l'OPRA et 30 k€ pour l'OPAS).

2.4 Diligences effectuées par l'expert

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

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

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

Nous avons été informés de l'Offre envisagée le 25 janvier 2024. À la suite de notre nomination en qualité d'expert indépendant, intervenue le 9 février 2024, nous avons commencé nos travaux le 1er mars 2024 et les avons achevés le 4 juin 2024, date à laquelle nous avons remis la version définitive de notre rapport.

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

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

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

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

- Actionnaires minoritaires :
 - Au cours de notre mission, nous avons été contactés par 3 actionnaires minoritaires du groupe IDSUD, avec lesquels nous avons échangé sur les conditions de l'Offre.

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

- i) la présentation de l'opération envisagée et son contexte ;
- ii) la description des différentes activités de la Société et de leurs marchés,
- iii) le potentiel de développement et les hypothèses structurantes sur lesquelles s'appuient les plans d'affaires produits par le management et revus par le Conseil de surveillance, et notamment les déterminants de la croissance et la dynamique commerciale.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité et de l'historique de la Société ;
- ii) étudier le contexte général de l'Offre ;

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

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

- du projet de note d'information relative à l'Offre ;
- des statuts d'IDSUD SA ;
- des comptes sociaux 2017 à 2023 de IDSUD SA ;
- des comptes sociaux 2019 à 2023 des filiales IDSUD Voyage et IDSUD Energies ainsi que leurs propres filiales ;
- des plans d'affaires produits par le management et revus par le Conseil de surveillance ;
- du rapport d'expertise du 1^{er} octobre 2023 produit par le cabinet Galtier sur la valeur de l'immeuble de Marseille ;
- du contrat cadre « Kourbe » (ex Enerfi) ;
- de la convention générale de mise à disposition et d'utilisation de moyens signée entre IDSUD SA et IDSUD Voyages ;
- du protocole d'accord du 29 décembre 2023 entre IDSUD Franklin Finance portant sur l'engagement irrévocable d'apport à l'offre des titres détenus par le fonds, et son avenant signé en date du 31 mai 2024 ;
- des engagements d'apport des trois actionnaires minoritaires (dont Franklin Finance) signés entre le 29 et le 3 juin 2024 ;
- des courriers et courriels transmis par les actionnaires minoritaires.

Nous avons principalement utilisé la base de données financières Eikon de LSEG⁴ et les outils développés par le cabinet sous la marque Fairness Finance. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente. Enfin, nous avons examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables.

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

⁴ ex Refinitiv / Thomson-Reuters.

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

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

3 | PRESENTATION DE LA SOCIETE

3.1 Activité et historique

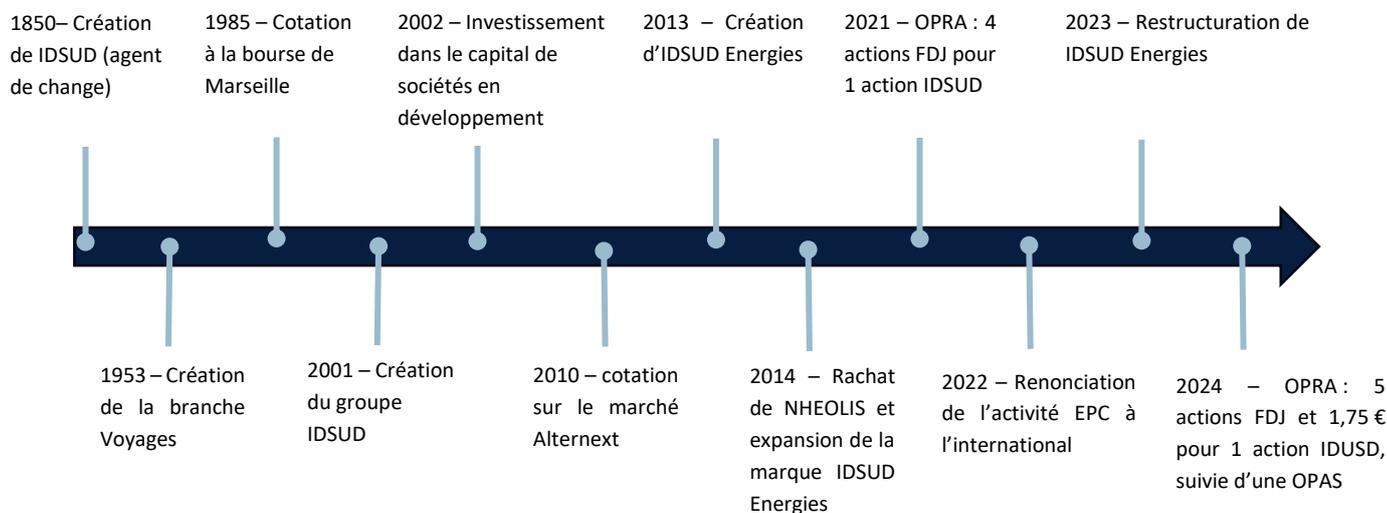
3.1.1 Présentation générale de la société

Agent de change à sa création au milieu du 19^{ème} siècle, IDSUD est aujourd'hui une société holding détenant une participation représentant 1,5 % du capital de la Française des jeux (société cotée sur le compartiment A d'Euronext Paris dont la capitalisation boursière s'élevait à 7,2 mds€ au 30 janvier 2024) et qui développe des activités diversifiées dans le change de devises, la négociation de métaux précieux, les voyages d'affaires et l'énergie renouvelable.

Créée en 1850, la Société est cotée en bourse depuis 1985 ; son capital est réparti entre la Famille Luciani (qui en détient près de 72 %), Franklin Finances SA (qui en détient environ 17 %) et le flottant. La composition de l'actionnariat résulte de la réalisation d'une offre publique de rachat initiée en juin 2021, rémunérée en actions FDJ, et qui avait pour objectif la sortie du capital de certains investisseurs financiers.

En 2023, IDSUD SA a réalisé un chiffre d'affaires de 916 k€ (contre 945 k€ en 2022) pour une perte opérationnelle de 2,3 m€ (contre une perte de 1,2 m€ en 2022) et un résultat net (part du groupe) de 18,7 m€ (contre une perte de 1,4 m€ en 2022).

3.1.2 Historique de la Société



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

En **2022** diverses investigations diligentées par le Conseil de surveillance et le Directoire d'IDSUD amènent la société à renoncer à l'activité d'EPC⁵ développée à l'international par IDSUD Energies, la considérant comme trop exposée en temps de crise.

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

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

3.1.3 Présentation générale des activités

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

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

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

⁵ *Engineering, Procurement and Construction*

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

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

3.1.4 Focus sur IDSUD Energies

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

3.1.4.1 Historique de l'activité

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

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

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

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

3.1.4.2 Activité « EPC »

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

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

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

S'en est suivie une période de restructuration qui a vu les revenus d'IDSUD Energies se réduire à un plus bas de 500 k€ et amené la société à constater une perte de près de 10 m€ en 2022. A l'issue des actions de restructuration, l'activité a repris son développement dans une nouvelle configuration et doit compléter son carnet de commandes

afin de trouver des relais de croissance au contrat Kourbe, sur lequel repose l'intégralité des revenus EPC d'IDSUD Energies aujourd'hui.

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

3.1.4.3 Activité de distribution d'UPS

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

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

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

3.1.5 Focus sur IDSUD Voyages

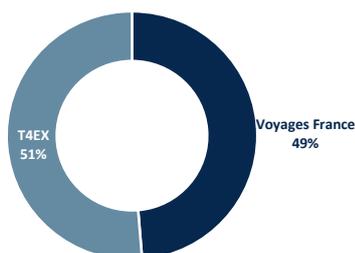
3.1.5.1 Activité et modèle économique

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

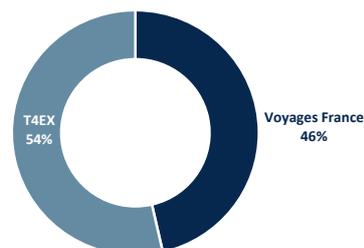
Après une période difficile pendant la crise sanitaire, l'activité s'est redressée progressivement, et ce malgré les défis posés par le contexte actuel de tensions climatiques, énergétiques et géopolitiques, qui pèsent lourdement sur le secteur. Dans ce contexte, en 2022, IDSUD Voyages a dû ajuster sa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

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

Contribution au chiffre d'affaires 2023



Contribution à l'Ebitda 2023



A fin mars 2024, la division voyages comptait 6 employés à plein temps.

3.1.5.2 Perspectives

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

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

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

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

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

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

3.1.6.1 Activité Change de devises

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

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

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

3.1.6.2 Activité négoce de métaux précieux

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

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

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

3.2 Analyse historique des comptes publiés

NB : Le Groupe IDSUD n'établit pas de comptes consolidés, les comptes sociaux présentés ci-après sont établis selon normes françaises.

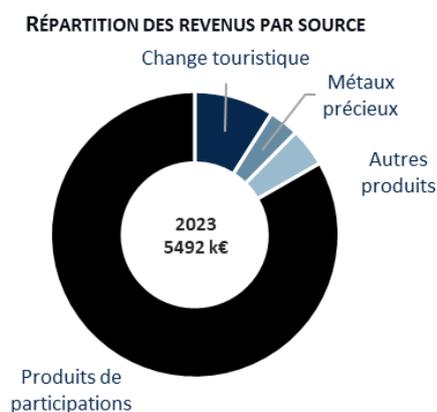
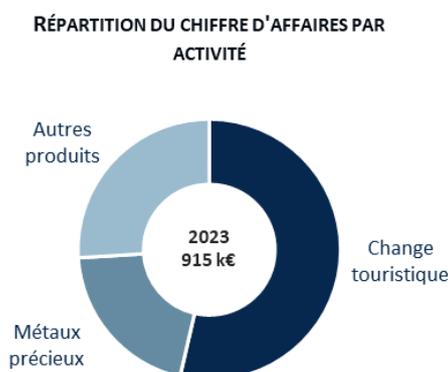
3.2.1 Comptes sociaux IDSUD S.A.

3.2.1.1 Evolution des résultats de la société

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

IDSUD S.A. Compte de résultat k€	31-déc.-17 12 m.	31-déc.-18 12 m.	31-déc.-19 12 m.	31-déc.-20 12 m.	31-déc.-21 12 m.	31-déc.-22 12 m.	31-déc.-23 12 m.	TCAM 2017-2023
Change touristique	581	597	605	162	148	423	491	(3,3%)
Métaux précieux	106	124	234	194	167	228	187	12,0%
Autres produits	229	260	327	324	346	294	238	0,8%
Chiffre d'affaires	916	981	1 166	680	661	945	916	(0,0%)
% croissance		7,1%	18,9%	(41,7%)	(2,8%)	43,0%	(3,1%)	
Autres achats et ch. ext.	(1 442)	(1 550)	(1 502)	(1 323)	(1 128)	(1 280)	(1 304)	(2,0%)
Impôts et taxes	(246)	(294)	(299)	(270)	(225)	(241)	(264)	1,4%
Salaires et charges	(1 280)	(1 490)	(1 367)	(1 070)	(1 455)	(1 433)	(1 422)	2,1%
Autres charges	(80)	(81)	(82)	(81)	(112)	(178)	(81)	0,2%
Autres produits	62	77	74	100	183	85	36	(10,2%)
Reprises de provisions d'exploitation et transferts de charges	81	7	12	58	127	119	28	(19,4%)
Charges d'exploitation	(2 905)	(3 331)	(3 164)	(2 586)	(2 610)	(2 928)	(3 007)	0,6%
% croissance		14,7%	(5,0%)	(18,3%)	0,9%	12,2%	2,7%	
Ebitda	(1 989)	(2 350)	(1 998)	(1 906)	(1 949)	(1 983)	(2 091)	1,0%
Ebitda en % du CA	(217,1%)	(239,6%)	(171,4%)	(280,3%)	(294,9%)	(209,8%)	(228,4%)	
Dotations aux amortissements	(264)	(247)	(241)	(231)	(224)	(236)	(237)	(2,2%)
Dotation et reprises de provisions	(1)	(1)	-	(1)	(15)	(1)	(0)	(16,3%)
Résultat opérationnel	(2 254)	(2 598)	(2 239)	(2 138)	(2 188)	(2 220)	(2 328)	0,5%
Résultat financier	3 364	3 869	3 281	1 587	(1 441)	2 747	8 791	21,2%
<i>Produits de l'activité de portefeuille et des participations</i>	3 261	3 418	3 208	2 261	4 518	4 151	4 576	
<i>Intérêts sur portefeuille titres</i>	93	61	78	79	67	57	8	
<i>Reprises / (dotations) de provisions</i>	(13)	147	27	(754)	(5 999)	(1 402)	4 355	
<i>Intérêts et charges assimilées</i>	(7)	(18)	(52)	(46)	(56)	(59)	(393)	
<i>Produits nets des charges de cessions de titres</i>	22	253	21	47	29	-	-	
<i>Autres produits / (charges) financiers</i>	8	8	(1)	-	-	-	245	
Résultat exceptionnel	2	(209)	(12)	(8)	66 771	(15 631)	13 344	
Impôts sur les sociétés	(388)	(335)	(328)	-	(2 650)	(390)	(1 070)	
Résultat net	724	727	702	(559)	60 492	(15 494)	18 738	91,7%
RN en % du CA	79,0%	74,1%	60,2%	(82,2%)	9 151,6%	(1 639,6%)	2 046,7%	

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



La majorité du chiffre d'affaires d'IDSUD est réalisé par l'activité « Change ». Elle est en repli depuis 2017 et n'a pas retrouvé son niveau d'avant crise sanitaire au 31 décembre 2023. L'activité « Métaux précieux » affiche une progression sur la période, même si, elle non plus, n'a pas retrouvé son niveau d'avant crise.

Les charges liées à la gestion du Groupe n'étant pas totalement refacturées aux filiales, l'EBITDA et l'EBIT sont négatifs. Les charges, notamment de personnel, affichent une croissance supérieure à celle du chiffre d'affaires.

Le résultat financier comprend principalement les dividendes versés par FDJ, pour un montant de 4,6 millions d'euros en 2023, contre 4,1 millions d'euros en 2022 et 4,5 millions d'euros en 2021. Il est également impacté en 2023 par une reprise de partielle de la dépréciation des titres de la filiale IDSUD Energies à la suite de la restructuration et à la réorientation de la filiale menée en 2022 et 2023.

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

Le résultat net 2023, qui s'établit à 18,7 millions d'euros, vient contrebalancer la perte de 15,5 m€ comptabilisée en 2022. Comme évoqué plus haut, cette évolution provient essentiellement de la cession de 543 300 titres FDJ en décembre 2023, qui permet de recapitaliser IDSUD SA dont les capitaux propres étaient devenus négatifs à la suite des pertes accumulées du fait de la crise sanitaire et de la restructuration de sa filiale IDSUD Energies.

3.2.1.2 Evolution de la situation bilancielle

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

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

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

Les immobilisations financières sont essentiellement constituées par la participation dans IDSUD Energies à hauteur de 4 millions d’euros⁶ et de la participation dans IDSUD Voyages comptabilisée pour 0,8 m€. La participation détenue dans FDJ (2 797 064 titres FDJ) figure au bilan pour une valeur historique de 0,6 million d’euros. Les autres titres concernent diverses participations minoritaires détenues dans des secteurs variés.

Les éléments de BFR n’appellent pas de commentaire particulier, l’amélioration apparente de ce dernier provient en réalité essentiellement de l’augmentation des dettes fiscales (0,7 m€ de dettes d’IS sont comptabilisées au 31 décembre 2023).

Les comptes courants avec les filiales et notamment avec IDSUD Energies, ont été intégralement dépréciés. Les disponibilités sont principalement constituées d’un compte titre de 8,4 m€. Les provisions pour risques et charges, qui s’élèvent à 5,1 m€ au 31 décembre 2023, comprennent 4,6 m€ de provisions pour comblement de passif des branches Energies (notamment la dettes bancaire IDSUD Energies). Les emprunts intègrent deux prêts Atout⁷ souscrits auprès de la BPI pour un montant total de 280 k€, deux prêts dont un PGE contractés auprès de la BNP pour 250 k€ ainsi qu’un emprunt de 2 m€. Les capitaux propres de la Société s’établissent à 7,4 m€ à fin 2023, en hausse de près de 19 m€ par rapport à 2022, la vente des titres FDJ ayant permis de recapitaliser la structure.

3.2.2 Comptes sociaux IDSUD Energies

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

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

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

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

⁶ Depuis une reprise de provisions 3,9 m€ décidée par le Groupe consécutive à la restructuration des activités de sa filiale.

⁷ Prêt Atout : financement de trésorerie à moyen terme, compris entre 50 k€ et 5 m€ octroyé par la BPI aux TPE, PME et ETI.

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

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

3.2.2.1 Evolution de la situation bilancielles

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

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

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

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

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

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

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

3.2.3 Présentation des comptes sociaux d'IDSUD Voyages

3.2.3.1 Evolution des résultats de la société

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

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

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

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

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

3.2.3.2 Evolution de la situation bilancielle

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

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

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

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

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

3.3 Présentation des plans d'affaires

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

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

3.3.1 Plan d'affaires IDSUD Energies

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

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

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

3.3.1.1 Chiffre d'affaires

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

3.3.1.2 Ebit

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

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

3.3.1.3 Autres éléments des flux de trésorerie

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

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

3.3.1.4 Prolongement du plan

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

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

3.3.2 Plan d'affaires IDSUD Voyages

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

3.3.2.1 Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires d'IDSUD Voyages (France) est modélisé selon deux catégories de revenus : les commissions et les marges arrière. Les commissions sont projetées avec une croissance annuelle moyenne raisonnable de 5 % entre

2023 et 2026 et les marges arrière s'améliorent comparativement aux commissions sur la période. Les commissions représentent plus de 90 % du chiffre d'affaires sur la période prévisionnelle.

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

3.3.2.2 Ebit

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

3.3.2.3 Autres éléments des flux de trésorerie

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

3.3.2.4 Prolongement du plan

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

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

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

3.3.3.1 Chiffre d'affaires

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

3.3.3.2 Ebit

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

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

3.3.3.3 Autres éléments des flux de trésorerie

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

3.3.3.4 Prolongement du plan

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

4 | TRAVAUX D'ÉVALUATION

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

4.1 Méthodes ou références non retenues

4.1.1 Actif net comptable

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

En l'espèce, les actifs de la Société n'étant pas comptabilisés en valeur de marché et en l'absence de comptes consolidés, la méthode n'est pas applicable. Pour mémoire, les capitaux propres au 31 décembre 2023 s'établissaient à 7,4 m€, soit 15,0 € par action. Le prix d'Offre extériorise une prime de 1 130 % par rapport à cette référence.

4.1.2 Méthodes basées sur le dividende

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

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

S'agissant de la méthode de l'actualisation des dividendes, laquelle peut sembler plus fine que la précédente, sa principale limite réside dans la difficulté à justifier une distribution sous-optimale des cash flows libres pour l'actionnaire et de positionner à un horizon plutôt qu'à un autre le moment de la distribution des excédents de trésorerie ainsi accumulés.

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

4.1.3 Approche par référence aux objectifs de cours des analystes financiers

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

4.1.4 Approches analogiques

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

Compte tenu du caractère spécifique du Groupe (société holding détenant des actifs diversifiés), nous n'avons pas considéré la méthode comme applicable pour évaluer le Groupe dans son ensemble. L'approche des multiples de comparables boursiers a toutefois été mise en œuvre pour réévaluer les activités opérationnelles du Groupe dans le cadre de la détermination de son ANR (cf. §4.2.4 infra), mais uniquement à titre de recoupement compte tenu des activités de niche développées par le Groupe.

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

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

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

Compte tenu du profil d'IDSUD, à savoir celui d'une société holding détenant des actifs diversifiés, la plus grosse partie de la valeur se concentre dans les plus-values latentes sur la valeur des actifs détenus, et non dans les flux d'exploitation générés. Dans ce contexte, la méthode a été utilisée pour réévaluer des activités du Groupe dans la cadre de l'appréciation de son ANR (cf. §4.2.4 infra), mais n'a pas été retenue pour évaluer le Groupe dans son ensemble.

4.2 Critères et méthodes retenus

4.2.1 Approche par référence au cours de bourse

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

Le cours de l'action IDSUD se caractérise par un flottant réduit à 28,0 % depuis l'OPRA de 2021 (ou 10,7 % hors Franklin Finance). Sur les douze mois précédents le 24 janvier 2024, date de suspension du cours en attente de l'annonce de l'Offre, la rotation du flottant s'est limitée de 4,0 %, la rotation du capital à seulement 1,1 % et l'action à côté moins d'un jour de bourse sur deux.

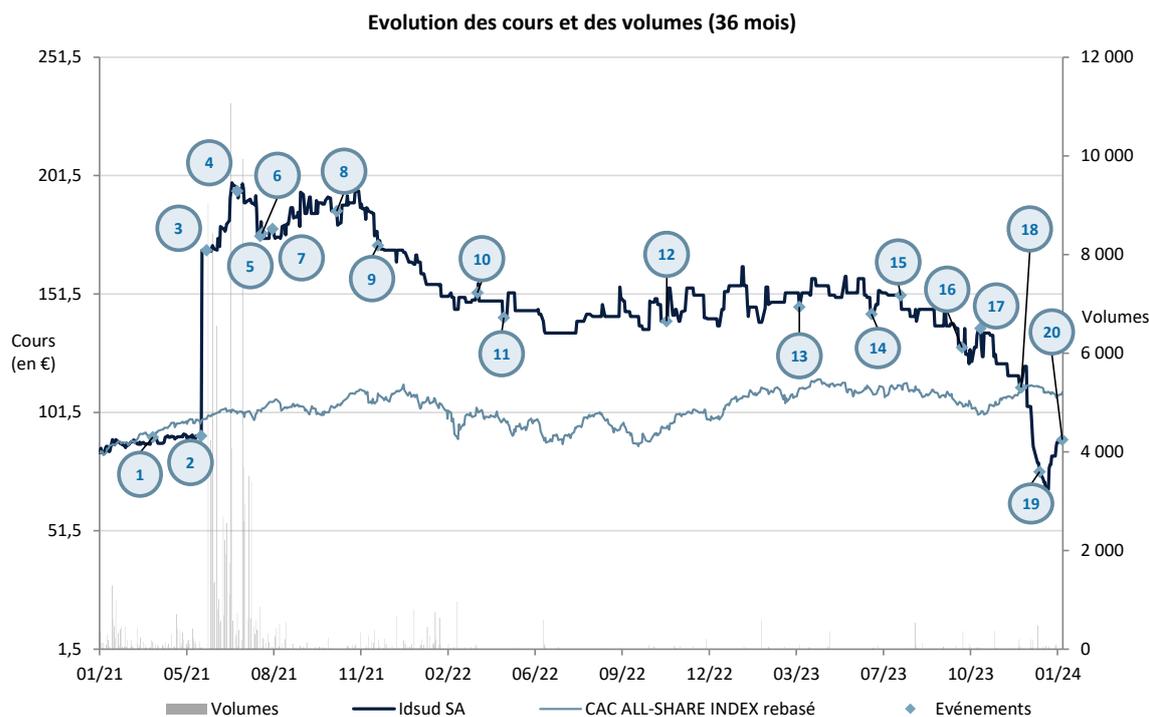
Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée ⁽¹⁾	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	199,00	69,00	168,90	133 720	173	23,48%	75,90%	50,13%
24 mois	166,00	69,00	138,08	11 758	23	2,38%	8,48%	33,33%
12 mois	163,50	69,00	124,49	5 522	22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

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

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

In fine, nous retenons le cours de bourse moyen pondéré par les volumes sur les périodes de 20 jours à 6 mois, soit une valeur de l'action IDSUD comprise entre 78,7 € et 114,7 €.

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



Le 26 mars 2021 (①), la société publie ses résultats annuels 2020. Impactée par la pandémie de Covid-19, elle enregistre un résultat net négatif de 0,6 m€ (contre 702 k€ en 2019). Cette baisse des résultats n'impacte pas le cours de bourse qui stagne autour de 90 €.

Le 20 mai 2021 (②), IDSUD demande à Euronext une suspension de la cotation de son titre en attente d'une annonce au marché.

Le 26 mai 2021 (③), la société annonce le lancement d'un projet d'Offre Publique de Rachat d'Actions (OPRA) par voie d'échange contre des actions Française des Jeux proposant une parité de 4 actions FDJ pour 1 action IDSUD en vue de les annuler. Dans ce contexte, le cours de l'action s'aligne lentement sur la parité proposée, dans un premier temps à environ 170 € (parité de 3,7) ; puis augmente à 180 € le 11 juin 2021 (parité de 3,6), pour ensuite dépasser la barre des 190 € le 22 juin 2021 (parité de proche 4,0).

Le 30 juin 2021 (④), IDSUD convoque une assemblée générale mixte annuelle soumettant aux actionnaires les résolutions extraordinaires permettant la mise en œuvre de l'OPRA. A cette occasion, la société reçoit une série de questions de son principal actionnaire minoritaire, Franklin Finance, qui représentait à l'époque 18,7 % du capital. Ces questions, qui portaient à la fois sur les perspectives attendues pour les filiales du Groupe et les conditions de l'offre (relèvement de la parité, offre en deux temps), présageaient d'un positionnement activiste de l'actionnaire.

Le 26 juillet 2021 (⑤), la Commission européenne annonce l'ouverture d'une enquête sur les droits exclusifs octroyés à la FDJ par l'Etat français pour exploiter des loteries et paris sportifs pendant vingt-cinq ans. Deux jours plus tard, le 28 juillet 2021 (⑥), IDSUD annonce les résultats de l'OPRA publiés par l'AMF conduisant à l'apport à l'offre de 317 837 de ses propres actions ordinaires, soit 35,4 % de son capital social, en échange de 1 271 348 actions FDJ.

Le 9 août 2021 (⑦), l'AMF annonce un apport de 79 737 actions supplémentaires, portant l'apport final à 397 574 actions à l'OPRA en échange de 1 590 296 actions FDJ. Franklin Finance, qui s'était manifesté lors de l'assemblée général mixte du 30 juin mais n'a pas questionné l'expert indépendant, n'apporte pas ses titres.

Le 21 octobre 2021 (⑧), IDSUD publie ses comptes semestriels 2021 avec un chiffre d'affaires à 0,2 m€, en baisse de 39 % par rapport à l'année précédente et un résultat d'exploitation négatif à 1,1 m€. Toutefois, le résultat net s'améliore avec un bénéfice de 1,1 m€, contre une perte -0,2 m€ au 30 juin 2020 et -559 k€ au 31 décembre 2020.

Il s'explique par un résultat financier de 2,4 m€ et un résultat exceptionnel de 22 k€, en hausse respectivement de 232 %, et de 340%. Cette annonce a fait osciller le cours de bourse entre 180,5 € et 195,0 €.

Le 7 décembre 2021 (⑨), le groupe IDSUD annonce des retards et des dérives budgétaires significatives sur des contrats IDSUD Energies devant être livrés en 2021, du fait notamment de la hausse de coûts de matières premières et celle du fret ainsi que de difficultés d'accès aux chantiers, en lien avec la pandémie de Covid-19. Au lendemain de cette nouvelle, le cours de bourse augmente de 172 € à 174 € puis diminue et se stabilise à 170,5 €

Le 30 mars 2022 (⑩), le conseil de surveillance de la société IDSUD décide de reporter d'un mois l'arrêté des comptes initialement prévu le 31 mars 2022. Le 29 avril 2022 (⑪), la société publie ses résultats annuels 2021 affichant un résultat net à 60,5 m€ en raison d'un produit exceptionnel de 66,8 m€⁸ induit par l'OPRA. Hors OPRA, les pertes s'établissent à 6,9 m€. Les jours suivants ces annonces, le cours de bourse diminue et stagne aux alentours de 148,5 €.

Le 31 octobre 2022 (⑫), IDSUD publie ses résultats du premier semestre 2022, enregistrant des pertes de 6,3 m€ induites notamment par une provision de 7,1 m€ pour restructuration de sa filiale IDSUD Energies. Ce résultat s'explique par des résultats d'exploitation et exceptionnel négatifs, dans un contexte économique perturbé par l'inflation, les prix élevés de l'énergie et la guerre en Ukraine. Ces résultats n'entraînent pas une baisse du cours de bourse qui varie entre 140 € et 150 €.

Le 31 mars 2023 (⑬), la société publie ses résultats annuels 2022 avec un chiffre d'affaires en hausse de 43 % à 0,9 m€, et un résultat d'exploitation quasi stable à -2,2 m€. Son résultat financier est positif à 2,7 m€ grâce aux dividendes de FDJ de 4,1 m€, compensés par une dépréciation des titres d'IDSUD Energies de 1,5 m€ et par une reprise de provision des titres IDSUD Voyages de 0,3 m€. Toutefois, la Société a subi des pertes de 15,5 m€ en raison d'un résultat exceptionnel de -15,7 m€ liée à l'activité Energies (8,5 m€ de provisions et 7,2 m€ d'abandons de créances).

Le 21 juin 2023 (⑭) la Société annonce la convocation d'une Assemblée générale chargée d'approuver ses comptes. A cette occasion, Franklin Finance se fait plus pressant en soumettant à la Société une liste de 21 questions portant, entre autres, sur la gestion d'IDSUD Energies et le soutien qu'IDSUD SA apporte à sa filiale. Ces échanges se poursuivront et s'intensifieront durant l'été et l'automne 2023 avec une liste complémentaire de 69 questions soumises par le fonds d'investissement.

Le 24 juillet 2023 (⑮), la société IDSUD met à disposition sur son site les réponses aux questions des actionnaires concernant la situation de la filiale IDSUD Energies. Le jour suivant, le cours de baisse de 151 € à 145 €. Cette tendance baissière se poursuit les mois suivants jusqu'à atteindre 129 € le 28 septembre 2023.

Le 2 octobre 2023 (⑯), IDSUD annonce la convocation d'une assemblée générale extraordinaire le 24 octobre pour décider de la dissolution ou non de la société à la suite de la constatation d'un montant de capitaux propres inférieur à la moitié du capital social, en application de l'article L.225-248 du Code du commerce.

Dans le même mois, le 23 octobre (⑰), la société publie ses résultats du premier semestre 2023 présentant un résultat net toujours négatif mais en amélioration à -1,5 m€ contre -6,3 m€ au 30 juin 2022. Cette perte s'explique notamment par une provision de 2 m€ liée à la couverture des coûts et charges d'exploitation sur la branche Energies qui est toujours en restructuration. Toutefois, l'activité Change croît légèrement et l'activité Voyages renoue avec les bénéfices.

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

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

⁸ La plus-value comptable sur les titres de participations FDJ échangés n'ayant pas d'impact sur la valeur de la société, la « perte » des actions FDJ remises en échange des titres IDSUD étant compensée par l'effet relatif de l'annulation de ces dernières.

Le 29 décembre 2023 (19), la Société signe un protocole d'accord avec Franklin Finance visant à éteindre le différend entre les deux parties et à organiser la sortie du capital de l'actionnaire minoritaire dans le cadre d'une Offre publique de rachat (cf. infra).

Le 25 janvier 2024 (20), la société IDSUD demande la suspension de cotation de son titre (FR0000062184) sur Euronext Growth.

Le 6 février 2024, IDSUD annonce son intention d'initier une OPRA visant ses propres actions inscrites aux négociations sur Euronext Growth Paris par voie d'échange contre des actions FDJ, selon une parité de 5 actions FDJ pour une action IDSUD⁹, suivie d'une offre publique d'achat simplifiée avec retrait obligatoire, à un prix égal à cinq fois le cours de l'action FDJ constaté au plus tard la veille du dépôt de l'Offre.

4.2.1.2 Parité historique entre le cours de l'action IDSUD et celui de l'action FDJ



L'annonce de l'OPRA du 26 mai 2021 a propulsé la parité entre l'action IDSUD et l'action FDJ au niveau proposé par l'Offre, soit 4 actions FDJ pour une action IDSUD, alors que le marché valorisait celle-ci un peu au-dessus de 2 actions FDJ avant annonce, notamment du fait des difficultés rencontrées par IDSUD Energies lors de la crise sanitaire.

Sur la période ayant suivi l'annonce, la parité s'est maintenue dans une fourchette de 4 à 5 actions FDJ (moyenne 4,2) dans un contexte de faible liquidité de l'action IDSUD jusqu'à décembre 2023 date à laquelle IDSUD annonce la cession sur le marché d'une partie de sa participation dans FDJ pour 18 m€, afin de recapitaliser le groupe dont la situation financière s'était dégradée en raison des pertes liées aux coûts de restructuration de sa filiale IDSUD Energies.

À la suite de cette opération et compte tenu de l'incertitude pensant sur l'avenir de sa filiale IDSUD Energies, la parité entre l'action IDSUD et l'action FDJ revient à un niveau proche de celui observé avant l'annonce de la première OPRA (entre 2 et 2,5 actions FDJ).

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

La dernière opération majeure intervenue sur le capital de la Société est l'offre publique de rachat par voie d'échange contre des actions FDJ proposée au marché en 2021. Cette opération valorisait l'action IDSUD SA 4 actions FDJ.

Malgré une conclusion prudente de l'expert indépendant chargé de vérifier l'équité du prix proposé (prime offerte par la parité proposée de 0,7 % seulement par rapport à l'actif net réévalué et mention en conclusion que « l'Offre

⁹ Portée à 5 actions FDJ et 1,75 € pour une action IDSUD le 31 mai 2024.

ne propose pas la pleine valeur de la société (...) », l'Offre remporte un franc succès avec l'apport d'un total de 397 574 actions, soit 44 % du capital avant annulation des titres apportés.

Dans ce contexte nous considérons que les conditions proposées lors l'opération de 2021 constituent une référence de valeur, que nous ne présentons toutefois qu'à titre de recoupement, compte tenu de l'ancienneté de l'opération.

4.2.3 Référence à la transaction avec Franklin Finance

Dans un accord signé le 2 février 2024, Franklin Capital, principal actionnaire minoritaire de la Société avec 17,3 % du capital, s'engage de manière ferme et irrévocable d'apporter à la présente OPRA la totalité de sa participation en échange de 5 actions FDJ pour chaque actions IDSUD Cet accord fait suite à la signature d'un protocole d'accord le 29 décembre 2023 entre Franklin Finance, la Société et l'Indivision Luciani qui, outre l'engagement de céder ses actions IDSUD dans le cadre de l'OPRA, met un terme à une série d'échanges entamés lors de l'assemblée générale extraordinaire votant l'OPRA de 2021 et s'étant intensifiés durant le printemps et l'été 2023 (cf. §4.2.1.1 supra).

Le 1er février 2024, deux autres actionnaires minoritaires représentant 0,7 % du capital avaient également accepté de céder leur participation à des conditions identiques en signant un engagement irrévocable d'apport.

Le 31 mai 2024, un avenant au protocole d'accord entre IDSUD et Franklin Finance a été signé, portant la rémunération de l'opération à 5 actions FDJ et 1,75 € pour une action IDSUD. La conclusion de cet avenant, qui permet la sortie intégrale de Franklin Finance, s'est accompagnée de la conclusion d'un protocole transactionnel qui met fin à un différend juridique entre les deux sociétés. Ce protocole transactionnel ne prévoit aucun paiement en faveur de Franklin Finance, ni aucun engagement ayant une incidence sur l'appréciation de l'OPRA ou son issue. Par ailleurs, les autres actionnaires apportant à leurs actions à l'OPRA bénéficieront de conditions de sortie identiques à celles de Franklin Finance.

Les 29 mai et 3 juin 2024, deux autres actionnaires minoritaires représentant 0,7 % du capital ont également accepté de céder leur participation à des conditions identiques en signant un engagement irrévocable d'apport.

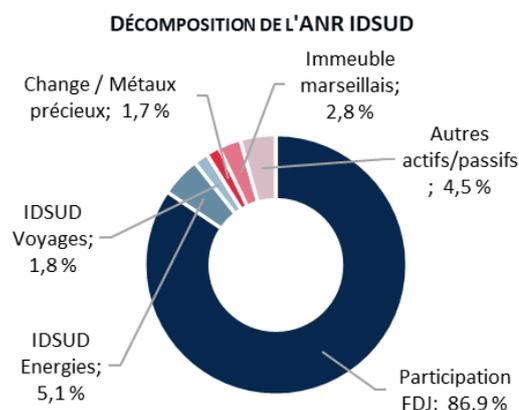
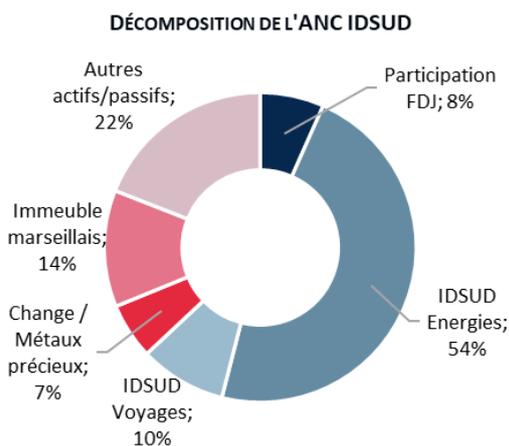
Finalement, ce sont donc trois actionnaires minoritaires (deux personnes morales, professionnels de la finance, et une personne physique) représentant 18 % du capital de la société et 64 % de son flottant qui ont accepté les conditions proposées par la société. Dans ce contexte, nous considérons la référence à ces transactions comme pertinente, celles-ci positionnant le prix proposé dans un haut de fourchette de valeurs compte tenu de l'activisme marqué de Franklin Finance.

Par ailleurs, nous soulignons que l'analyse du protocole d'accord et de son avenant ne révèle pas d'élément susceptible de remettre en cause le principe d'égalité de traitement entre les actionnaires.

4.2.4 Méthode de l'actif net réévalué

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

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



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

4.2.4.1 Réévaluation de la participation dans la Française des jeux

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

Nous détaillons ci-après nos analyses concernant le cours de bourse FDJ, arrêtées au 2 mai 2024, veille du détachement du coupon 2024.

Cours de bourse FDJ au 2 mai 2024 :

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

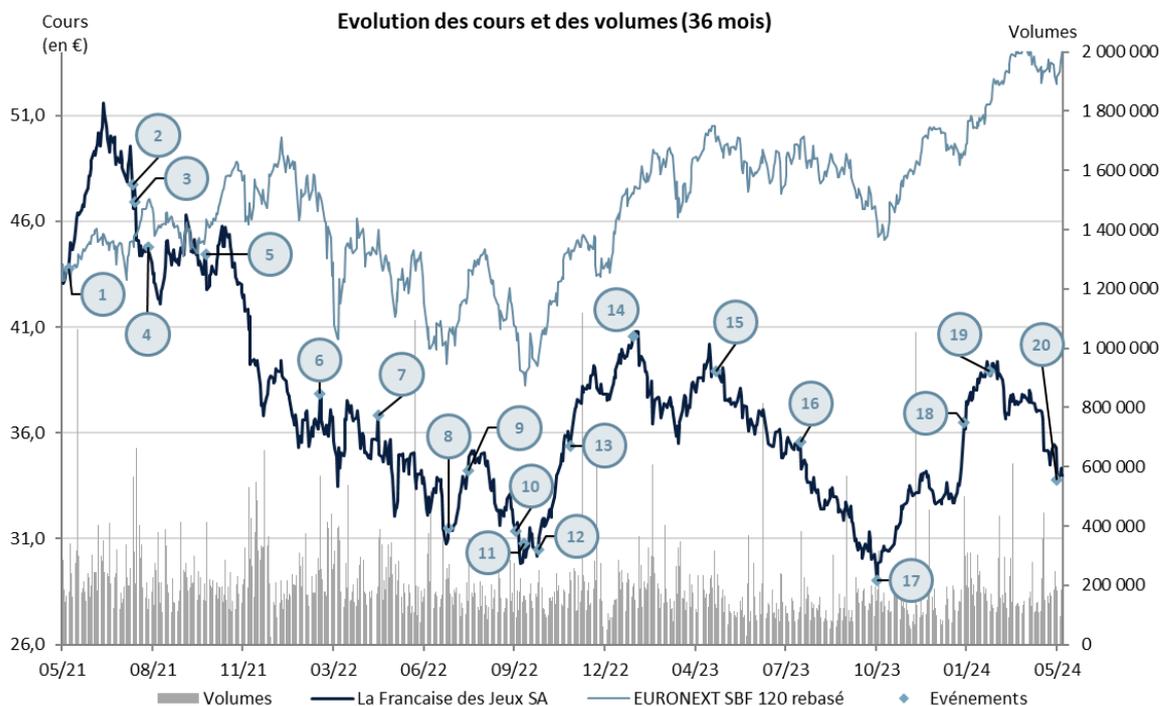
Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée ⁽¹⁾	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	51,70	28,20	37,91	150 970 776	195 558	79,04%	138,24%	100,00%
24 mois	40,99	28,20	35,23	90 028 112	175 493	47,14%	80,83%	100,00%
12 mois	39,46	28,20	34,93	40 864 308	159 626	21,39%	36,27%	100,00%
6 mois	39,46	30,34	35,75	22 128 403	178 455	11,59%	19,77%	100,00%
3 mois	39,46	34,28	37,48	11 298 380	185 219	5,92%	10,17%	100,00%
20 jours	38,10	34,28	36,06	3 715 348	185 767	1,95%	3,35%	100,00%
Spot	35,56	35,18	35,30	194 846	194 846	0,10%	0,19%	

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

Avec un flottant au 2 mai 2024 de 54,4 %, une rotation du flottant sur les 12 derniers mois de 36,3 % et une rotation du capital de 21,4 %, le cours de l'action répond aux critères de significativité sur lesquels se basent usuellement les évaluateurs.

In fine, nous retenons le cours de bourse moyen pondéré par les volumes sur 20 jours en valeur centrale, soit une valeur de l'action FDJ de 36,1 €, le cours le plus haut sur les 12 derniers mois en fourchette haute soit une valeur par action de 39,5 €, et le cours le plus bas sur les 12 derniers mois en fourchette basse, soit une valeur par action de 28,2 €.

Analyse historique du cours de bourse FDJ :



Le 17 mai 2021 (①), la société annonce le versement d'un dividende de 0,9 € par action et la mise en place d'un plan de rachats d'actions. Dès le lendemain de l'annonce, le cours de l'action augmente de 43,7 € à 44,2 € et continue ensuite sa progression pour atteindre un plus haut de 51 € fin juin 2021.

Le 26 juillet 2021 (②), la commission européenne ouvre une enquête sur les droits exclusifs octroyés à la FDJ par l'Etat français. Trois jours plus tard, le 29 juillet 2021 (③), la société annonce ses résultats du premier semestre 2021, plutôt bons mais inférieurs aux attentes, entraînant une baisse de 4 % du cours le jour de l'annonce. Ces mauvaises nouvelles induisent un *trend* baissier qui conduira le cours à passer sous la barre des 44 € en août 2021. Le 12 août 2021 (④), les actionnaires d'IDSUD ayant décidé d'apporter leurs actions à l'OPRA reçoivent leurs actions FDJ (représentant 1% du flottant).

Le 14 octobre 2021 (⑤), la FDJ annonce ses résultats du 3^{ème} trimestre 2021 avec une hausse du CA de 5%. Elle confirme également ses objectifs pour l'exercice 2021 soit un chiffre d'affaires de 2,2 milliards d'euros, sur une base de mises de l'ordre de 18,8 milliards d'euros, et un taux de marge d'EBITDA supérieur ou égal à 22 %. Face à ces résultats, le cours de bourse oscille dans le mois entre 42,7 € et 44,9 €.

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

Le 21 avril 2022 (⑦), la FDJ annonce des résultats du premier trimestre avec une progression du chiffre d'affaires de 14% et la confirmation de ses nouveaux objectifs. Elle annonce également la distribution d'un dividende de 1,24 € par action. À la suite de la publication de ces résultats, le cours de bourse baisse et oscille entre 34,6 € et 35,6 €.

Le 7 juillet 2022 (⑧), la société entre en négociations exclusives pour l'acquisition d'Aleda, un spécialiste des solutions d'encaissement et de paiement en point de vente. Les jours suivants l'annonce, le cours de bourse augmente de 31,5 € à 34,2 €.

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

Le 19 septembre 2022 (10), la société entre en négociations exclusives en vue de l'acquisition du groupe ZEturf, second opérateur du marché français des paris hippiques en ligne. Le 28 septembre 2022 (11), le groupe FDJ lance "nirio", une solution de paiement des factures du quotidien en partenariat avec les buralistes. Ces nouvelles entraînent dans le mois des variations du cours entre 29,8 € et 31,7 €.

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

Le 17 novembre 2022 (13), la société fait plusieurs annonces : les acquisitions définitives de Zeturf et Aleda, le lancement d'une offre de poker en ligne ainsi qu'une décision de justice favorable à la FDJ dans le litige l'opposant à Soficoma, son actionnaire à hauteur de 3 %. Soficoma est tenu de céder ses 5,73 millions d'actions à FDJ, pour un montant de 15,65 millions d'euros. Dès le lendemain, le cours de bourse croît de 35,4 € à 35,8 € et poursuit sa croissance les mois suivants.

Le 25 janvier 2023 (14), le groupe FDJ annonce ses résultats 2022, avec un T4 moins réussi que le reste de l'année, malgré l'effet Coupe du Monde. Il confirme ses objectifs pour 2023. Les 3 jours suivants l'annonce, le cours de bourse se maintient autour de 40 € puis entame une dégradation à partir du 31 janvier 2022 à 39,2 €.

Le 26 avril 2023 (15), la société annonce ses résultats du premier trimestre 2023 avec une hausse limitée du chiffre d'affaires (+6 %) et une légère baisse sa marge d'EBITDA. Elle annonce également l'acquisition de Premier Lotteries Ireland. Du fait de cette actualité, le cours de bourse s'érode et s'échange autour de 37 €.

Le 27 juillet 2023 (16), la FDJ annonce ses résultats du premier semestre 2023 caractérisés par une hausse limitée du chiffre d'affaires (+4 % à périmètre comparable) et une légère baisse de la marge d'EBITDA.

Le 19 octobre 2023 (17), la société publie ses résultats du troisième trimestre 2023 avec hausse limitée du chiffre d'affaires (+4 % sur 9 mois) et la finalisation de l'acquisition de ZEturf. A cette annonce, le cours de bourse enrayer sa baisse et croît tout le mois de novembre pour atteindre un niveau de prix de l'ordre de 33 €.

Le 22 janvier 2024 (18), la société annonce de bons résultats pour le quatrième trimestre 2023 avec une hausse importante du chiffre d'affaires (+7 % à périmètre comparable) et de la marge d'EBITDA (en hausse à 25 %) sur 2023.

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

Le 3 mai 2024 (20), un coupon de 1,78 € est détaché au profit des actionnaires de la FDJ. Celui-ci entraîne un ajustement du cours à la baisse de 4,3 %, qui reflète la perte de valeur mécanique induite par le décaissement du dividende.

Objectifs de cours des analystes :

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

Date de mise à jour	Analyste	Objectif de cours	Horizon en mois (à l'émission)	Cours de référence	Date du cours de référence	Recommandation référence	Recommandation *
02-mai-24	Redburn Atlantic	43,0	12	n.a	n.a	Achat	2
24-avr.-24	BNP Paribas Exane	43,0	12	36,2	24-janv.-24	Achat	2
23-avr.-24	HSBC	36,0	12	35,2	19-avr.-24	Conserver	3
19-avr.-24	STIFEL Europe	44,0	12	n.a	n.a	Achat	2
18-avr.-24	Kepler Cheuvreux	35,0	12	36,7	17-avr.-24	Conserver	3
18-avr.-24	BofA Securities	39,0	12	36,7	17-avr.-24	Neutre	3
18-avr.-24	Oddo	36,0	12	36,7	17-avr.-24	Neutre	3
15-févr.-24	ESN CIC	45,0	12	38,6	14-févr.-24	Achat	1
12-févr.-24	Deutsche Bank	38,0	12	38,8	11-févr.-24	Conserver	3
* 1 = Achat ; 2 = Surpondérer ou Renforcer ; 3 = Neutre ou Conserver ; 4 = Alléger ou Souspondérer ; 5 = Vendre							
Nombre d'observations		9					
6-avr.-24	Moyenne	39,9	12,0	37,0			2,4
18-avr.-24	Mediane	39,0	12,0	36,7			3,0
10-avr.-24	Moyenne hors extrêmes	39,9	12,0	37,0			2,6
12-févr.-24	Minimum	35,0		35,2			1,0
2-mai-24	Maximum	45,0		38,8			3,0
	Ecart-type	3,9		1,3			0,7

Les objectifs de cours de chaque analyste sont résumés ci-après :

- **BNP Paribas Exane** indique dans sa note du 25 janvier 2024 reconfirmée au 24 avril 2024 un objectif de cours de 43 € par action, nettement supérieur au cours de référence. L'estimation s'appuie sur des hypothèses de croissance ambitieuses pour 2024 (10,8 %) puis prudentes pour 2025 et 2026 (4 % et 3 %). L'évaluation de BNP ne tient pas compte de potentielles synergies avec Kindred et se positionne à l'achat sur le titre. **HSBC** indique dans sa dernière note en date du 19 avril 2024 un objectif de cours de 36 € par action, supérieur de 2 % au cours de référence, stable par rapport à sa dernière note datant du 5 mars. Cette estimation repose sur des hypothèses de croissance du chiffre d'affaires de 9 % en 2024 puis 4 % en 2025 et 2026, en ligne avec les résultats publiés en 2023. L'évaluation d'HSBC ne tient pas compte de l'acquisition de Kindred ni d'aucune synergie potentielle avec cette dernière.
- **Kepler Cheuvreux** affiche dans sa note du 18 avril 2024 un objectif de cours de 35 € par action, inférieur au cours de référence et en ligne avec sa note du 15 février. Cette estimation repose sur des hypothèses de croissance du chiffre d'affaires prudentes de 8 % en 2024 puis 2,6 % en 2025.
- **BofA Securities** indique dans sa note du 18 avril 2024 un objectif de cours de 39 € par action, supérieur au cours de référence. L'évaluation de Bank of America repose sur des prévisions prudentes, avec une croissance du chiffre d'affaires de 3,4 % en 2024 et 3,1 % en 2025, et une amélioration substantielle de la marge d'Ebitda à horizon 2025.
- **Oddo** présente dans sa note du 16 février 2024 un objectif de cours de 38 € par action, supérieur au cours de référence. Cette estimation repose sur une hypothèse de croissance du chiffre d'affaires volontariste de 12 % pour 2024 puis plus prudentes pour 2025 et 2026 (4,5% puis 3,9 %). L'objectif de cours a été abaissé à 36 euros par action par Oddo dans sa revue du 18 avril 2024, légèrement inférieur au cours de référence de 36,7 €.
- **ESN CIC** indique dans sa note du 15 février 2024 un objectif de cours de 45 € par action nettement supérieur au cours de référence. ESN CIC appuie son estimation sur une hypothèse prudente de chiffre d'affaires 2024 en hausse de 4 %, sans dévoiler de prévision ultérieure. La recommandation issue de la note est donc logiquement à l'achat.
- **Deutsche Bank** présente dans sa note du 12 février 2024 un objectif de cours de 38 € par action légèrement inférieur au cours de référence. Cette estimation repose sur une hypothèse de croissance du chiffre d'affaires de 7,2 % en 2024 et 4 % en 2025, en ligne avec les réalisations 2023.

- Les notes desquelles les recommandations d'achat de Redburn Atlantic et Stifel Europe, s'appuyant sur des objectifs de cours de respectivement 43 et 44 euros par action, n'ont pas été publiées.

Les niveaux de cours anticipés par les analystes financiers ressortent en moyenne supérieurs de 5 % aux cours de référence présentés dans leurs notes. Les niveaux moyen, médian et moyen hors extrêmes des objectifs présentés supra, compris entre 39 € et 39,9 € ressortent proches du plus haut à 12 mois observé sur le cours FDJ (39,5 €), que nous retenons pour estimer notre fourchette haute d'évaluation. Enfin, nous rappelons que les objectifs de cours des analystes financiers représentent un prix à moyen-terme (en général 12 mois), qui sera transféré aux actionnaires minoritaires de IDSUD qui apporteront leurs titres à l'OPRA, puisqu'ils recevront des titres FDJ en échange.

4.2.4.2 Réévaluation d'IDSUD Energies

Approche par l'actualisation de flux de trésorerie :

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

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

L'essentiel de l'activité EPC¹⁰ étant portée par le seul contrat Kourbe, limité en termes de puissance installée et donc dans le temps, le fait de prolonger le *trend* de revenus anticipés par le management nécessite de poser l'hypothèse que des relais de croissance pourront être trouvés rapidement, hypothèse non démontrée aujourd'hui. La probabilité de ce scénario ne pouvant être quantifiée, nous avons retenu l'option la plus favorable à l'actionnaire minoritaire, soit la poursuite de la tendance retenue par le management.

Les flux du plan d'affaires prolongés jusqu'en 2032 et ajustés de l'inflation par nos soins (cf. §3.3.1) actualisés à un taux¹¹ moyen pondéré par le poids dans la valeur globale de chacune des activités de 14,9 % (cf. annexes 8.4.1 et 8.4.2) valorise l'actif économique de IDSUD Energies 4,8 m€.

IDSUD Energies		
Valeur des capitaux propres DCF	k€	%
Valeur présente des flux de trésorerie	1 677	35,2%
<i>Cash flow terminal</i>	1 412	
<i>Valeur terminale</i>	10 741	
Valeur présente de la valeur terminale	3 087	64,8%
Valeur d'entreprise	4 764	100,0%
Position financière nette	(8 072)	
Autres éléments	8 454	
Valeur des déficits reportables	746	
Valeur des capitaux propres	5 892	

Après ajustement des éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres issus de la combinaison des comptes statutaires à fin décembre 2023 des entités qui composent le sous palier IDSUD Energies exclusive de la dette de la filiale envers sa mère IDSUD SA, la créance réciproque étant neutralisée dans l'approche de la valeur des capitaux propres de celle-là (cf. annexes 8.2.2), et de la valeur présente des déficits fiscaux accumulés par la structure, la valeur des fonds propres d'IDSUD Energies peut être estimée à 5,9 m€.

¹⁰ Qui représente un peu moins de 40 % de valeur de la filiale, le reste correspondant à l'activité de distribution pour le compte de la société chinoise Kehua.

¹¹ Les taux d'actualisation retenus s'appuient sur les échantillons de sociétés comparables utilisés dans l'approche par les multiples boursiers.

Analyse de sensibilités :

IDSUD Energies		CMPC				
k€		13,9 %	14,4 %	14,9 %	15,4 %	15,9 %
g [∞]	1,3 %	6 429	6 101	5 800	5 523	5 268
	1,5 %	6 486	6 152	5 845	5 563	5 304
	1,7 %	6 545	6 204	5 892	5 605	5 341
	1,9 %	6 606	6 258	5 939	5 648	5 379
	2,1 %	6 669	6 313	5 989	5 692	5 419

IDSUD Energies		Taux de marge d'EBITDA cible				
k€		(0,5)%	(0,3)%	-	0,3 %	0,5 %
Taux de Capex/CA cible	(0,5)%	4 848	5 099	5 350	5 591	5 832
	(0,3)%	5 121	5 371	5 621	5 862	6 102
	-	5 393	5 644	5 892	6 132	6 373
	0,3 %	5 666	5 916	6 162	6 403	6 644
	0,5 %	5 938	6 189	6 433	6 674	6 914

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

Approche par les multiples boursiers :

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

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

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

Société	VE / EBITDA (x)				VE / EBIT (x)			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
Canadian Solar Inc	5,0x	3,9x	3,0x	2,9x	8,8x	6,9x	5,3x	4,5x
Enphase Energy Inc	20,9x	28,7x	17,9x	15,0x	34,8x	42,7x	22,8x	18,0x
Enerside Energy SA	-	-	-	-	-	51,6x	18,4x	-
Ferroamp AB (publ)	-	-	15,6x	7,1x	-	-	-	13,0x
SMA Solar Technology AG	5,5x	7,4x	6,6x	6,1x	6,2x	8,8x	8,0x	7,3x
Solaredge Technologies Inc	9,6x	-	9,6x	7,5x	11,2x	-	11,9x	9,1x
Shoals Technologies Group Inc	12,9x	14,5x	10,6x	8,8x	19,1x	17,2x	12,3x	9,8x
SPI Energy Co Ltd	-	9,4x	-	-	-	14,3x	-	-
Tigo Energy Inc	48,6x	-	-	9,6x	-	-	-	-
Alfen NV	20,0x	14,5x	10,6x	8,1x	25,0x	17,3x	12,5x	9,5x
Eguana Technologies Inc	-	-	-	-	-	-	-	-
Energy SpA	9,8x	7,2x	5,8x	6,2x	10,6x	7,8x	6,3x	8,1x
Invinity Energy Systems PLC	-	-	3,7x	1,8x	-	-	2,9x	1,5x
Nhoa SA	-	4,4x	0,5x	-	-	-	2,0x	-
Moyenne = μ	16,5x	11,2x	8,4x	7,3x	16,5x	20,8x	10,2x	9,0x
Moyenne hors extrêmes = μ*	13,1x	9,6x	8,2x	7,0x	15,0x	18,0x	9,7x	8,8x
Médiane = Me	11,4x	8,4x	8,1x	7,3x	11,2x	15,8x	9,9x	9,1x
Maximum	48,6x	28,7x	17,9x	15,0x	34,8x	51,6x	22,8x	18,0x
Minimum	5,0x	3,9x	0,5x	1,8x	6,2x	6,9x	2,0x	1,5x
Estimateur de l'écart-type = s	14,2x	8,1x	5,5x	3,7x	10,3x	16,9x	6,7x	4,7x
Coefficient de variation = Cv	0,9x	0,7x	0,7x	0,5x	0,6x	0,8x	0,7x	0,5x
Nb d'observations = n	8	8	10	10	7	8	10	9
Marge d'échantillonnage au seuil de 95%	11,9x	6,8x	4,0x	2,6x	9,6x	14,1x	4,8x	3,6x
Borne haute de l'estimation de la moyenne	28,4x	18,0x	12,3x	9,9x	26,1x	35,0x	15,0x	12,6x
Borne basse de l'estimation de la moyenne	4,6x	4,5x	4,4x	4,7x	7,0x	6,7x	5,4x	5,3x

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

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

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

Nous avons calculé les multiples extériorisés par les moyennes 20 jours des cours de bourse au 31 mars 2024 par rapport au consensus des prévisions des analystes financiers pour l'EBITDA et l'EBIT :

Notes méthodologiques :

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

L'application de ces multiples aux agrégats consolidés de la filiale aboutit à une large fourchette de valeurs encadrant celle de l'approche DCF détaillée supra. La valeur centrale de cette fourchette de 5,4 m€ ressort proche de la valeur obtenue par actualisation des flux de trésorerie (5,9 m€) que nous retenons à titre principal.

Valeur des capitaux propres (k€)	Min	Centrale	Max
VE/EBITDA	718	4 132	7 547
VE/EBIT	146	4 525	8 904
Valeur d'entreprise retenue	432	4 329	8 225
Position financière nette	(8 072)	(8 072)	(8 072)
Autres éléments	8 454	8 454	8 454
Valeur des déficits reportables	746	746	746
Valeur des capitaux propres	1 559	5 456	9 352

4.2.4.3 Réévaluation d'IDSUD Voyages

Approche par l'actualisation de flux de trésorerie :

Comme détaillé §3.3.2 supra, le management d'IDSUD a produit deux plans d'affaires couvrant la période 2024-2026, le premier couvrant la part américaine de l'activité (Globid-T4EX) et le second la part française (IDSUD Voyages).

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

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

L'actualisation des seuls flux en dollars anticipés pour T4EX à un taux d'actualisation déterminé à partir de références américaines (13,3 %) valorise l'activité 1,6 m\$. Après prise en compte des éléments de passage entre la valeur d'entreprise et celle des capitaux propres relevé dans les comptes sociaux à fin 2023 de la société, la valeur des capitaux ressort à 1,8 m\$.

T4EX		
Valeur des capitaux propres DCF	k\$	%
Valeur présente des flux de trésorerie	620	39,6%
<i>Cash flow terminal</i>	197	
Valeur terminale	1 769	
Valeur présente de la valeur terminale	948	60,4%
Valeur d'entreprise	1 568	100,0%
Position financière nette	273	
Autres éléments	-	
Valeur des capitaux propres	1 841	

L'actualisation des flux du plan d'IDSUD Voyages, avec des taux d'actualisation et de croissance long terme anticipés pour la France respectivement à 14,8 % et 1,71 %, valorisent l'activité 607 k€ (cf.-annexe 8.4.3).

Nous avons ensuite reporté la valeur des capitaux propres de Globid-T4EX, convertie au taux EUR/USD du 28 mars 2024, dans les éléments de passage d'IDSUD Voyages et en tenant compte d'une position financière nette issue des comptes sociaux de l'entité au 31 décembre 2023 :

IDSUD Voyages France		
Valeur des capitaux propres DCF	k€	%
Valeur présente des flux de trésorerie	237	39,1%
<i>Cash flow terminal</i>	96	
Valeur terminale	735	
Valeur présente de la valeur terminale	370	60,9%
Valeur d'entreprise	607	100,0%
Position financière nette	(142)	
Autres éléments	(25)	
Valeur des titres T4EX (k€)	1 707	
Valeur des capitaux propres	2 147	

:

Analyse de sensibilités consolidées au palier IDSUD Voyages :

IDSUD Voyages		CMPC				
k€		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
g [∞]	(0,4)%	2 280	2 182	2 092	2 010	1 933
	(0,2)%	2 313	2 212	2 119	2 034	1 956
	-	2 347	2 243	2 147	2 060	1 979
	0,2 %	2 383	2 275	2 176	2 086	2 003
	0,4 %	2 419	2 308	2 206	2 113	2 028

IDSUD Voyages k€		Taux de marge d'EBITDA cible				
		(2,0)%	(1,0)%	-	1,0 %	2,0 %
Taux de Capex/CA cible	(0,5)%	1 988	2 064	2 140	2 216	2 292
	(0,3)%	1 992	2 068	2 144	2 220	2 296
	-	1 995	2 071	2 147	2 223	2 299
	0,3 %	1 999	2 075	2 151	2 227	2 303
	0,5 %	2 002	2 078	2 154	2 230	2 306

Approche par les multiples boursiers :

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

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

Nous avons calculé les multiples extériorisés par les moyennes 20 jours des cours de bourse au 31 mars 2024 par rapport au consensus des prévisions des analystes financiers pour l'EBITDA et l'EBIT :

Société	VE / EBITDA (x)				VE / EBIT (x)			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
Global Business Travel Group Inc	16,4x	12,1x	10,6x	8,8x	53,6x	22,3x	17,4x	11,8x
Corporate Travel Management Ltd	15,3x	11,0x	10,0x	9,8x	20,1x	12,8x	11,3x	11,2x
Serko Ltd	-	-	18,3x	11,1x	-	-	222,7x	16,5x
Expedia Group Inc	10,9x	9,5x	8,6x	7,9x	23,3x	16,4x	14,0x	13,0x
Lastminute.com NV	8,5x	7,9x	6,6x	-	15,1x	10,5x	8,6x	-
On The Beach Group PLC	5,5x	4,2x	3,7x	3,4x	8,1x	6,2x	5,2x	4,7x
Travelzoo	8,5x	7,1x	5,6x	-	9,9x	8,0x	6,4x	-
Tripadvisor Inc	9,3x	7,6x	6,7x	6,3x	26,7x	15,6x	13,0x	13,8x
Voyageurs du Monde SA	7,8x	8,0x	7,7x	-	9,2x	9,3x	8,8x	-
Booking Holdings Inc	16,7x	14,5x	12,9x	11,7x	17,8x	15,2x	13,4x	12,5x
Trip.com Group Ltd	9,7x	9,0x	7,6x	6,5x	9,9x	9,1x	7,7x	6,5x
Travel + Leisure Co	9,0x	8,9x	8,2x	-	10,5x	10,7x	10,1x	-
eDreams ODIGEO SA	22,2x	11,2x	7,6x	-	-	20,9x	12,0x	8,5x
Despegar.com Corp	5,9x	4,5x	3,7x	3,5x	9,8x	6,6x	5,3x	4,6x
Helloworld Travel Ltd	4,9x	3,6x	3,2x	-	7,7x	4,8x	4,2x	-
Mondee Holdings Inc	12,5x	7,2x	5,5x	3,6x	-	81,2x	21,5x	-
Trivago NV	0,7x	4,2x	1,0x	1,2x	-	-	1,6x	2,2x
Transat AT Inc	1,7x	1,4x	1,2x	-	7,1x	4,9x	3,6x	-
Moyenne = μ	9,5x	7,7x	7,1x	6,7x	16,3x	15,9x	21,5x	9,6x
Moyenne hors extrêmes = μ^*	9,3x	7,7x	6,8x	6,8x	14,0x	12,0x	10,2x	9,6x
Médiane = Me	8,6x	7,9x	6,7x	6,5x	10,2x	10,6x	9,4x	11,2x
Maximum	22,2x	14,5x	18,3x	11,7x	53,6x	81,2x	222,7x	16,5x
Minimum	0,7x	1,4x	1,0x	1,2x	7,1x	4,8x	1,6x	2,2x
Estimateur de l'écart-type = s	5,3x	3,2x	4,1x	3,5x	12,4x	18,2x	50,5x	4,6x
Coefficient de variation = Cv	0,6x	0,4x	0,6x	0,5x	0,8x	1,1x	2,3x	0,5x
Nb d'observations = n	19	19	19	11	14	16	18	11
Marge d'échantillonnage au seuil de 95%	2,5x	1,6x	2,0x	2,3x	7,2x	9,7x	25,1x	3,1x
Borne haute de l'estimation de la moyenne	12,1x	9,3x	9,0x	9,0x	23,5x	25,6x	46,6x	12,7x
Borne basse de l'estimation de la moyenne	7,0x	6,2x	5,1x	4,4x	9,2x	6,2x	(3,6x)	6,5x

Notes méthodologiques :

- Les multiples d'EBITDA et d'EBIT calculés supra ont été redressés lorsque c'était nécessaire et lorsque l'information disponible le permettait, par la prise en compte des effets de la norme IFRS 16 en retirant du numérateur la dette de loyers opérationnels et en réintégrant au dénominateur la charge de loyers opérationnels estimée à partir des dotations aux amortissements et des frais financiers comptabilisés à ce titre.
- Les multiples appliqués ont été ajustés pour tenir compte du différentiel de taille entre la Société et l'échantillon de référence. Des décotes de 36 % pour IDSUD Voyages et 31 % pour T4EX ont été appliquées à ce titre.

- Comme dans l'approche des flux de trésorerie actualisés, la valeur de T4EX a été déterminée en dollar puis convertie en euro et positionnée en éléments de passage de IDSUD Voyages.

L'application de ces multiples aux agrégats prévisionnels des deux entités aboutit à une large fourchette de valeurs d'IDSUD Voyages, encadrant celle issue de notre approche par l'actualisation de flux de trésorerie. La valeur centrale de cette fourchette, soit 2,0 m€, ressort très proche de la valeur obtenue par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (2,1 m€).

T4EX (k\$)	Min	Centrale	Max
VE/EBITDA	1 125	1 178	1 232
VE/EBIT	1 318	1 590	1 861
Valeur d'entreprise retenue	1 222	1 384	1 546
Position financière nette	273	273	273
Valeur des capitaux propres	1 495	1 657	1 819

IDSUD Voyages (k€)	Min	Centrale	Max
VE/EBITDA	340	665	990
VE/EBIT	314	797	1 279
Valeur d'entreprise retenue	327	731	1 134
Position financière nette	(142)	(142)	(142)
Autres éléments	(25)	(25)	(25)
Valeur des titres T4EX (k€)	1 386	1 536	1 687
Valeur des capitaux propres	1 547	2 101	2 655

4.2.4.4 Réévaluation de l'activité Change / Métaux précieux

Approche par l'actualisation de flux de trésorerie :

Comme détaillé supra, le management d'IDSUD a établi un plan d'affaires couvrant la période 2024-2025 pour l'activité Change/Métaux précieux. Comme pour IDSUD Energie et IDSUD Voyages, nous avons prolongé ce plan afin de modéliser l'atteinte d'une situation normative. Nous avons ensuite actualisé les flux du plan d'affaires avec un taux d'actualisation de 15,5 % basé sur l'échantillon de comparables boursiers utilisé dans le cadre de l'approche par les multiples développée infra (cf.-annexes 8.4.5) et un taux de croissance à l'infini de 1,7 %, correspondant aux prévisions d'inflation du FMI pour la France, valorisant ainsi l'actif économique de l'activité change à 2,0 m€ :

IDSUD Change		
Valeur des capitaux propres DCF	k€	%
Valeur présente des flux de trésorerie	1 137	57,1%
<i>Cash flow terminal</i>	321	
<i>Valeur terminale</i>	2 334	
Valeur présente de la valeur terminale	854	42,9%
Valeur d'entreprise	1 991	100,0%

Analyse de sensibilités :

IDSUD Change		CMPC				
		14,5 %	15,0 %	15,5 %	16,0 %	16,5 %
g [∞]	1,3 %	2 104	2 024	1 950	1 881	1 817
	1,5 %	2 128	2 046	1 970	1 900	1 834
	1,7 %	2 152	2 068	1 991	1 919	1 851
	1,9 %	2 177	2 092	2 012	1 938	1 869
	2,1 %	2 204	2 115	2 034	1 958	1 888

IDSUD Change		Taux de marge d'EBITDA cible				
		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
Taux de Capex/CA cible	(0,5)%	1 956	1 973	1 991	2 008	2 026
	(0,3)%	1 956	1 973	1 991	2 008	2 026
	-	1 956	1 973	1 991	2 008	2 026
	0,3 %	1 956	1 973	1 991	2 008	2 026
	0,5 %	1 956	1 973	1 991	2 008	2 026

Approche par les multiples boursiers :

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

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

Nous avons calculé les multiples extériorisés par les moyennes 20 jours des cours de bourse au 31 mars 2024 par rapport au consensus des prévisions des analystes financiers pour l'EBITDA et l'EBIT :

Société	VE / EBITDA (x)				VE / EBIT (x)			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
Currency Exchange International Corp	2,5x	2,2x	-	-	-	-	-	-
Ramsdens Holdings PLC	4,5x	4,4x	-	-	5,2x	5,1x	-	-
Argentex Group PLC	3,8x	2,9x	2,1x	-	-	-	-	-
Western Union Co	5,3x	5,6x	5,5x	5,6x	6,4x	6,8x	6,7x	6,6x
Alpha Group International PLC	12,7x	10,4x	9,0x	7,9x	14,8x	13,9x	11,8x	9,0x
Equals Group PLC	9,4x	8,4x	7,0x	-	14,4x	13,1x	10,3x	-
Wise PLC	23,7x	17,9x	17,2x	15,6x	25,9x	20,3x	19,6x	19,1x
Moyenne = μ	8,8x	7,4x	8,2x	9,7x	13,4x	11,8x	12,1x	11,6x
Moyenne hors extrêmes = μ^*	7,1x	6,3x	7,2x	7,9x	11,9x	11,3x	11,1x	9,0x
Médiane = Me	5,3x	5,6x	7,0x	7,9x	14,4x	13,1x	11,1x	9,0x
Maximum	23,7x	17,9x	17,2x	15,6x	25,9x	20,3x	19,6x	19,1x
Minimum	2,5x	2,2x	2,1x	5,6x	5,2x	5,1x	6,7x	6,6x
Estimateur de l'écart-type = s	7,5x	5,5x	5,6x	5,2x	8,3x	6,1x	5,5x	6,6x
Coefficient de variation = Cv	0,8x	0,7x	0,7x	0,5x	0,6x	0,5x	0,5x	0,6x
Nb d'observations = n	7	7	5	3	5	5	4	3
Marge d'échantillonnage au seuil de 95%	6,9x	5,1x	7,0x	13,0x	10,3x	7,5x	8,7x	16,5x
Borne haute de l'estimation de la moyenne	15,7x	12,5x	15,1x	22,7x	23,7x	19,4x	20,8x	28,1x
Borne basse de l'estimation de la moyenne	1,9x	2,3x	1,2x	(3,4x)	3,0x	4,3x	3,4x	(4,9x)

Notes méthodologiques :

- Les multiples d'EBITDA et d'EBIT calculés supra ont été redressés lorsque c'était nécessaire et lorsque l'information disponible le permettait, par la prise en compte des effets de la norme IFRS 16 en retirant du numérateur la dette de loyers opérationnels et en réintégrant au dénominateur la charge de loyers opérationnels estimée à partir des dotations aux amortissements et des frais financiers comptabilisés à ce titre.
- Les multiples appliqués ont été ajustés pour tenir compte du différentiel de taille entre la Société et l'échantillon de référence. Une décote de 31 % a été appliquée à ce titre.

L'application de ces multiples aux agrégats prévisionnels de l'activité Change aboutit à une large fourchette de valeurs encadrant celles obtenues dans le cadre de l'actualisation de flux de trésorerie retenue à titre principal. La valeur centrale de cette fourchette ressort à 1,9 m€, très proche de la valeur obtenue par l'actualisation des flux de trésorerie (2,0 m€).

Valeur des capitaux propres (k\$)	Min	Centrale	Max
VE/EBITDA	956	1 307	1 658
VE/EBIT	2 145	2 415	2 686
Valeur d'entreprise retenue	1 551	1 861	2 172

4.2.4.5 Autres composantes de l'ANR IDSUD

Participations et actifs financiers :

Les autres participations ont été réévaluées à la quote-part des capitaux propres sociaux desdites participations lorsque celle-ci était supérieure à la valeur nette comptabilisée dans les comptes sociaux d'IDSUD. Cette approche

concerne essentiellement la participation E.T Diffusion comptabilisée en TIAP¹², dont la valeur réévaluée s'élève à 705 k€ contre 405 k€ en comptabilité.

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

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

Actif immobilier :

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

Nous avons retenu dans notre évaluation la plus-value constituée par la différence entre la valeur vénale et la valeur nette comptable de l'actif immobilier dans les comptes, soit 3,3 m€ moins une VNC de 1,0 m€ pour une plus-value de 2,3 m€. Cet immeuble étant toutefois utilisé dans le cadre de la production de revenus pour le Groupe (bureaux, hébergement de l'agence de voyage ainsi que du bureau de change / négoce de métaux précieux), sa cession n'est pas possible sans l'abandon des avantages que procure son utilisation. Dans ce contexte, nous avons fait le choix de tenir compte de sa valeur vénale dans l'ANR du Groupe mais avons réintégré un loyer de marché théorique¹³ dans les frais de holding pris en compte dans l'approche n°2 développée infra.

4.2.4.6 Ajustements et décotes appliquées à l'ANR

Décote de holding :

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

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

- **L'approche 1** : Dans laquelle nous avons appliqué à l'ANR brut d'IDSUD une décote de holding forfaitaire dans une fourchette de 25 % à 35 % (valeur centrale 30 %), basée sur le niveau de décote observé sur un échantillon de holding cotées¹⁴, et cohérente avec la fourchette appliquée par l'administration fiscale française dans ce cas de figure¹⁵. Cette dernière se situe dans le bas de la fourchette historique des décotes de holding observées sur notre échantillon de référence qui, au cours des 10 dernières années, ont évolué entre 25 % et 38 % (cf. annexe 8.6.2), pour une décote moyenne de 32,6 % (intervalle de confiance

¹² TIAP : Titres immobilisés de l'activité de portefeuille.

¹³ Également issu du rapport Galtier.

¹⁴ Décotes observées sur un échantillon de 17 sociétés holding cotées en France, en Belgique, en Italie, au Luxembourg et en Suisse, dont le détail présenté en annexe 8.6.

¹⁵ Cf. « L'évaluation des entreprises et de titres de sociétés », publié en 2006 par la Direction générale des finances publiques.

statistique à 95 % compris entre 21 % et 46 %) et une décote moyenne « spot » observée à fin mars 2024 de 38 % (intervalle statistique compris entre 30 % et 46 %, cf. annexe 8.6.1).

- **L'approche 2** : Dans laquelle nous avons remplacé la décote forfaitaire par ses facteurs quantifiables dans la liste évoquée supra. Nous avons ainsi tenu compte de :
 - la fiscalité sur les plus-values latentes pour les participations d'IDSUD SA aux taux en vigueur (soit une quote-part de frais et charges de 12 % appliquée au taux d'impôt sur les sociétés) ;
 - des frais fonctionnement de la holding non refacturés à ses filiales et complétés d'un loyer de marché, pour compenser la prise en compte de la valeur de l'immeuble marseillais dans l'actif net réévalué d'IDSUD SA, capitalisés à l'infini (le détail du taux de capitalisation et de la détermination des frais de fonctionnement récurrents est présenté en annexes 8.7).
 - Nous aurions également pu tenir compte d'une double décote d'illiquidité :
 - au niveau des titres FDJ, pour tenir compte du fait que l'actionnaire minoritaire d'IDSUD n'a aucune maîtrise sur la gestion de la participation et sur la remontée de dividendes ;
 - au niveau des titres IDSUD eux-mêmes, compte tenu des faibles volumes échangés et de l'étroitesse du flottant.
 - Compte tenu de la difficulté que représente leur quantification et du retrait de la cote prévu à l'issue de l'OPAS qui suivra l'OPRA, nous avons fait le choix de ne pas appliquer ces décotes, option favorable à l'actionnaire minoritaire justifiée par le fait que celui-ci n'aura pas la possibilité de de conserver ses droits sociaux dans IDSUD à l'issue des deux opérations.

4.2.4.7 Actif net réévalué IDSUD : synthèse des résultats

Valeur centrale :

L'ajout à l'actif net comptable issu des comptes sociaux d'IDSUD à fin décembre 2023 des plus-values latentes induites par les valeurs centrales de chacun des actifs détenus par le groupe valorise l'actif net réévalué brut d'IDSUD SA à 116,1 m€ dans l'approche 1, et 112,1 m€ dans l'approche 2 (après fiscalisation des plus-values latentes), soit des valeurs après décote ou prise en compte des frais de fonctionnement capitalisés de respectivement 81,3 m€ et 85,5 m€.

IDSUD SA ANR - valeur centrale k€	Nb de titres détenus	Valeur unitaire	Valeur Réévaluée	Prix de revient	Plus value/ (Moins value)	ANR (approche 1)	Taux IS	IS	ANR (approche 2)
Actif Net Comptable (31/12/2023)				7 419		7 419			7 419
Titres de participations :									
Française des jeux	2 797 064	36,1 €	100 871	559	100 311	100 311	(3,1)%	(3 109)	97 203
IDSUD Energies			5 872	4 000	1 872	1 872	(3,0)%	(56)	1 815
IDSUD Voyages			2 147	760	1 387	1 387	(3,0)%	(42)	1 346
Autres actifs financiers									
E.T Diffusion (TIAP)	256	2 755,1 €	705	405	300	300	(25,0)%	(75)	225
Autres actifs financiers à la VNC			163	163	-	-	-	-	-
Actifs d'exploitation IDSUD SA :									
Activité change/métaux précieux			1 991	(272)	2 263	2 263	(3,0)%	(68)	2 195
Immobilier			3 300	1 030	2 270	2 270	(25,0)%	(568)	1 703
Economie de frais de cotation				-	299	299	(25,0)%	(75)	224
Total brut				14 064		116 121			112 129
Soit par action						234,70 €			226,63 €
Décote de holding						(30)%			-
Coûts de holding capitalisés						-			(35 502)
Economie fiscale						-			8 876
Total						81 285			85 503
Soit par action						164,29 €			172,81 €
vs valeur d'une action FDJ						36,06 €			36,06 €
Parité						4,6			4,8
Prime offerte par le prix d'Offre						10,8 %			5,4 %

Ces deux scénarios valorisent le titre IDSUD dans une fourchette comprise entre 164,3 €, soit une parité de 4,6 titres FDJ pour un titre IDSUD SA (approche 1), et 172,8 €, soit une parité de 4,8 (approche 2).

NB : Nous rappelons que, même en valeur centrale, les options retenues dans les méthodes d'évaluation restent optimistes, s'agissant notamment de la valeur d'IDSUD Energies.

Fourchette haute :

En fourchette haute, les valeurs par action IDSUD SA ressortent dans une fourchette de 191,6 € (approche 1) et 196,2 € (approche 2) soit des parités de 5,0 actions FDJ pour une action IDSUD SA.

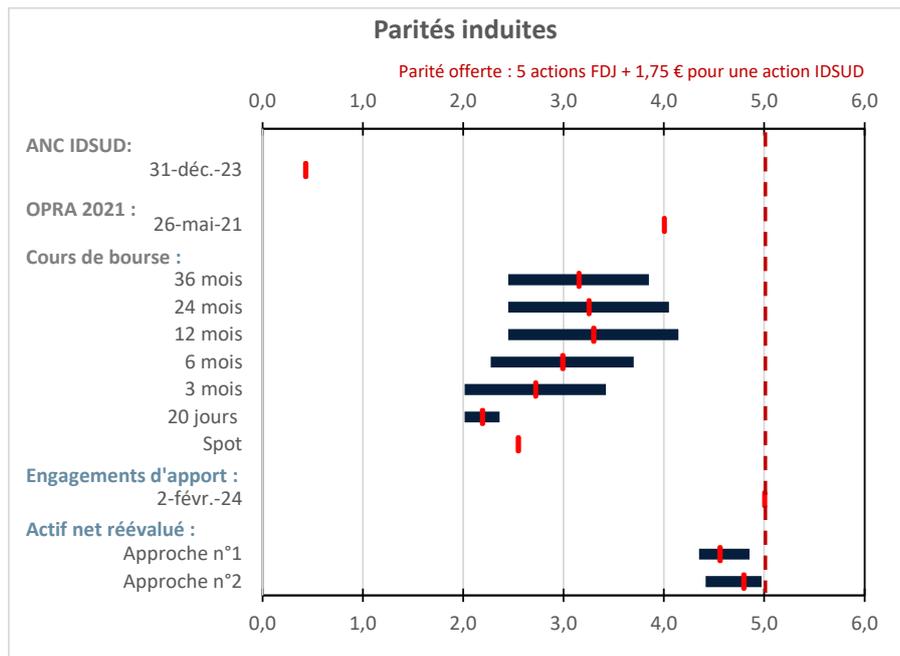
IDSUD SA ANR - fourchette haute k€	Nb de titres détenus	Valeur unitaire	Valeur Réévaluée	Prix de revient	Plus value/ (Moins value)	ANR (approche 1)	Taux IS	IS	ANR (approche 2)
Actif Net Comptable (31/12/2023)				7 419		7 419			7 419
Titres de participations :									
Française des jeux	2 797 064	39,5 €	110 372	559	109 813	109 813	(3,1)%	(3 403)	106 410
IDSUD Energies			6 383	4 000	2 383	2 383	(3,0)%	(71)	2 311
IDSUD Voyages			2 275	760	1 515	1 515	(3,0)%	(45)	1 469
TIAP :									
E.T Diffusion (TIAP)	256	2 755,1 €	705	405	300	300	(25,0)%	(75)	225
Autres actifs financiers à la VNC			163	163	-	-	-	-	-
Actifs d'exploitation IDSUD SA :									
Activité change/métaux précieux			2 092	(272)	2 363	2 363	(3,0)%	(71)	2 292
Immobilier			3 300	1 030	2 270	2 270	(25,0)%	(568)	1 703
Economie de frais de cotation (net d'impôt)				-	299	299	(25,0)%	(75)	224
Total brut				14 064		126 362			122 054
Soit par action						255,40 €			246,69 €
Décote de holding						(25)%			-
Coûts de holding capitalisés						-			(33 294)
Economie fiscale						-			8 324
Total						94 772			97 083
Soit par action						191,55 €			196,22 €
vs valeur d'une action FDJ						39,46 €			39,46 €
Parité						4,9			5,0
Prime offerte par le prix d'Offre						3,9 %			1,4 %

Fourchette basse :

En fourchette basse, les valeurs par action IDSUD SA ressortent dans une fourchette comprise entre 122,7 € (approche 1) et 124,5 € (approche 2), qui correspond à une parité de 4,4 actions FDJ pour une action IDSUD.

IDSUD SA ANR - fourchette basse k€	Nb de titres détenus	Valeur unitaire	Valeur Réévaluée	Prix de revient	Plus value/ (Moins value)	ANR (approche 1)	Taux IS	IS	ANR (approche 2)
Actif Net Comptable (31/12/2023)				7 419		7 419			7 419
Titres de participations :									
Française des jeux	2 797 064	28,2 €	78 877	559	78 318	78 318	(3,1)%	(2 427)	75 891
IDSUD Energies			5 351	4 000	1 351	1 351	(3,0)%	(41)	1 311
IDSUD Voyages			2 034	760	1 274	1 274	(3,0)%	(38)	1 236
TIAP :									
E.T Diffusion (TIAP)	256	2 755,1 €	705	405	300	300	(25,0)%	(75)	225
Autres actifs financiers à la VNC			163	163	-	-	-	-	-
Actifs d'exploitation IDSUD SA :									
Activité change/métaux précieux			1 900	(272)	2 172	2 172	(3,0)%	(65)	2 106
Immobilier			3 300	1 030	2 270	2 270	(25,0)%	(568)	1 703
Economie de frais de cotation (net d'impôt)				-	299	299	(25,0)%	(75)	224
Total brut				14 064		93 404			90 115
Soit par action						188,78 €			182,14 €
Décote de holding						(35)%			-
Coûts de holding capitalisés						-			(38 013)
Economie fiscale						-			9 503
Total						60 712			61 606
Soit par action						122,71 €			124,51 €
vs valeur d'une action FDJ						28,20 €			28,20 €
Parité						4,4			4,4
Prime offerte par le prix d'Offre						16,3 %			14,6 %

Synthèse des fourchettes de valorisation



5 | ANALYSE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR

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

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

IDSUD		Valeur (en € par action IDSUD SA)					
		Hottinguer			BM&A		
		basse	centrale	haute	basse	centrale	haute
Cours de bourse IDSUD (au 24 janvier 2024)	36 mois	n.a.	n.a.	n.a.	69,0 €	168,9 €	199,0 €
	24 mois	n.a.	n.a.	n.a.	69,0 €	138,1 €	166,0 €
	12 mois	69,0 €	124,9 €	163,0 €	69,0 €	124,5 €	163,5 €
	6 mois	n.a.	115,3 €	n.a.	69,0 €	114,7 €	146,0 €
	3 mois	n.a.	98,7 €	n.a.	69,0 €	97,2 €	135,0 €
	20 jours	n.a.	80,2 €	n.a.	69,0 €	78,7 €	90,0 €
	Spot	n.a.	90,0 €	n.a.	90,0 €	90,0 €	90,0 €
Engagements d'apport ⁽¹⁾	31-mai-24	n.a.	172,6 €	n.a.	141,0 €	182,1 €	197,3 €
ANR IDSUD ⁽¹⁾	Approche n°1	147,9 €	148,7 €	149,6 €	122,7 €	164,3 €	191,5 €
	Approche n°2				124,5 €	172,8 €	196,2 €

(1) Valeurs calculées à partir d'un cours FDJ au 24 janvier pour Hottinguer et au 2 mai pour BM&A

5.1 Comparaison des méthodes et des références d'évaluation écartées

5.1.1 Actif net comptable

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

5.1.2 Actualisation de dividendes

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

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

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

5.1.4 Approches analogiques (pour évaluer IDSUD dans sa globalité)

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

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

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

5.1.5 Objectifs de cours des analystes

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

5.2 Comparaison des méthodes d'évaluation présentées à titre indicatif

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

La Banque ne retient pas, à juste titre compte tenu de son ancienneté, la référence à la parité de 4 actions FDJ pour une action IDSUD offerte dans le cadre de l'OPRA de 2021 dans son appréciation du prix proposé. Nous l'avons pour notre part présentée compte tenu de son succès, mais seulement à titre indicatif.

5.2.2 Référence au cours de bourse

La Banque ne présente la référence au cours de bourse qu'à titre indicatif compte de l'absence de liquidité du marché du titre IDSUD. Nous arrivons à la même conclusion, compte-tenu d'une rotation du capital et du flottant, très limitée depuis l'opération de 2021.

Les références de cours présentées dans les éléments d'appréciations du prix de l'Offre diffèrent très légèrement de celles que nous reprenons dans nos travaux, pour des raisons purement méthodologiques :

- La Banque présente des cours journaliers moyens pondérés par les volumes là où nous avons préféré présenter des cours de clôture pondérés par les volumes.
- Les extrêmes à douze mois présentés par l'Évaluateur correspondent à des observations sur les cours journaliers pondérés par les volumes alors que nous présentons des plus haut / plus bas atteints en cours de séance.

5.3 Comparaison des méthodes d'évaluation retenues à titre principal

5.3.1 Référence à la transaction avec Franklin Finance

Comme nous (pour les raisons exposées §4.2.3 supra), la Banque présente la parité offerte dans le cadre de la transaction avec Franklin Finance, rejoint depuis par deux autres actionnaires minoritaires, comme une référence d'évaluation pertinente qu'elle retient à titre principal.

5.3.2 Actif net réévalué IDSUD

Comme nous et compte tenu du profil de la société évaluée, la Banque retient la méthode de l'actif net réévalué (ANR) à titre principal. Elle aboutit à des résultats proches des nôtres (une parité centrale de 4,4 contre 4,5 dans notre approche n°1), la différence résultant principalement des modalités de mise en œuvre retenues par l'Évaluateur, lesquelles diffèrent de celles que nous avons adoptées.

5.3.2.1 Construction de l'ANR

D'un point de vue purement méthodologique, la méthode mise en œuvre par la Banque, qui consiste à additionner la valeur réévaluée des actifs détenus par IDSUD avant de déduire une position financière nette nous paraît plus proche dans son principe d'une « somme des parties » que d'un ANR au sens propre du terme, qui consiste à évaluer chacune des structures juridiques du Groupe en s'appuyant sur ses comptes statutaires.

Au cas d'espèce, cette différence méthodologique n'a toutefois que peu d'impact sur le résultat de l'évaluation, l'approche retenue par la Banque la conduisant seulement à négliger un BFR négatif peu significatif de 765 k€

constaté dans les comptes IDSUD SA à fin décembre 2023 (soit moins de 1 % de l'ANR avec un impact positif sur la valeur finale).

5.3.2.2 Réévaluation de la participation FDJ

Comme nous, la Banque a fait le choix de réévaluer la participation détenue par IDSUD dans FDJ à partir de son cours de bourse. Nos travaux diffèrent toutefois sur la date retenue pour relever le cours de l'action FDJ (24 janvier 2024, veille de l'annonce de l'Offre pour la Banque et 2 mai 2024, veille du détachement du coupon FDJ, dans le cas de nos travaux).

L'OPRA étant réalisée par voie d'échange de titres FDJ contre des titres IDSUD, l'impact de cette différence de date sur la valeur est très limité (de l'ordre de 1 %).

De la même façon, la Banque rationalise ensuite le cours de bourse utilisé au regard des objectifs de cours publiés par les analystes financiers suivant la valeur et constate que le cours retenu est inférieur à la médiane des prévisions. Nous avons réalisé une analyse similaire intégrant des objectifs mis à jour au 25 avril 2024 et aboutissons à la même conclusion. Les raisons de cet écart sont expliquées par la Banque (les objectifs de cours reflètent une valeur future de l'action¹⁶) et nous rejoignons l'Évaluateur en concluant que dans tous les cas, l'OPRA étant réalisée par voie d'échange de titres, une augmentation future de la valeur de l'action FDJ sera perçue par l'actionnaire apportant ses titres à l'Offre.

5.3.2.3 Réévaluation de la participation IDSUD Energies

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

- La Banque n'a pas prolongé le plan préparé par le management, pour tenir compte du fait que le management n'a pas de visibilité au-delà de 2027, date à laquelle il estime qu'il aura atteint un niveau proche de la pleine capacité du contrat Kourbe. L'impact de cette différence méthodologique est atténué par le taux de croissance à l'infini élevé retenu par la Banque, qui permet de capter dans ce paramètre une partie de la croissance non modélisée au-delà du plan. De ce fait et compte tenu de la situation risquée dans laquelle se trouve la société pour la partie « EPC » de son activité, cette hypothèse peut également être considérée comme optimiste.
- L'Évaluateur n'a pas différencié les deux principales activités de la société (EPC distribution pour le compte de Kehua) et leur a affecté un coefficient de risque identique.
- La Banque considère que la totalité des déficits accumulés par la société seront apurés sur l'horizon fini du plan d'affaires et n'a donc pas eu à les retraiter séparément dans les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres comme nous l'avons fait.
- L'Évaluateur retient une actualisation des flux à mi-année qui, compte tenu de la façon dont le rendement marché a été estimé¹⁷, conduit à avoir un impact positif sur la valeur ressortant de ses travaux.

Taux d'actualisation

S'agissant du taux d'actualisation, si l'Évaluateur retient des sources équivalentes aux nôtres¹⁸, nous relevons les différences méthodologiques suivantes :

- La Banque arrête ses travaux au 31 janvier 2024 (lissage 6 mois) là où nous avons retenu des données au 28 mars 2024 (lissage 3 mois).

¹⁶ Explication que nous complétons par le fait que la totalité des analystes produisant ces objectifs sont « *sell-side* », ce qui introduit un biais optimiste largement documenté par la littérature académique dans leurs prévisions.

¹⁷ Les taux Fairness Finance étant appréciés en retenant une hypothèse simplificatrice d'actualisation des flux à fin d'année.

¹⁸ Base de données Fairness Finance.

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

Appréciation du taux d'actualisation	Hottinguer	BM&A		
	31/01/2024	28/03/2024		
		Consolidé	EPC	Kehua
Estimation du bêta anticipé :				
Bêta avec levier	1,25		1,63	1,28
TRI implicite <i>ex-ante</i> du marché	9,4 %		9,0 %	9,0 %
Taux sans risque (10 ans)	2,8 %		2,5 %	2,5 %
Prime de risque actions	6,6 %		6,4 %	6,4 %
Prime MEDAF x bêta	8,3 %		5,7 %	4,5 %
Biais large caps	-		2,9 %	2,9 %
Prime de taille	4,5 %		5,5 %	5,5 %
Prime spécifiques	2,0 %		1,8 %	-
Coût des fonds propres	17,5 %	16,5 %	18,4 %	15,4 %
Taux sans risque	n.a.		2,4 %	2,4 %
Spread de crédit	n.a.		5,7 %	2,9 %
Coût de la dette avant IS : kd	5,0 %	6,4 %	8,2 %	5,4 %
Taux d'imposition marginal	25,0 %		25,0 %	25,0 %
Coût de la dette après IS	3,8 %		6,1 %	4,0 %
Levier cible en valeur d'entreprise	-		16,0 %	9,9 %
Coût moyen pondéré du capital	17,5 %	15,1 %	16,5 %	14,3 %
Inflation cible EUR	n.a.		1,9 %	1,9 %
Inflation cible locale	n.a.		1,7 %	1,7 %
Coût moyen pondéré du capital ajusté	17,5 %	14,9 %	16,2 %	14,1 %
Poids	n.a.		36,9 %	63,1 %

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

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

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

Comparaison des résultats de l'approche :

IDSUD Energies	Hottinguer	BM&A
Valeur des capitaux propres DCF (m€)		
Valeur présente des flux de trésorerie	0,3	1,7
Valeur présente de la valeur terminale	5,0	3,1
Valeur d'entreprise	5,3	4,8
Position financière nette	0,1	(8,1)
Autres éléments	-	8,4
Valeur des déficits reportables	-	0,7
Valeur des capitaux propres	5,4	5,9

5.3.2.4 Réévaluation de la participation IDSUD Voyages

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

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

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

Taux d'actualisation

S'agissant du taux d'actualisation, si l'Évaluateur retient des sources équivalentes aux nôtres¹⁹, nous relevons les différences méthodologiques suivantes :

- La Banque arrête ses travaux au 31 janvier 2024 (lissage 6 mois) là où nous avons retenu des données au 28 mars 2024 (lissage 3 mois).
- La Banque applique une méthodologie de construction du taux classique contrairement à notre approche qui retient celle proposée par Fairness Finance.
- La Banque ne retient qu'un seul taux d'actualisation pour les deux structures et assoit son coefficient bêta sur le bêta sectoriel publié par Fairness Finance pour le secteur GICS « Hôtellerie, Restaurants & Loisirs » là où nous retenons les bêtas observés l'échantillon de sociétés cotées retenu pour mettre en œuvre l'approche par les comparables boursiers.

Appréciation du taux d'actualisation	Hottinguer	BM&A	
	31/01/2024	28/03/2024	
		France	USA
Estimation du bêta anticipé :			
Bêta avec levier	0,99	1,26	1,26
TRI implicite <i>ex-ante</i> du marché	9,4 %	9,0 %	7,9 %
Taux sans risque (10 ans)	2,8 %	2,5 %	4,1 %
Prime de risque actions	6,6 %	6,4 %	3,7 %
Prime MEDAF x bêta	6,5 %	4,4 %	0,7 %
Biais large caps	-	2,9 %	3,2 %
Prime de taille	4,5 %	5,1 %	5,3 %
Prime spécifiques	-	-	-
Coût des fonds propres	13,8 %	15,0 %	13,3 %
Taux sans risque	n.a.	2,4 %	4,1 %
Spread de crédit	n.a.	3,6 %	2,7 %
Coût de la dette avant IS : kd	5,0 %	6,0 %	6,8 %
Taux d'imposition marginal	25,0 %	25,0 %	27,0 %
Coût de la dette après IS	3,8 %	4,5 %	5,0 %
Levier cible en valeur d'entreprise	-	-	-
Coût moyen pondéré du capital	13,8 %	15,0 %	13,3 %
Inflation cible EUR	n.a.	1,9 %	2,1 %
Inflation cible locale	n.a.	1,7 %	2,1 %
Coût moyen pondéré du capital ajusté	13,8 %	14,7 %	13,3 %

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

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

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

¹⁹ Base de données Fairness Finance.

Comparaison des résultats de l'approche :

IDSUD Voyages	Hottinguer (en m€)	BM&A	
		France (m€)	USA (m\$)
Valeur présente des flux de trésorerie	1,0	0,2	0,6
Valeur présente de la valeur terminale	0,9	0,4	0,9
Valeur d'entreprise	1,9	0,6	1,6
Position financière nette	(0,1)	(0,1)	0,3
Autres éléments	-	(0,0)	-
Valeur en m€ de T4EX	-	1,7	-
Valeur des capitaux propres	1,8	2,1	1,8

5.3.2.5 Réévaluation de l'activité Change touristique et Métaux précieux

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

Taux d'actualisation

S'agissant du taux d'actualisation, si l'Évaluateur retient des sources équivalentes aux nôtres²⁰, nous relevons les différences méthodologiques suivantes :

- La Banque arrête ses travaux au 31 janvier 2024 (lissage 6 mois) là où nous avons retenu des données au 28 mars 2024 (lissage 3 mois).
- La Banque applique une méthodologie de construction du taux classique contrairement à notre approche qui retient celle proposée par Fairness Finance.

Appréciation du taux d'actualisation	Hottinguer	BM&A
	31/01/2024	28/03/2024
Estimation du bêta anticipé :		
Bêta avec levier	1,40	1,56
TRI implicite <i>ex-ante</i> du marché	9,4 %	9,0 %
Taux sans risque (10 ans)	2,8 %	2,5 %
Prime de risque actions	6,6 %	6,4 %
Prime MEDAF x bêta	9,2 %	5,5 %
Biais large caps	-	2,9 %
Prime de taille	4,5 %	4,8 %
Prime spécifiques	-	-
Coût des fonds propres	16,5 %	15,7 %
Taux sans risque	n.a.	2,4 %
Spread de crédit	n.a.	3,3 %
Coût de la dette avant IS : kd	5,0 %	5,7 %
Taux d'imposition marginal	25,0 %	25,0 %
Coût de la dette après IS	3,8 %	4,3 %
Levier cible en valeur d'entreprise	-	-
Coût moyen pondéré du capital	16,5 %	15,7 %
Inflation cible EUR	n.a.	1,9 %
Inflation cible locale	n.a.	1,7 %
Coût moyen pondéré du capital ajusté	16,5 %	15,5 %

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

²⁰ Base de données Fairness Finance.

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

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

Comparaison des résultats de l'approche :

Caractéristique / Métaux précieux	Hottinguer	BM&A
Valeur des capitaux propres DCF (m€)		
Valeur présente des flux de trésorerie	1,1	1,1
Valeur présente de la valeur terminale	0,8	0,9
Valeur d'entreprise	1,9	2,0
Position financière nette	-	n.a.
Autres éléments	-	n.a.
Valeur des capitaux propres	1,9	n.a.

5.3.2.6 Réévaluation des autres participations non cotées

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

5.3.2.7 Réévaluation de l'immeuble situé à Marseille

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

5.3.2.8 Décotes et ajustements

Classiquement, la Banque tient compte d'une décote de holding et s'appuie pour ce faire sur des observations relevées depuis 2013 sur un échantillon de 11 sociétés holdings cotées. Les niveaux ainsi observés ressortent dans une fourchette de 25 % à 43 % avec une valeur centrale estimée à 38 %. Compte tenu de ces observations l'Évaluateur retient une décote dans le bas de la fourchette observée de 30 %, identique à celle que nous avons retenu dans nos travaux.

Cette démarche, dans son principe, est presque identique à celle que nous avons développé en approche n°1 de l'ANR d'IDSUD. En l'absence de décomposition par facteur des décotes de holding observée sur les marchés boursiers, il n'est pas possible de vérifier si l'imposition des plus-values latentes déduites de la valeur des actifs par la Banque n'est pas déjà prise en compte dans la décote de holding appliquée dans un second temps. C'est pourquoi nous avons, pour notre part, développé deux approches que nous considérons complémentaires :

- La première retenant une décote de holding mais aucune autre forme d'ajustement à la valeur réévaluée des actifs
- La seconde n'appliquant pas de décote de holding, mais tenant compte des frottements fiscaux et des frais de fonctionnement de la holding.

5.3.2.9 Endettement financier net

Comme détaillé §5.3.2.1, la Banque retient une approche de l'ANR différente de la nôtre qui la conduit à déduire de la valeur réévaluée totale des actifs une situation d'endettement nette consolidée²¹. L'approche que nous avons

²¹ Source : management.

mise en œuvre, qui consiste à déterminer la plus-value applicable pour chacun des actifs réévalués et à l'ajouter à l'actif net comptable d'IDSUD, ne nécessite pas cette étape de calcul. Nous avons toutefois reconstitué les différences qui ressortent des deux approches :

Dettes financières nettes et ajustements		
m€	Hottinguer	BM&A
Emprunts IDSUD SA	2,7	3,1
+ Trésorerie passive	0,6	0,6
+ Dettes filiales	5,1	5,2
Total emprunts long terme	8,4	8,9
- Trésorerie et équivalents	(9,6)	(10,3)
Total dette nette	(1,2)	(1,4)
+ Frais de transaction	1,1	-
- Frais de cotation	-	(0,2)
Total dette nette ajustée	(0,1)	(1,6)

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

5.3.2.10 Synthèse des résultats

Actif net réévalué IDSUD									
m€	Hottinguer			BM&A (approche n°1)			BM&A (approche n°2)		
	f.basse	v.centrale	f.haute	f.basse	v.centrale	f.haute	f.basse	v.centrale	f.haute
Participation FDJ :									
Valeur brute	95,6	95,6	95,6	78,9	100,9	110,4	78,3	100,3	109,8
Valeur nette	92,7	92,7	92,7	78,9	100,9	110,4	76,5	97,8	107,0
Valeur retenue (A)	92,7	92,7	92,7	78,9	100,9	110,4	76,5	97,8	107,0
ID SUD Energies :									
DCF	4,9	5,3	5,9	5,4	5,9	6,4	5,3	5,8	6,3
Multiples	n.a.	n.a.	n.a.	1,5	5,4	9,2	1,6	5,3	9,1
Valeur retenue (B)	4,9	5,3	5,9	5,4	5,9	6,4	5,3	5,8	6,3
ID SUD Voyages :									
DCF	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,3	2,0	2,1	2,2
Multiples	n.a.	n.a.	n.a.	1,5	2,1	2,7	1,5	2,1	2,6
Valeur retenue (C)	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,3	2,0	2,1	2,2
Change / métaux précieux :									
DCF	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0	2,1	1,8	1,9	2,0
Multiples	n.a.	n.a.	n.a.	1,6	1,9	2,2	1,5	1,8	2,1
Valeur retenue (D)	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0	2,1	1,8	1,9	2,0
Immeuble à Marseille :									
Valeur brute	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Valeur nette	2,7	2,7	2,7	3,3	3,3	3,3	2,7	2,7	2,7
Valeur retenue (E)	2,7	2,7	2,7	3,3	3,3	3,3	2,7	2,7	2,7
Autres éléments :									
E.T Diffusion (TIAP)	0,4	0,4	0,4	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
Economie de frais de cotation	-	-	-	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Frais de transaction	(1,1)	(1,1)	(1,1)	-	-	-	-	-	-
Autres actifs et passifs (VNC)	1,5	1,5	1,5	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Valeur retenue (F)	0,7	0,7	0,7	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8
ANR brut (A + B + C + D + E + F)	104,5	105,1	105,7	93,4	116,1	126,4	90,1	112,1	122,1
Décote de holding	(30,0)%	(30,0)%	(30,0)%	(35,0)%	(30,0)%	(25,0)%	-	-	-
Coûts de holding capitalisés (nets d'IS)	-	-	-	-	-	-	(28,5)	(26,6)	(25,0)
ANR net	73,2	73,6	74,0	60,7	81,3	94,8	61,6	85,5	97,1
Nombre d'actions	494 766	494 766	494 766	494 766	494 766	494 766	494 766	494 766	494 766
Valeur par action	147,9 €	148,7 €	149,6 €	122,7 €	164,3 €	191,5 €	124,5 €	172,8 €	196,2 €
Valeur d'un action FDJ	34,17 €	34,17 €	34,17 €	28,20 €	36,06 €	39,46 €	28,20 €	36,06 €	39,46 €
Parité implicite	4,3	4,4	4,4	4,4	4,6	4,9	4,4	4,8	5,0

6 | REPONSES AUX OBSERVATIONS DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES

Comme indiqué supra, trois actionnaires minoritaires de la Société (ci-après, ensemble, les « **Actionnaires Minoritaires** ») nous ont adressé, en mars, avril et mai 2024, des courriels et un courrier nous faisant part de leurs réflexions quant à la présente Offre, nous appelant à tenir compte dans nos travaux de la valeur des actifs autres que la participation d'IDSUD dans FDJ.

Seul l'un d'entre eux, détenteur d'environ 1,5 % du capital d'IDSUD, a proposé une approche d'évaluation aboutissant à une valeur par action IDSUD de 280 €, soit une parité d'environ 7,7 actions FDJ pour une action IDSUD (sur la base d'un cours d'une l'action FDJ de 36,52 €). Cette valeur se décompose sur les bases suivantes :

- 198 € correspondant à 5,5 actions FDJ à 36 € ; la parité est obtenue en divisant le nombre d'actions FDJ détenu par IDSUD par le nombre d'actions IDSUD, soit $2\,797\,064 / 494\,766 = 5,65$, arrondi à 5,5 ;
- (+) 36 € correspondant à 1 action FDJ vendue en décembre 2023 ; le nombre d'actions FDJ vendu par IDSUD en décembre s'élève à 543 300, soit 1,09 action FDJ pour une action IDSUD, arrondi à 1 ;
- (+) 10,68 € correspondant au dividende perçu pour 6 actions FDJ (1,80 € par action FDJ) versé le 3 mai 2024 ;
- (+) 36 € correspondant à la valeur de l'activité énergie, calculée comme représentant 20 % de la contre-valeur de 5 actions FDJ à 36 € par action ($5 \times 36 \times 0,20$).

En premier lieu, nous relevons que le cours de bourse de FDJ retenu par l'actionnaire minoritaire est proche de celui de notre scénario central (36 € contre 36,5 € dans nos travaux).

Cependant, la parité induite par la valeur de 280 € par action IDSUD ressort donc sensiblement supérieure à celle proposée dans le cadre de l'Offre (7,7 actions FDJ pour une action IDSUD, contre 5 actions FDJ et 1,75 € pour une action IDSUD).

Selon notre analyse, cet écart s'explique principalement par (i) des erreurs méthodologiques, (ii) l'absence de prise en compte de la décote de holding (ou des coûts de holdings capitalisés) et (iii) d'une surévaluation de la valeur des actifs hors participation dans FDJ.

S'agissant des erreurs méthodologiques, l'actionnaire minoritaire réintègre indûment dans sa valeur les actions FDJ cédées en décembre 2023. La cession de ces titres, rendue nécessaire par des capitaux propres fortement dégradés (cf. comptes semestriels 2023), n'ayant fait que rendre une immobilisation financière liquide, le produit de cette opération a été ajouté à la trésorerie et donc à la position financière nette de la Société. A prix de cession égal, la cession des titres FDJ n'a donc pas d'incidence sur la valeur de l'ANR et son montant n'a pas à être réintégré.

Par ailleurs, l'actionnaire minoritaire réintègre à tort le montant du dividende versé par FDJ en mai 2024. Nous rappelons que, comme lui, nous avons retenu un cours de FDJ dividende attaché. Le détachement du dividende FDJ le 3 mai 2024 a mécaniquement fait baisser le cours de l'action FDJ, laquelle clôturait à 35,30 € le 2 mai pour ouvrir à 33,60 € le lendemain, soit une baisse de 1,70 € proche du montant du dividende versé.

Ensuite, l'actionnaire minoritaire ne tient pas compte ni d'une décote de holding, estimé par nos soins à 30 % (cf. § 4.2.4.6) soit environ 70 € par action IDSUD ni des coûts d'exploitation capitalisés d'IDSUD, estimés à environ 72 € par action.

Enfin, l'actionnaire minoritaire retient une valeur de 36 € par action IDSUD pour l'activité Energies, soit environ 17 m€, étant précisé que la valeur des activités Voyages et Change n'a pas été appréciée.

Selon son approche, la valorisation de l'activité énergie est justifiée par le potentiel du marché éolien en Afrique. Or, IDSUD a cessé la plupart de ses activités dans le secteur éolien en Afrique pour se concentrer sur le marché photovoltaïque en France notamment.

Contrairement à l'actionnaire minoritaire qui a estimé la valeur de cette activité sur la base d'un pourcentage de la valeur de la participation d'IDSUD dans FDJ, ce qui n'a méthodologiquement pas de sens, nous avons réalisé son évaluation, ainsi que celles des activités Voyage et Change, à partir des plans d'affaires communiqués par le management en mettant en œuvre des approches DCF. Celles-ci ont conduit à valoriser l'activité Energies 6,1 m€, et les activités Voyages et Change, environ 2 m€ chacune.

En conclusion, il nous apparaît que la méthode d'évaluation présentée par l'actionnaire minoritaire et conduisant à une valeur par action d'IDSUD de 280 € ne peut être retenue. En conséquence, nous maintenons les résultats de notre approche d'évaluation de l'ANR, en rappelant que le principal actionnaire minoritaire d'IDSUD, Franklin Finance, s'est engagé à apporter irrévocablement ses titres à l'Offre proposant une parité de 5 actions FDJ et 1,75 € pour une action IDSUD.

7 | CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action IDSUD auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par la parité de 5 actions FDJ et 1,75 €²² par action IDSUD proposée dans le cadre de la présente Offre :

IDSUD Méthodes/Référence		Valeur (en € par action IDSUD SA)			Valeur des capitaux propres (en m€)			Prime/ (Décote) vs Offre ⁽¹⁾
		basse	centrale	haute	basse	centrale	haute	
ANC	31-déc.-23	15,0 €	15,0 €	15,0 €	7,4	7,4	7,4	1114,2%
OPRA 2021	26-mai-21	112,8 €	143,0 €	206,8 €	55,8	70,8	102,3	27,3%
Cours de bourse IDSUD (au 24 janvier 2024)	36 mois	69,0 €	168,9 €	199,0 €	34,1	83,6	98,5	7,8%
	24 mois	69,0 €	138,1 €	166,0 €	34,1	68,3	82,1	31,9%
	12 mois	69,0 €	124,5 €	163,5 €	34,1	61,6	80,9	46,3%
	6 mois	69,0 €	114,7 €	146,0 €	34,1	56,7	72,2	58,7%
	3 mois	69,0 €	97,2 €	135,0 €	34,1	48,1	66,8	87,4%
	20 jours	69,0 €	78,7 €	90,0 €	34,1	39,0	44,5	131,2%
	Spot	90,0 €	90,0 €	90,0 €	44,5	44,5	44,5	102,3%
Engagements d'apport	2-févr.-24	141,0 €	182,1 €	197,3 €	69,8	90,1	97,6	0,0%
ANR IDSUD	Approche n°1	122,7 €	164,3 €	191,5 €	60,7	81,3	94,8	10,8%
	Approche n°2	124,5 €	172,8 €	196,2 €	61,6	85,5	97,1	5,4%

(1) estimée sur la base d'un cours FDJ relevé au 2 mai 2024

En premier lieu, il convient de souligner les difficultés liées à l'évaluation de la Société.

En effet, il apparaît que le cours de bourse d'IDSUD ne peut constituer à lui seul un critère pertinent d'évaluation. En effet, les faibles rotations du capital (de l'ordre de 1 %) et du flottant (de l'ordre de 3 %) sur les douze derniers mois, l'absence régulière de cotation (entre 38 % et 52 % des jours de cotation), atténuent le caractère pertinent du cours de bourse dans le cadre d'une approche multicritères. Sur la base de ce critère, la rémunération proposée par l'Offre extériorise une prime comprise entre 58,7 % et 131,2 %.

Ensuite, la nature de holding de la Société, active dans des secteurs divers (énergie, voyage, change, investissements financiers), ne permet pas d'appliquer directement les approches d'évaluation analogiques (comparables boursiers et transactions comparables).

Dans ce contexte et afin d'apprécier le caractère équitable de la rémunération proposée, nous avons mis en œuvre la méthode de l'actif net réévalué (ou ANR) consistant à déterminer la valeur de marché de l'ensemble des actifs et passifs de la Société. Pour ce faire, nous avons retenu :

- la valeur de la participation de IDSUD dans FDJ, appréciée sur la base du cours de bourse de FDJ considéré représentatif de la valeur de marché de la participation compte tenu de sa liquidité satisfaisante, en tenant compte des objectifs de cours des analystes ;
- la valeur des participations IDSUD Energies et IDSUD Voyages ainsi que celle de l'activité Changes touristique / Métaux précieux a été approchée, à titre principal, par la méthode DCF, sur la base des plans d'affaires communiqués par le management et, à titre de recoupement, par la méthode des comparables boursiers à partir d'échantillons spécifiques à chaque activité ; il convient de souligner que la valeur terminale de l'activité Energies repose sur l'hypothèse volontariste que le management de la filiale soit en mesure de maintenir et développer l'activité au-delà du seul contrat actuellement opéré ;
- la valeur des autres participations, correspondant à la quote-part de leurs capitaux propres comptables lorsque celle-ci était supérieure à leur valeur nette comptabilisée dans les comptes d'IDSUD SA.

²² Calculée à partir d'un cours de l'action FDJ moyen 20 jours relevé au 2 mai 2024.

A l'ANR brut ainsi obtenu, nous avons :

- dans une première approche, appliqué une décote de holding de 30 %, située dans le bas de la fourchette historique des décotes de holding observées sur un échantillon de 17 sociétés holding cotées ;
- dans une seconde approche, déduit la fiscalité latente sur les plus-values et la capitalisation des frais de fonctionnement de la holding IDSUD SA.

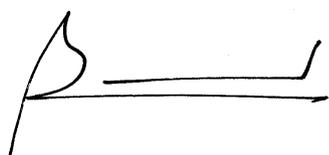
Il résulte de ces deux approches une parité centrale comprise entre 4,6 et 4,8 actions FDJ pour une action IDSUD, soit une prime comprise entre 5,4 % et 10,8 %.

Il faut enfin relever que la parité proposée dans le cadre de l'Offre a été acceptée par trois actionnaires minoritaires, dont le plus important d'entre eux est propriétaire d'une quote-part de capital d'IDSUD supérieure à 17 %. Ces engagements d'apports irrévocables à l'Offre nous semblent constituer une référence pertinente de la rémunération de l'Offre.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que la parité proposée dans le cadre de l'offre publique de rachat, soit 5 actions FDJ et 1,75 € pour une action IDSUD, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 4 juin 2024

BM&A Advisory & Support



Pierre Béal

Associé



Stéphane Marande

Directeur exécutif

8 | ANNEXES

8.1 Lettre de mission



Monsieur Pierre Béal

BM&A Advisory & Support
11 rue de Laborde
75008 Paris

Marseille, le 3 juin 2024

Confidentiel

Monsieur,

Nous faisons suite à la décision prise le 8 février 2024, complétée le 28 mai 2024, par le conseil de surveillance d'IDSUD, société anonyme à directoire et conseil de surveillance, au capital de 5 508 858 euros, dont le siège social est situé 3 place du Général de Gaulle, 13001 Marseille et dont le numéro d'immatriculation est le 057 804 783 RCS Marseille (« IDSUD » ou la « Société ») de nommer le cabinet BM&A, représenté par Monsieur Pierre Béal en tant qu'expert indépendant dans le cadre d'un projet d'offre publique de rachat d'actions réalisée par voie d'échange contre des actions de La Française des Jeux, société anonyme dont le siège social est situé 3-7 Quai du Point du Jour 92100 Boulogne-Billancourt et dont le numéro d'immatriculation est le 315 065 292 RCS Nanterre, dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0013451333 (« La Française des Jeux » ou « FDJ »), qu'IDSUD détient en portefeuille, selon la parité de cinq (5) actions FDJ et 1,75 euros contre une (1) action IDSUD (la « Parité d'Echange ») (l'« Offre » ou l'« OPRA »).

IDSUD a été informée que l'Indivision Luciani envisage d'initier, sous réserve de la réalisation de l'OPRA, un projet d'offre publique d'achat simplifiée (l'« OPAS ») visant le solde des actions de la Société qu'elle ne détiendrait pas après la réduction de capital consécutive à l'OPRA. IDSUD a été également informée que, dans l'hypothèse où le Retrait Obligatoire ne pourrait pas être mis en œuvre, l'Indivision Luciani se réserve la possibilité, si elle venait à détenir ultérieurement, directement ou indirectement, au moins 90% des droits de vote de la Société, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie dans l'hypothèse où les actionnaires minoritaires ne détiendraient pas plus de 10% du capital ou des droits de vote à l'issue de celle-ci, d'une procédure de Retrait Obligatoire visant les Actions de la Société. L'OPAS serait payée exclusivement en numéraire et son prix unitaire (dividende attaché), qui serait fixé au plus tard à la date de son dépôt auprès de l'AMF, serait égal à cinq (5) fois le cours de l'action FDJ à la clôture de la séance la veille du dépôt du projet d'OPAS. L'OPAS, devant intervenir après l'OPRA et la réduction de capital consécutive, serait ainsi réalisée au cours du second semestre 2024 selon le calendrier indicatif envisagé.

L'AMF a indiqué ne pas s'opposer à cette désignation.

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

C'est dans ces conditions que nous vous faisons parvenir cette lettre de mission.

IDSUD SA
Société Anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 5.508.858 Euros
Siège Social 3 Place Général de Gaulle - 13001 Marseille - (FR 09) 057 804 783 RCS MARSEILLE APE 6619B

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

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

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

Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions de l'article 261-1 I 1° et 3° du règlement général de l'AMF puis ultérieurement, dans le cas où l'OPAS serait suivie du retrait obligatoire, de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF.

Votre mission dans le cadre de l'OPAS fera l'objet d'une nouvelle lettre.

Calendrier envisagé de l'opération

Votre mission, au titre de l'OPRA, s'inscrit dans le calendrier indicatif suivant :

8 février 2024	Désignation de l'expert indépendant
3 juin 2024	Remise du rapport de l'expert indépendant Avis motivé du conseil de surveillance de la Société sur l'intérêt de l'OPRA pour la Société, ses actionnaires et ses salariés
4 juin 2024	Dépôt auprès de l'AMF du projet de note d'information Mise à disposition du public et mise en ligne du projet de note d'information Diffusion du communiqué de dépôt
25 juin 2024	AGM
25 juin 2024	Déclaration de conformité de l'OPRA par l'AMF emportant visa de la note d'information
27 juin 2024	Ouverture de l'OPRA
17 juillet 2024 (inclus)	Cloûture de l'OPRA
30 juillet 2024 (au plus tard)	Publication de l'avis de résultat de l'OPRA par l'AMF

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition (ce délai ne pouvant être inférieur à vingt jours de négociation à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration du rapport).

Le calendrier envisagé est conforme à ces exigences.



Diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par BM&A dans le cadre de sa mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées les 19 octobre 2006, 27 juillet 2010 et 10 février 2020 :

- des entretiens avec les équipes de la Société, son directoire et les membres du conseil de surveillance ;
- la détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de la Société ;
- l'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par Banque Hottinguer, en qualité d'établissement présentateur de l'OPRA ;
- l'examen de l'incidence des accords et opérations connexes sur l'appréciation des termes de l'OPRA ;
- l'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ;
- la gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.

Conflit d'intérêt

Nous comprenons que le cabinet BM&A, ainsi que ses associés sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés par l'instruction AMF n°2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Nous vous remercions, de nous communiquer votre accord sur les termes de la présente.

Veuillez agréer, Monsieur, l'expression de mes salutations distinguées.



Jérémie ARNOULD-LUCIANI
Président du Directoire
IDSUD

8.2 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

8.2.1 Nombre de titres

Les présents travaux d'évaluation s'appuient sur le nombre total de titres IDSUD inscrits à la cote, soit 494 766 actions, la société n'ayant pas d'action auto détenues et n'ayant pas émis d'instruments dilutifs.

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

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

Pour les besoins des méthodes d'évaluation mises œuvrés au niveau IDSUD Energies et IDSUD Voyages, nous avons toutefois déterminé ceux-ci sur la base de comptes combinés réalisés par nos soins :

IDSUD Eléments de passage de la VE à la VCP k€	31/12/2023			
	IDSUD Energies (comptes combinés)	IDSUF Voyages (comptes combinés)	IDSUD Voyages (€) (comptes sociaux)	Globid-T4EX (\$) (Comptes sociaux)
Dette financière	(8 277)	(365)	(365)	-
Disponibilités et équivalents	205	428	223	204
Position financière nette	(8 072)	63	(142)	204
Intérêts minoritaires	-	-	-	-
Provisions pour R&C	(237)	-	-	-
Provisions pour retraite (nettes d'IS)	(28)	(25)	(25)	-
Actifs financiers	125	-	-	-
Annulation du compte courant IDSUD SA	4 003	-	-	-
Provisions pour restructuration IDSUD SA	4 591	-	-	-
Autres éléments	8 454	(25)	(25)	-
Total	381	38	(166)	204

Les positions financières nettes au 31 décembre 2023 ont été déterminée à partir de la combinaison des comptes sociaux des différentes entités détenues par IDSUD Energies et par IDSUD Voyages. Les montants de dette financière²³ et de disponibilités ont été ajustés des éléments suivants :

- Dans le cas d'IDSUD Energies, nous avons ajusté le montant total de la dette financière de l'entités du compte courant IDSUD SA, totalement déprécié dans les comptes de cette dernière.
- Les provisions pour risques et les provisions pour charges reprises pour leur montant au bilan ;
- Les provisions pour engagements postérieurs à l'emploi repris à leur valeur bilancielle retraitées d'une estimation de l'économie d'impôt qu'elles génèreront ;
- Les actifs financiers au bilan retraités des dépôts et cautionnements, que nous considérons nécessaires à l'activité.

²³ Hors dette de loyer IFRS 16, cette charge ayant déjà été déduite des flux de trésorerie prévus dans le plan d'affaires.

8.3 Bêtas moyens des échantillons de comparables boursiers

Le coefficient bêta est l'un des paramètres principaux du MEDAF²⁴. Il permet le passage entre le risque systématique du marché, mesuré par la prime de risque, et le risque systématique de l'objet évalué. Pour les besoins de nos travaux nous avons mis en œuvre une approche usuelle en calculant les bêtas au 31 mars 2024 des comparables boursiers sur une période de trois ans, en retenant un lissage hebdomadaire et un indice de référence adapté au marché de cotation du comparable considéré.

Les bêtas ainsi calculés ont ensuite été ajustés pour tenir compte de l'effet du levier financier (qui augmente mécaniquement le bêta lorsqu'il est positif et le réduit lorsqu'il est négatif) avant de calculer le niveau moyen pour les sociétés composant l'échantillon de comparables boursier, pondéré par le coefficient de détermination associé à chaque bêta afin de limiter le biais introduit par une éventuelle décorrélation des variations de cours des sociétés considérées et celles de l'indice de référence.

8.3.1 Bêta IDSUD Energies (EPC)

Bêtas hors dette	Taux d'impôt marginal	$\beta^{(1)}$	R ²	Indice	Capi. en m€ ⁽¹⁾	V(Mino.) en m€ ⁽¹⁾	DFN (T) en m€ ⁽¹⁾	Levier (fonds propres) ⁽¹⁾⁽²⁾	β hors dette	
Canadian Solar Inc	27,0%	1,28	26,7%	USA SMALL CAP	1 998,7	297,1	2 090,4	91,1%	0,77	
Enphase Energy Inc	27,0%	1,52	25,8%	USA SMALL CAP	23 086,5	-	(215,5)	(0,9%)	1,53	
Enerside Energy SA	25,0%	n.s.	n.s.	n.s.	179,3	(0,0)	4,9	2,7%	n.s.	
Ferroamp AB (publ)	20,6%	1,34	9,9%	OMX STOCKHOLM SM	72,9	-	(5,2)	(7,2%)	1,44	
SMA Solar Technology AG	29,8%	1,20	17,9%	SDAX SHARE INDEX	1 983,7	-	(162,7)	(8,2%)	1,31	
Solaredge Technologies Inc	27,0%	1,58	27,8%	USA SMALL CAP	12 359,8	-	(176,5)	(1,4%)	1,60	
Shoals Technologies Group Inc	27,0%	1,64	23,4%	USA SMALL CAP	3 510,1	0,0	214,4	6,1%	1,57	
SPI Energy Co Ltd	27,0%	1,79	27,0%	USA SMALL CAP	62,7	3,7	104,3	157,3%	0,83	
Tigo Energy Inc	27,0%	n.s.	n.s.	n.s.	219,9	-	(4,7)	(2,2%)	n.s.	
Alfen NV	25,8%	1,63	20,3%	EURO STOXX	1 678,1	-	(14,1)	(0,8%)	1,64	
Energy SpA	27,9%	2,15	11,8%	EURO STOXX	131,9	-	5,5	4,2%	2,09	
Invinity Energy Systems PLC	25,0%	2,36	7,8%	FTSE ALL SHARE	90,9	-	(20,6)	(22,6%)	3,05	
Nhoa SA	25,8%	1,05	4,8%	EURO STOXX	241,7	6,9	(41,7)	(16,8%)	1,26	
Moyenne	26,3%	1,59	18,5%		3 508,9		136,8	15,5%	1,56	
Médiane	27,0%	1,58	20,3%		241,7		(5,2)	(0,9%)	1,53	
Moyenne pondérée par les R²	26,8%	1,58			5 663,8		243,8	31,0%	1,42	
(1) Calculé sur une période de 3 ans								Marge d'erreur à 95%	30,7 %	0,42
(2) DFN (ou T) ÷ [Capi. +V(Mino.)], où DFN : dette financière nette et T : trésorerie nette								Fourchette basse	(15,2)%	1,14
								Moyenne	15,5 %	1,56
								Fourchette haute	46,2 %	1,97

8.3.2 Bêta Kehua France

Bêtas hors dette	Taux d'impôt marginal	$\beta^{(1)}$	R ²	Indice	Capi. en m€ ⁽¹⁾	V(Mino.) en m€ ⁽¹⁾	DFN (T) en m€ ⁽¹⁾	Levier (fonds propres) ⁽¹⁾⁽²⁾	β hors dette	
Solar A/S	22,0%	1,42	39,7%	OMX COPENHAGEN A	507,0	2,2	46,9	9,2%	1,32	
Bergman & Beving AB	20,6%	1,18	31,3%	OMX STOCKHOLM 30	340,8	2,7	83,5	24,3%	0,99	
Thermador Groupe SA	25,8%	1,12	42,2%	EURO STOXX	807,2	0,1	11,6	1,4%	1,10	
Travis Perkins PLC	25,0%	1,20	41,3%	EURO STOXX	2 868,7	-	281,6	9,8%	1,11	
Addtech AB	20,6%	1,52	46,9%	OMX STOCKHOLM 30	4 281,9	29,6	267,9	6,2%	1,45	
Beijer Ref AB (publ)	20,6%	1,42	36,7%	OMX STOCKHOLM 30	5 658,2	9,9	431,9	7,6%	1,33	
Rexel SA	25,8%	1,42	49,2%	EURO STOXX	5 924,3	0,2	1 623,8	27,4%	1,18	
Hudson Technologies Inc	27,0%	1,09	13,6%	USA SMALL CAP	330,3	-	34,4	10,4%	1,02	
Applied Industrial Technologies I	27,0%	0,92	31,0%	S&P 500	4 383,8	-	406,0	9,3%	0,86	
Watsco Inc	27,0%	1,16	44,5%	S&P 500	11 736,6	326,0	(82,6)	(0,7%)	1,17	
Moyenne	24,1%	1,24	37,6%		3 683,9		310,5	10,5%	1,15	
Médiane	25,4%	1,19	40,5%		3 575,3		175,7	9,2%	1,14	
Moyenne pondérée par les R²	24,0%	1,27			4 107,8		356,6	10,4%	1,18	
(1) Calculé sur une période de 3 ans								Marge d'erreur à 95%	6,4 %	0,13
(2) DFN (ou T) ÷ [Capi. +V(Mino.)], où DFN : dette financière nette et T : trésorerie nette								Fourchette basse	4,1 %	1,03
								Moyenne	10,5 %	1,15
								Fourchette haute	16,9 %	1,28

²⁴ Modèle d'Equilibre Des Actifs Financiers

8.3.3 Bêta IDSUD Voyages

Bêtas hors dette	Taux d'impôt marginal	$\beta^{(1)}$	R ²	Indice	Capi. en m€ ⁽¹⁾	V(Mino.) en m€ ⁽¹⁾	DFN (T) en m€ ⁽¹⁾	Lever (fonds propres) ⁽¹⁾⁽²⁾	β hors dette
Global Business Travel Group Inc	27,0%	0,71	10,1%	S&P 500	1 977,6	570,0	652,4	25,6%	0,60
Corporate Travel Management Ltd	30,0%	1,59	25,4%	S&P/ASX 300	1 801,8	9,2	(74,2)	(4,1%)	1,66
Serko Ltd	28,0%	1,36	12,5%	NZX 50 INDEX	320,7	-	(58,7)	(18,3%)	1,66
Ten Lifestyle Group PLC	25,0%	1,18	9,2%	FTSE SMALLCAP	83,3	-	-	-	1,18
Expedia Group Inc	27,0%	1,44	47,4%	USA SMALL CAP	18 212,9	1 296,2	3 184,5	16,3%	1,29
Lastminute.com NV	20,6%	1,04	12,6%	EURO STOXX	342,0	0,5	-	-	1,04
On The Beach Group PLC	25,0%	2,19	20,3%	FTSE SMALLCAP	404,7	-	(75,4)	(18,6%)	2,70
Travelzoo	27,0%	1,13	14,5%	USA SMALL CAP	101,1	4,0	(6,7)	(6,3%)	1,21
Tripadvisor Inc	27,0%	1,23	30,1%	USA SMALL CAP	3 259,0	-	56,1	1,7%	1,22
Voyageurs du Monde SA	25,0%	0,76	15,7%	CAC SMALL	380,7	3,5	(13,7)	(3,6%)	0,79
Booking Holdings Inc	25,0%	1,13	44,4%	S&P 400 Mid Cap Ind	84 748,8	-	237,5	0,3%	1,13
Trip.com Group Ltd	16,5%	1,36	47,7%	HANG SENG INDEX	19 163,2	119,9	785,3	4,1%	1,31
Travel + Leisure Co	27,0%	1,20	48,0%	USA SMALL CAP	3 452,1	6,8	4 460,9	129,0%	0,62
eDreams ODIGEO SA	25,0%	1,67	34,6%	IBEX SMALL CAP	765,2	-	391,4	51,2%	1,21
Despegar.com Corp	27,0%	1,39	29,1%	USA SMALL CAP	570,0	1,5	-	-	1,39
Helloworld Travel Ltd	30,0%	1,30	11,3%	S&P/ASX 300	221,2	0,6	(18,4)	(8,3%)	1,41
AirTrip Corp	30,6%	1,00	6,6%	TOPIX (SMALL)	414,3	5,4	(33,1)	(7,9%)	1,08
Trivago NV	27,0%	1,03	15,0%	USA SMALL CAP	615,9	-	(321,2)	(52,2%)	2,16
Transat AT Inc	28,0%	1,09	10,1%	S&P/TSX 60	109,6	-	144,6	131,9%	0,56
Mondee Holdings Inc	27,0%	n.s.	n.s.	n.s.	443,7	-	14,5	3,3%	n.s.
Moyenne	26,2%	1,25	23,4%		6 869,4		466,3	12,2%	1,27
Médiane	27,0%	1,20	15,7%		506,9		-	-	1,21
Moyenne pondérée par les R²	25,5%	1,32			13 389,2		959,3	19,8%	1,26

(1) Calculé sur une période de 3 ans

(2) DFN (ou T) ÷ [Capi. +V(Mino.)], où DFN : dette financière nette et T : trésorerie nette

Marge d'erreur à 95%

Fourchette basse

Moyenne

Fourchette haute

21,0 %

(8,8)%

12,2 %

33,2 %

0,25

1,02

1,27

1,53

8.3.4 Bêta Change / Métaux précieux

Bêtas hors dette	Taux d'impôt marginal	$\beta^{(1)}$	R ²	Indice	Capi. en m€ ⁽¹⁾	V(Mino.) en m€ ⁽¹⁾	DFN (T) en m€ ⁽¹⁾	Lever (fonds propres) ⁽¹⁾⁽²⁾	β hors dette
Currency Exchange International C	28,0%	0,69	12,3 %	S&P 500	85,0	-	(64,5)	(75,9%)	2,85
Goldmoney Inc	28,0%	0,45	5,0 %	S&P/TSX SMALLCAP	101,4	(0,2)	(24,6)	(24,3%)	0,60
Ramsdens Holdings PLC	25,0%	0,85	11,8 %	FTSE SMALLCAP	71,3	-	(10,3)	(14,5%)	1,00
Argentex Group PLC	25,0%	1,19	8,7 %	FTSE SMALLCAP	127,9	-	(30,0)	(23,5%)	1,56
Western Union Co	27,0%	0,77	22,0 %	S&P 500	5 641,3	-	1 315,7	23,3%	0,66
Alpha Group International PLC	25,0%	1,67	39,7 %	EURO STOXX	917,3	0,2	(169,9)	(18,5%)	2,05
Equals Group PLC	25,0%	1,34	19,3 %	FTSE ALL SHARE	177,6	0,1	(8,2)	(4,6%)	1,40
Wise PLC	25,0%	1,47	18,3 %	EURO STOXX	7 980,5	-	(351,5)	(4,4%)	1,54
Moyenne	26,0%	1,05	17,1%		1 887,8		82,1	(17,8%)	1,46
Médiane	25,0%	1,02	15,3%		152,8		(27,3)	(16,5%)	1,47
Moyenne pondérée par les R²	25,7%	1,22			2 289,6		104,5	(13,3%)	1,56

(1) Calculé sur une période de 3 ans

(2) DFN (ou T) ÷ [Capi. +V(Mino.)], où DFN : dette financière nette et T : trésorerie nette

Marge d'erreur à 95%

Fourchette basse

Moyenne

Fourchette haute

23,5 %

(41,3)%

(17,8)%

5,6 %

0,62

0,83

1,46

2,08

8.4 Taux d'actualisation par activité

8.4.1 Taux d'actualisation IDSUD Energies (activité EPC)

Appréciation du taux d'actualisation	28-mars-24					
	Référence / Calcul	Marché	Secteur	IDSUD Energies (EPC)		
				f.basse	Val.centrale	f.haute
Estimation du bêta anticipé :						
Bêta de l'actif économique	β_u	0.87	1.42	1.14	1.42	1.97
Levier en fonds propres	$L_e = DN / VFP$	20.1 %	19.1 %	19.1 %	19.1 %	19.1 %
Taux d'impôt sur les sociétés	T_{IS}	25.0 %	25.0 %	25.0 %	25.0 %	25.0 %
Bêta avec levier	β_L	1.00	1.63	1.30	1.63	2.25
TRI implicite <i>ex-ante</i> du marché	TRI_M	9.0 %	9.0 %	9.0 %	9.0 %	9.0 %
Taux sans risque (10 ans)	R_f	2.5 %	2.5 %	2.5 %	2.5 %	2.5 %
Prime de risque actions	$\Pi_E = TRI_M - R_f$	6.4 %	6.4 %	6.4 %	6.4 %	6.4 %
dont prime de biais optimiste large caps	Π_O	2.1 %	2.1 %	2.1 %	2.1 %	2.1 %
dont prime de risque de défaut large caps	Π_D	0.8 %	0.8 %	0.8 %	0.8 %	0.8 %
dont prime AAA	Π_{AAA}	(0.1)%	(0.1)%	(0.1)%	(0.1)%	(0.1)%
Sous-total biais large caps + prime AAA	$\Pi_{LC} = \Pi_O + \Pi_D + \Pi_{AAA}$	2.9 %	2.9 %	2.9 %	2.9 %	2.9 %
Prime MEDAF résultante	$\Pi_R = \Pi_E - \Pi_{LC}$	3.5 %	3.5 %	3.5 %	3.5 %	3.5 %
Prime MEDAF affectée du bêta	$\Pi_R \times \beta_L$	3.5 %	5.7 %	4.6 %	5.7 %	7.9 %
Prime de taille observée	A	-	1.6 %	5.5 %	5.5 %	5.5 %
Biais de prévision small cap	B	-	4.5 %	1.8 %	1.8 %	1.8 %
Prime résiduelle de taille	$\Pi_T = A + B$	-	6.1 %	7.3 %	7.3 %	7.3 %
Prime de risque pays	Π_P	-	-	-	-	-
Coût des fonds propres	$k_e = R_f + \Pi_R \times \beta_L + \Pi_{LC} + \Pi_T + \Pi_P$	9.0 %	17.3 %	17.3 %	18.4 %	20.6 %
Taux sans risque	R_f	2.4 %	2.4 %	2.4 %	2.4 %	2.4 %
Spread de crédit	S_C	1.0 %	5.6 %	5.7 %	5.7 %	5.7 %
Prime de risque pays	Π_P	-	-	-	-	-
Coût de la dette avant IS : kd	$k_d = R_f + S_C + \Pi_P$	3.5 %	8.0 %	8.2 %	8.2 %	8.2 %
Charge d'intérêt après IS	$K_{dIS} = K_d \times (1 - T_{IS})$	2.6 %	6.0 %	6.1 %	6.1 %	6.1 %
Levier cible en valeur d'entreprise	$L_{VE} = DN / (DN + VFP)$	16.7 %	16.0 %	16.0 %	16.0 %	16.0 %
Coût moyen pondéré du capital	$CMPC = L_{VE} \times K_{dIS} + (1 - L_{VE}) \times K_e$	7.9 %	15.5 %	15.5 %	16.5 %	18.3 %
Inflation cible EUR	i_ϵ	1.9 %	1.9 %	1.9 %	1.9 %	1.9 %
Inflation cible locale	i_p	1.7 %	1.7 %	1.7 %	1.7 %	1.7 %
Coût moyen pondéré du capital ajusté	$CMPC = (1 + CMPC_\epsilon) \times (1 + i_p) / (1 + i_\epsilon) - 1$	7.7 %	15.2 %	15.3 %	16.2 %	18.1 %

8.4.2 Taux d'actualisation Kehua France

Appréciation du taux d'actualisation	28-mars-24					
	Référence / Calcul	Marché	Secteur	Kehua France		
				f.basse	Val.centrale	f.haute
Estimation du bêta anticipé :						
Bêta de l'actif économique	β_u	0.87	1.18	1.03	1.18	1.28
Levier en fonds propres	$L_e = DN / VFP$	20.1 %	11.0 %	11.0 %	11.0 %	11.0 %
Taux d'impôt sur les sociétés	T_{IS}	25.0 %	25.0 %	25.0 %	25.0 %	25.0 %
Bêta avec levier	β_L	1.00	1.28	1.11	1.28	1.39
TRI implicite <i>ex-ante</i> du marché	TRI_M	9.0 %				
Taux sans risque (10 ans)	R_f	2.5 %	2.5 %	2.5 %	2.5 %	2.5 %
Prime de risque actions	$\Pi_E = TRI_M - R_f$	6.4 %				
dont prime de biais optimiste large caps	Π_O	2.1 %	2.1 %	2.1 %	2.1 %	2.1 %
dont prime de risque de défaut large caps	Π_D	0.8 %	0.8 %	0.8 %	0.8 %	0.8 %
dont prime AAA	Π_{AAA}	(0.1)%	(0.1)%	(0.1)%	(0.1)%	(0.1)%
Sous-total biais large caps + prime AAA	$\Pi_{LC} = \Pi_O + \Pi_D + \Pi_{AAA}$	2.9 %				
Prime MEDAF résultante	$\Pi_R = \Pi_E - \Pi_{LC}$	3.5 %				
Prime MEDAF affectée du bêta	$\Pi_R \times \beta_L$	3.5 %	4.5 %	3.9 %	4.5 %	4.9 %
Prime de taille observée	A	-	1.2 %	5.5 %	5.5 %	5.5 %
Biais de prévision small cap	B	-	(0,7)%	-	-	-
Prime résiduelle de taille	$\Pi_T = A + B$	-	0.5 %	5.5 %	5.5 %	5.5 %
Prime de risque pays	Π_P	-	-	-	-	-
Coût des fonds propres	$k_e = R_f + \Pi_R \times \beta_L + \Pi_{LC} + \Pi_T + \Pi_P$	9.0 %	10,4 %	14,9 %	15,4 %	15,8 %
Taux sans risque	R_f	2,4 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %
Spread de crédit	S_C	1,0 %	1,6 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %
Prime de risque pays	Π_P	-	-	-	-	-
Coût de la dette avant IS : kd	$k_d = R_f + S_C + \Pi_P$	3,5 %	4,0 %	5,4 %	5,4 %	5,4 %
Charge d'intérêt après IS	$K_{dIS} = K_d \times (1 - T_{IS})$	2,6 %	3,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Levier cible en valeur d'entreprise	$L_{VE} = DN / (DN + VFP)$	16,7 %	9,9 %	9,9 %	9,9 %	9,9 %
Coût moyen pondéré du capital	$CMPC = L_{VE} \times K_{dIS} + (1 - L_{VE}) \times K_e$	7,9 %	9,7 %	13,8 %	14,3 %	14,7 %
Inflation cible EUR	i_ϵ	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
Inflation cible France	i_p	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
Coût moyen pondéré du capital ajusté	$CMPC = (1 + CMPC_\epsilon) \times (1 + i_p) / (1 + i_\epsilon) - 1$	7,7 %	9,4 %	13,5 %	14,1 %	14,4 %

8.4.3 Taux d'actualisation IDSUD Voyages (France)

Appréciation du taux d'actualisation	28-mars-24					
	Référence / Calcul	Marché	Secteur	IDSUD Voyages		
				f.basse	Val.centrale	f.haute
Estimation du bêta anticipé :						
Bêta de l'actif économique	β_u	0,87	1,26	1,02	1,26	1,53
Levier en fonds propres	$L_e = DN / VFP$	20,1 %	(4,4)%	-	-	-
Taux d'impôt sur les sociétés	T_{IS}	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %
Bêta avec levier	β_l	1,00	1,22	1,02	1,26	1,53
TRI implicite <i>ex-ante</i> du marché	TRI_M	9,0 %				
Taux sans risque (10 ans)	R_f	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Prime de risque actions	$\Pi_E = TRI_M - R_f$	6,4 %				
dont prime de biais optimiste large caps	Π_O	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %
dont prime de risque de défaut large caps	Π_D	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %
dont prime AAA	Π_{AAA}	(0,1)%	(0,1)%	(0,1)%	(0,1)%	(0,1)%
Sous-total biais large caps + prime AAA	$\Pi_{LC} = \Pi_O + \Pi_D + \Pi_{AAA}$	2,9 %				
Prime MEDAF résultante	$\Pi_R = \Pi_E - \Pi_{LC}$	3,5 %				
Prime MEDAF affectée du bêta	$\Pi_R \times \beta_l$	3,5 %	4,3 %	3,6 %	4,4 %	5,4 %
Prime de taille observée	A	-	0,6 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %
Biais de prévision small cap	B	-	0,3 %	(0,4)%	(0,4)%	(0,4)%
Prime résiduelle de taille	$\Pi_T = A + B$	-	0,9 %	5,1 %	5,1 %	5,1 %
Prime de risque pays	Π_P	-	-	-	-	-
Coût des fonds propres	$k_e = R_f + \Pi_R \times \beta_l + \Pi_{LC} + \Pi_T + \Pi_P$	9,0 %	10,6 %	14,2 %	15,0 %	15,9 %
Taux sans risque	R_f	2,4 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %
Spread de crédit	S_C	1,0 %	2,5 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %
Prime de risque pays	Π_P	-	-	-	-	-
Coût de la dette avant IS : k_d	$k_d = R_f + S_C + \Pi_P$	3,5 %	4,9 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Charge d'intérêt après IS	$k_{dIS} = k_d \times (1 - T_{IS})$	2,6 %	3,7 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %
Levier cible en valeur d'entreprise	$L_{VE} = DN / (DN + VFP)$	16,7 %	(4,6)%	-	-	-
Coût moyen pondéré du capital	$CMPC = L_{VE} \times k_{dIS} + (1 - L_{VE}) \times k_e$	7,9 %	10,6 %	14,2 %	15,0 %	15,9 %
Inflation cible EUR	i_ϵ	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
Inflation cible locale	i_p	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
Coût moyen pondéré du capital ajusté	$CMPC = (1 + CMPC_\epsilon) \times (1 + i_p) / (1 + i_\epsilon) - 1$	7,7 %	10,4 %	13,9 %	14,7 %	15,7 %

8.4.4 Taux d'actualisation Globid – T4EX (USA)

Appréciation du taux d'actualisation	28-mars-24					
	Référence / Calcul	Marché	Secteur	T4EX		
				f.basse	Val.centrale	f.haute
Estimation du bêta anticipé :						
Bêta de l'actif économique	β_u	0,90	1,26	1,02	1,26	1,53
Levier en fonds propres	$L_e = DN / VFP$	14,8 %	(4,4)%	-	-	-
Taux d'impôt sur les sociétés	T_{IS}	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %
Bêta avec levier	β_l	1,00	1,22	1,02	1,26	1,53
TRI implicite <i>ex-ante</i> du marché	TRI_M	7,9 %				
Taux sans risque (10 ans)	R_f	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %
Prime de risque actions	$\Pi_E = TRI_M - R_f$	3,7 %				
dont prime de biais optimiste large caps	Π_O	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
dont prime de risque de défaut large caps	Π_D	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
dont prime AAA	Π_{AAA}	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Sous-total biais large caps + prime AAA	$\Pi_{LC} = \Pi_O + \Pi_D + \Pi_{AAA}$	3,2 %				
Prime MEDAF résultante	$\Pi_R = \Pi_E - \Pi_{LC}$	0,5 %				
Prime MEDAF affectée du bêta	$\Pi_R \times \beta_l$	0,5 %	0,6 %	0,5 %	0,7 %	0,8 %
Prime de taille observée	A	-	0,7 %	7,7 %	7,7 %	7,7 %
Biais de prévision small cap	B	-	1,2 %	(2,4)%	(2,4)%	(2,4)%
Prime résiduelle de taille	$\Pi_T = A + B$	-	1,9 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %
Prime de risque pays	Π_P	-	-	-	-	-
Coût des fonds propres	$k_e = R_f + \Pi_R \times \beta_l + \Pi_{LC} + \Pi_T + \Pi_P$	7,9 %	9,8 %	13,2 %	13,3 %	13,4 %
Taux sans risque	R_f	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %
Spread de crédit	S_C	0,9 %	2,2 %	2,7 %	2,7 %	2,7 %
Prime de risque pays	Π_P	-	-	-	-	-
Coût de la dette avant IS : k_d	$k_d = R_f + S_C + \Pi_P$	5,1 %	6,3 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %
Charge d'intérêt après IS	$k_{dIS} = k_d \times (1 - T_{IS})$	3,7 %	4,6 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Levier cible en valeur d'entreprise	$L_{VE} = DN / (DN + VFP)$	12,9 %	(4,6)%	-	-	-
Coût moyen pondéré du capital	$CMPC = L_{VE} \times k_{dIS} + (1 - L_{VE}) \times k_e$	7,3 %	9,8 %	13,2 %	13,3 %	13,4 %
Inflation cible USD	i_ϵ	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %
Inflation cible USD	i_p	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %
Coût moyen pondéré du capital ajusté	$CMPC = (1 + CMPC_\epsilon) \times (1 + i_p) / (1 + i_\epsilon) - 1$	7,3 %	9,8 %	13,2 %	13,3 %	13,4 %

8.4.5 Taux d'actualisation Change / Métaux précieux

Appréciation du taux d'actualisation	28-mars-24					
	Référence / Calcul	Marché	Secteur	Change/Métaux précieux		
				f.basse	Val.centrale	f.haute
Estimation du bêta anticipé :						
Bêta de l'actif économique	β_u	0,87	1,56	0,83	1,56	2,08
Levier en fonds propres	$L_e = DN / VFP$	20,1 %	(20,9)%	-	-	-
Taux d'impôt sur les sociétés	T_{IS}	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %
Bêta avec levier	β_L	1,00	1,32	0,83	1,56	2,08
TRI implicite ex-ante du marché	TRI_M	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %
Taux sans risque (10 ans)	R_f	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Prime de risque actions	$\Pi_E = TRI_M - R_f$	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %
dont prime de biais optimiste large caps	Π_O	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %	2,1 %
dont prime de risque de défaut large caps	Π_D	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %
dont prime AAA	Π_{AAA}	(0,1)%	(0,1)%	(0,1)%	(0,1)%	(0,1)%
Sous-total biais large caps + prime AAA	$\Pi_{LC} = \Pi_O + \Pi_D + \Pi_{AAA}$	2,9 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %
Prime MEDAF résultante	$\Pi_R = \Pi_E - \Pi_{LC}$	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %
Prime MEDAF affectée du bêta	$\Pi_R \times \beta_L$	3,5 %	4,6 %	2,9 %	5,5 %	7,3 %
Prime de taille observée	A	-	1,7 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %
Biais de prévision small cap	B	-	(0,5)%	(0,8)%	(0,8)%	(0,8)%
Prime résiduelle de taille	$\Pi_T = A + B$	-	1,2 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %
Prime de risque pays	Π_P	-	-	-	-	-
Coût des fonds propres	$k_e = R_f + \Pi_R \times \beta_L + \Pi_{LC} + \Pi_T + \Pi_P$	9,0 %	11,3 %	13,1 %	15,7 %	17,5 %
Taux sans risque	R_f	2,4 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %
Spread de crédit	S_C	1,0 %	2,3 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %
Prime de risque pays	Π_P	-	-	-	-	-
Coût de la dette avant IS : kd	$k_d = R_f + S_C + \Pi_P$	3,5 %	4,8 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %
Charge d'intérêt après IS	$k_{dIS} = k_d \times (1 - T_{IS})$	2,6 %	3,6 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %
Levier cible en valeur d'entreprise	$L_{VE} = DN / (DN + VFP)$	16,7 %	(26,5)%	-	-	-
Coût moyen pondéré du capital	$CMPC = L_{VE} \times k_{dIS} + (1 - L_{VE}) \times k_e$	7,9 %	11,3 %	13,1 %	15,7 %	17,5 %
Inflation cible EUR	i_ϵ	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
Inflation cible France	i_p	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
Coût moyen pondéré du capital ajusté	$CMPC = (1 + CMPC_\epsilon) \times (1 + i_p) / (1 + i_\epsilon) - 1$	7,7 %	11,1 %	12,9 %	15,5 %	17,3 %

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

- **TRI implicite du marché** : rendement implicite ex-ante observé sur un échantillon de 1 164 sociétés cotées de la zone euro au 31 août 2023 (lissage 3 mois, source : Fairness Finance) qui permet d'égaliser la somme actualisée des prévisions de flux de trésorerie libres avec la capitalisation boursière.
- **Taux sans risque** : rendement des emprunts à 10 ans des états de la zone euro notés AA et mieux et pondéré par leurs poids dans le PIB, meilleure estimation selon nous du rendement sans risque sur l'horizon d'investissement d'un investisseur actions ;
- **Prime de risque action** : écart entre le TRI implicite du marché et le taux sans risque.
- **Prime AAA** : écart de rendement observé à date entre les emprunts d'Etats et les obligation *corporate* AAA émises en euros. Cet écart de rendement est une composante de la prime de risque action correspondant à la différence entre un placement sans risque souverain et un placement sans risque *corporate*, sur laquelle ne s'applique pas le bêta.
- **Biais de prévision large cap** : somme de la prime de risque de défaut et de la prime de risque pour biais d'optimisme intégrées dans la prime de risque action pour le marché dans son ensemble et donc pour les large cap, sur lesquelles le bêta ne s'applique pas (estimation Fairness Finance²⁵).
- **Prime de risque MEDAF** : pure prime de risque résiduelle au sens MEDAF, sur laquelle s'applique le coefficient bêta.
- **Fourchettes de bêtas de l'actif économique (désendetté) retenues** : cf. annexe 8.3.

²⁵ Cf. modèle Fairness Finance Advanced, détaillé sur fairness-finance.com qui présente la bibliographie associée.

- **Prime résiduelle de taille** : Surcroît de rendement²⁶ exigé par les investisseurs en actions à date pour les sociétés de la taille d'IDSUD, ajusté des éléments suivants :
 - la méthodologie d'appréciation des primes de taille Fairness Finance neutralise le bêta²⁷ de chacun des sous-segments de marché permettant la régression du surcroît de rendement demandé par les investisseurs en fonction de la taille ;
 - correction des biais de prévisions small cap en retraitant le risque de défaut lié à la notation moyenne des small cap pour la remplacer par celle estimée par le modèle Fairness Finance pour un risque crédit BB+²⁸.
- **Coût de la dette avant IS** : coût de la dette au 28 mars 2024 issu du modèle Fairness Finance pour une société notée BB+ et une maturité de 5 ans.
- **Levier cible** : Levier moyen exprimé en valeur d'entreprise (dette financière nette sur valeur d'entreprise) des échantillons de comparables boursiers, considérés une bonne estimation de structure financière optimale cible applicable à chacun des secteurs considérés.

8.5 Prévisions macroéconomiques

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

²⁶ Issu des calculs Fairness Finance sur l'échantillon zone euro, soit de la régression mensuelle des TRI moyens du marché considéré, découpé en quantiles de taille (cf. fiche technique Fairness Finance n°4).

²⁷ Bêta mensuel calculé sur une période de trois ans régressant les variations de l'indice constitué par le quantile de taille par rapport à l'indice constitué par l'échantillon utilisé pour le calcul de la prime de risque.

²⁸ Déduit des conditions de financement octroyées à la société par la banque Hottinguer.

8.6 Décote de holding

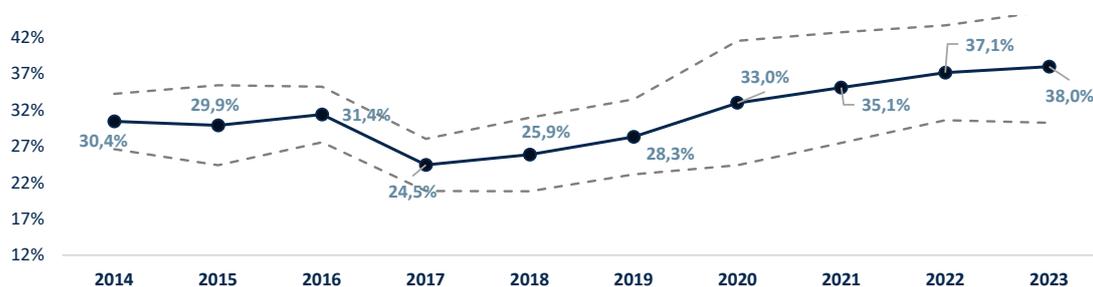
8.6.1 Echantillon de référence et données à date

Société	Pays	Dernier ANR connu par action	Date de calcul de l'ANR	Cours de bourse retenu*	Décote observée
Altamir	France	35,6	31/12/2023	23,8	(33,2)%
Altur Investissement	France	11,3	31/12/2023	10,9	(3,4)%
Bois Sauvage	Belgique	541,9	31/12/2023	277,2	(48,9)%
Brederode	Belgique	126,8	30/06/2023	101,4	(20,0)%
Burelle	France	830,0	31/12/2023	402,4	(51,5)%
Compagnie Lebon	France	226,1	31/12/2023	92,5	(59,1)%
Eurazeo	France	107,4	31/12/2023	71,0	(33,9)%
Exor	Italie	150,2	30/06/2023	61,7	(58,9)%
Peugeot Invest	France	238,7	31/12/2023	101,5	(57,5)%
GBL	Belgique	113,6	31/12/2023	72,3	(36,4)%
HBM Healthcare Investments	Suisse	225,0	31/12/2023	173,8	(22,7)%
IDI	France	97,7	30/06/2023	60,4	(38,2)%
KBC Ancora	Belgique	61,5	30/06/2023	41,0	(33,4)%
Luxempart	Luxembourg	110,7	31/12/2023	74,2	(33,0)%
Quest for Growth	Belgique	7,5	31/12/2023	5,0	(33,2)%
Solvac	Belgique	179,2	31/12/2023	121,4	(32,3)%
Wendel	France	160,2	31/12/2023	80,1	(50,0)%
Moyenne des décotes observées					(38,0)%
Médiane des décotes observées					(33,9)%
Ecart-type des décotes observées					15,0%
Nombre d'observations					17
Marge d'erreur au seuil de 95%					7,7%

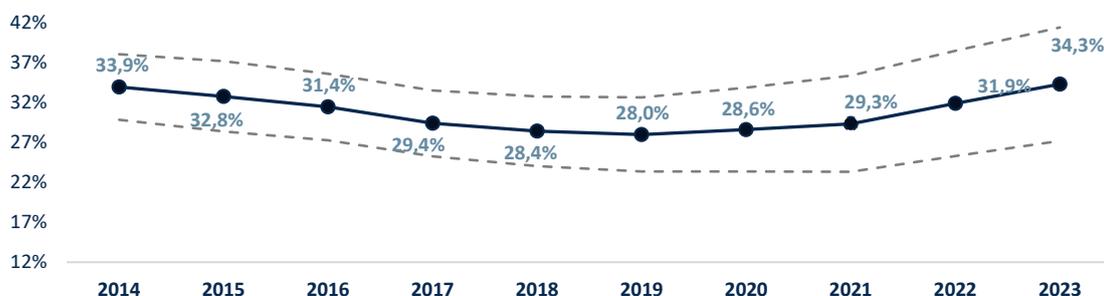
* Moyenne 20 jours à la date de calcul de l'ANR

8.6.2 Evolution historique de la décote moyenne

Evolution de la décote de holding moyenne et de son intervalle de confiance statistique à 95% entre 2014 et 2023



Evolution de la décote de holding moyenne lissée sur 5 ans et de son intervalle de confiance statistique à 95% entre 2014 et 2023



8.7 Capitalisation des coûts de holding

8.7.1 Taux de capitalisation

Appréciation du taux d'actualisation	28-mars-24		
	Référence / Calcul	Marché	Holding
Estimation du bêta anticipé :			
Bêta de l'actif économique	β_u	0,87	1,18
Levier en fonds propres	$L_e = DN / VFP$	20,1 %	-
Taux d'impôt sur les sociétés	T_{IS}	25,0 %	25,0 %
Bêta avec levier	β_L	1,00	1,18
TRI implicite <i>ex-ante</i> du marché	TRI_M	9,0 %	9,0 %
Taux sans risque (10 ans)	R_f	2,5 %	2,5 %
Prime de risque actions	$\Pi_E = TRI_M - R_f$	6,4 %	6,4 %
dont prime de biais optimiste large caps	Π_O	2,1 %	2,1 %
dont prime de risque de défaut large caps	Π_D	0,8 %	0,8 %
dont prime AAA	Π_{AAA}	(0,1)%	(0,1)%
Sous-total biais large caps + prime AAA	$\Pi_{LC} = \Pi_O + \Pi_D + \Pi_{AAA}$	2,9 %	2,9 %
Prime MEDAF résultante	$\Pi_R = \Pi_E - \Pi_{LC}$	3,5 %	3,5 %
Prime MEDAF affectée du bêta	$\Pi_R \times \beta_L$	3,5 %	4,2 %
Prime de taille observée	A	-	1,0 %
Biais de prévision small cap	B	-	(1,9)%
Prime résiduelle de taille	$\Pi_T = A + B$	-	(0,9)%
Prime de risque pays	Π_P	-	-
Coût des fonds propres	$k_e = R_f + \Pi_R \times \beta_L + \Pi_{LC} + \Pi_T + \Pi_P$	9,0 %	8,7 %
Taux sans risque	R_f	2,4 %	2,4 %
Spread de crédit	S_C	1,0 %	1,5 %
Prime de risque pays	Π_P	-	-
Coût de la dette avant IS : kd	$k_d = R_f + S_C + \Pi_P$	3,5 %	3,9 %
Charge d'intérêt après IS	$K_{GIS} = K_d \times (1 - T_{IS})$	2,6 %	2,9 %
Levier cible en valeur d'entreprise	$L_{VE} = DN / (DN + VFP)$	16,7 %	-
Coût moyen pondéré du capital	$CMPC = L_{VE} \times K_{GIS} + (1 - L_{VE}) \times K_e$	7,9 %	8,7 %

8.7.2 Coûts de holding normatifs capitalisés

Frais de holding Capitalisation k€	2021	2022	2023	Moyenne 2021-2023
	Comptes	Comptes	Comptes	
Résultat d'exploitation	(2 188)	(2 220)	(2 328)	(2 245)
Annulation Dot/Repr. de prov.	15	1	-	
Annulation REX Change/Métaux précieux	6	(173)	(274)	
Réintégration d'une charge de loyer	(105)	(111)	(113)	
Frais de déplacement	-	-	68	
Honoraires des conseils	-	28	130	
Honoraires de commissariat aux comptes	59	59	-	
Rémunération audit exceptionnel	32	96	-	
Ajustement des frais non récurrents	91	183	198	
Pertes d'exploitation de la holding	(2 181)	(2 320)	(2 517)	(2 339)
Inflation	5,9 %	5,7 %	2,4 %	
Pertes d'exploitation corrigées de l'inflation	(2 309)	(2 451)	(2 578)	(2 446)
Pertes capitalisées				(35 502)

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

8.8.1 IDSUD Energies

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

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

8.8.2 Kehua France

Société	Description	Agrégats												
	Solar A/S distribue des composants électriques, de chauffage, de plomberie et de ventilation. Elle propose des éclairages, des chaudières et des radiateurs, des chauffe-eau, des pompes à chaleur, des interrupteurs et des prises de courant, des boutons de détection et des boutons-poussoirs, des ventilateurs et des unités de traitement de l'air, des unités de chauffage solaire, des systèmes d'alarme incendie, des contacteurs et des câbles pour les secteurs de la construction, de la marine et de l'offshore, et des télécommunications. Les produits sont distribués par l'intermédiaire d'un réseau	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière</td><td>288,1 m€</td></tr> <tr><td>CA 2023</td><td>1 748,6 m€</td></tr> <tr><td>% EBITDA 2023</td><td>5,5%</td></tr> <tr><td>% EBIT 2023</td><td>4,2%</td></tr> <tr><td>VE/EBITDA 2023</td><td>4,5x</td></tr> <tr><td>VE/EBIT 2023</td><td>4,1x</td></tr> </table>	Capitalisation boursière	288,1 m€	CA 2023	1 748,6 m€	% EBITDA 2023	5,5%	% EBIT 2023	4,2%	VE/EBITDA 2023	4,5x	VE/EBIT 2023	4,1x
Capitalisation boursière	288,1 m€													
CA 2023	1 748,6 m€													
% EBITDA 2023	5,5%													
% EBIT 2023	4,2%													
VE/EBITDA 2023	4,5x													
VE/EBIT 2023	4,1x													
	Helloworld Travel Limited est une société de distribution de voyages. Elle est engagée dans la vente de produits et de services de voyage internationaux et nationaux, dans l'exploitation de réseaux de distribution au détail d'agents de voyage et dans des opérations de fret spécialisées. Ses secteurs d'activité comprennent les opérations de voyage et le transport, la logistique et l'entreposage. La société propose des réseaux de vente au détail de voyages d'agrément et de voyages d'affaires, des réseaux de courtiers en voyages, des services de gestion des destinations (entrantes) etc..	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière</td><td>479,0 m€</td></tr> <tr><td>CA 2023</td><td>426,2 m€</td></tr> <tr><td>% EBITDA 2023</td><td>10,3%</td></tr> <tr><td>% EBIT 2023</td><td>8,0%</td></tr> <tr><td>VE/EBITDA 2023</td><td>13,6x</td></tr> <tr><td>VE/EBIT 2023</td><td>17,5x</td></tr> </table>	Capitalisation boursière	479,0 m€	CA 2023	426,2 m€	% EBITDA 2023	10,3%	% EBIT 2023	8,0%	VE/EBITDA 2023	13,6x	VE/EBIT 2023	17,5x
Capitalisation boursière	479,0 m€													
CA 2023	426,2 m€													
% EBITDA 2023	10,3%													
% EBIT 2023	8,0%													
VE/EBITDA 2023	13,6x													
VE/EBIT 2023	17,5x													
	Thermador Groupe SA distribue des équipements de plomberie spécialisés (robinets, les pompes et les équipements de chauffage). Elle opère à travers un certain nombre de filiales : Sferaco, engagée dans la construction de robinets et de raccords industriels ; Sectoriel, fabrique des motorisations pour robinets ; Jetly produit des pompes domestiques et des accessoires ainsi que des stations de relevage ; Thermador distribue des composants de circuits de chauffage central et d'eau chaude sanitaire etc...	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière</td><td>815,4 m€</td></tr> <tr><td>CA 2023</td><td>589,4 m€</td></tr> <tr><td>% EBITDA 2023</td><td>15,2%</td></tr> <tr><td>% EBIT 2023</td><td>13,7%</td></tr> <tr><td>VE/EBITDA 2023</td><td>8,7x</td></tr> <tr><td>VE/EBIT 2023</td><td>9,7x</td></tr> </table>	Capitalisation boursière	815,4 m€	CA 2023	589,4 m€	% EBITDA 2023	15,2%	% EBIT 2023	13,7%	VE/EBITDA 2023	8,7x	VE/EBIT 2023	9,7x
Capitalisation boursière	815,4 m€													
CA 2023	589,4 m€													
% EBITDA 2023	15,2%													
% EBIT 2023	13,7%													
VE/EBITDA 2023	8,7x													
VE/EBIT 2023	9,7x													
	Travis Perkins plc est un distributeur de matériaux de construction. Les segments de la société comprennent le négoce et les stations-service. Son segment Merchandising comprend des marques telles que Travis Perkins, BSS, Keyline et CCF. La marque Travis Perkins est un marchand général qui propose des produits lourds. La marque BSS fournit des solutions de chauffage et de refroidissement commerciales et industrielles aux entrepreneurs. La marque Keyline aide les constructeurs de maisons, les entreprises de travaux publics et les entrepreneurs d'infrastructures à construire et à réaménager des installations.	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière</td><td>1 816,0 m€</td></tr> <tr><td>CA 2023</td><td>5 689,7 m€</td></tr> <tr><td>% EBITDA 2023</td><td>5,0%</td></tr> <tr><td>% EBIT 2023</td><td>3,2%</td></tr> <tr><td>VE/EBITDA 2023</td><td>7,6x</td></tr> <tr><td>VE/EBIT 2023</td><td>11,9x</td></tr> </table>	Capitalisation boursière	1 816,0 m€	CA 2023	5 689,7 m€	% EBITDA 2023	5,0%	% EBIT 2023	3,2%	VE/EBITDA 2023	7,6x	VE/EBIT 2023	11,9x
Capitalisation boursière	1 816,0 m€													
CA 2023	5 689,7 m€													
% EBITDA 2023	5,0%													
% EBIT 2023	3,2%													
VE/EBITDA 2023	7,6x													
VE/EBIT 2023	11,9x													
	Addtech AB est une société commerciale de technologie fournit des composants et des systèmes aux entreprises industrielles et au secteur des services. Elle est organisée en quatre grands domaines d'activité : Addtech Components concerne des composants techniques et des sous-systèmes utilisés en mécanique, en électromécanique, en électronique et en hydraulique; Addtech Energy commercialise et vend des solutions de batteries, des produits de distribution d'énergie et des produits de sécurité électrique, ainsi que des équipements pour la fabrication de faisceaux de câbles de Dafine Engineering Oy; Addtech Industrial Solutions vend des produits en matériaux polymères, des moteurs électriques et des transmissions.	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière</td><td>5 537,5 m€</td></tr> <tr><td>CA 2023</td><td>1 800,5 m€</td></tr> <tr><td>% EBITDA 2023</td><td>15,8%</td></tr> <tr><td>% EBIT 2023</td><td>11,9%</td></tr> <tr><td>VE/EBITDA 2023</td><td>21,7x</td></tr> <tr><td>VE/EBIT 2023</td><td>28,7x</td></tr> </table>	Capitalisation boursière	5 537,5 m€	CA 2023	1 800,5 m€	% EBITDA 2023	15,8%	% EBIT 2023	11,9%	VE/EBITDA 2023	21,7x	VE/EBIT 2023	28,7x
Capitalisation boursière	5 537,5 m€													
CA 2023	1 800,5 m€													
% EBITDA 2023	15,8%													
% EBIT 2023	11,9%													
VE/EBITDA 2023	21,7x													
VE/EBIT 2023	28,7x													
	Beijer Ref publ AB est une entreprise technologique active dans les domaines de la réfrigération et de la climatisation. Son portefeuille de produits comprend également des produits de refroidissement de confort et des opérations connexes, telles que des pompes à chaleur, en plus de l'offre standard. La société propose des produits de réfrigération commerciale, qui sont installés dans les supermarchés, les restaurants et les magasins d'alimentation ; des produits de refroidissement de confort, qui comprennent une gamme de produits de chauffage et de climatisation pour un usage commercial et domestique, ainsi que des produits destinés au secteur de la réfrigération industrielle.	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière</td><td>6 685,3 m€</td></tr> <tr><td>CA 2023</td><td>2 861,5 m€</td></tr> <tr><td>% EBITDA 2023</td><td>10,8%</td></tr> <tr><td>% EBIT 2023</td><td>9,7%</td></tr> <tr><td>VE/EBITDA 2023</td><td>22,2x</td></tr> <tr><td>VE/EBIT 2023</td><td>24,7x</td></tr> </table>	Capitalisation boursière	6 685,3 m€	CA 2023	2 861,5 m€	% EBITDA 2023	10,8%	% EBIT 2023	9,7%	VE/EBITDA 2023	22,2x	VE/EBIT 2023	24,7x
Capitalisation boursière	6 685,3 m€													
CA 2023	2 861,5 m€													
% EBITDA 2023	10,8%													
% EBIT 2023	9,7%													
VE/EBITDA 2023	22,2x													
VE/EBIT 2023	24,7x													
	Rexel SA se consacre à la distribution de pièces et fournitures électriques aux professionnels. Elle propose des produits et solutions électriques aux professionnels pour le bâtiment et pour les infrastructures résidentielles, industrielles et tertiaires, à travers ses points de vente. Elle dessert principalement trois marchés : tertiaire, industriel et résidentiel. La gamme de produits de la Société comprend des équipements d'installation électrique, des systèmes de conversion et de stockage d'énergie, des conduits et des câbles, de l'éclairage, de la sécurité et de la communication, de la climatisation, des outils manuels et électriques, des instruments de mesure, des équipements de protection et des produits blancs et marron.	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière</td><td>7 554,2 m€</td></tr> <tr><td>CA 2023</td><td>1 000,0 m€</td></tr> <tr><td>% EBITDA 2023</td><td>7,0%</td></tr> <tr><td>% EBIT 2023</td><td>6,3%</td></tr> <tr><td>VE/EBITDA 2023</td><td>6,9x</td></tr> <tr><td>VE/EBIT 2023</td><td>7,7x</td></tr> </table>	Capitalisation boursière	7 554,2 m€	CA 2023	1 000,0 m€	% EBITDA 2023	7,0%	% EBIT 2023	6,3%	VE/EBITDA 2023	6,9x	VE/EBIT 2023	7,7x
Capitalisation boursière	7 554,2 m€													
CA 2023	1 000,0 m€													
% EBITDA 2023	7,0%													
% EBIT 2023	6,3%													
VE/EBITDA 2023	6,9x													
VE/EBIT 2023	7,7x													
	Hudson Technologies, Inc. est une société de services de réfrigération. L'entreprise apporte des solutions aux problèmes récurrents de l'industrie de la réfrigération. Elle propose des solutions durables sur le plan environnemental, depuis la vente initiale de gaz réfrigérants jusqu'à l'élimination finale des réfrigérants et l'échange de crédits de carbone, en passant par la récupération, la valorisation et la réutilisation, le fonctionnement optimal des équipements grâce à la réparation des systèmes de climatisation et de réfrigération.	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière</td><td>464,5 m€</td></tr> <tr><td>CA 2023</td><td>265,2 m€</td></tr> <tr><td>% EBITDA 2023</td><td>29,0%</td></tr> <tr><td>% EBIT 2023</td><td>17,0%</td></tr> <tr><td>VE/EBITDA 2023</td><td>6,4x</td></tr> <tr><td>VE/EBIT 2023</td><td>6,9x</td></tr> </table>	Capitalisation boursière	464,5 m€	CA 2023	265,2 m€	% EBITDA 2023	29,0%	% EBIT 2023	17,0%	VE/EBITDA 2023	6,4x	VE/EBIT 2023	6,9x
Capitalisation boursière	464,5 m€													
CA 2023	265,2 m€													
% EBITDA 2023	29,0%													
% EBIT 2023	17,0%													
VE/EBITDA 2023	6,4x													
VE/EBIT 2023	6,9x													
	Applied Industrial Technologies, Inc. est un distributeur à valeur ajoutée et un fournisseur de solutions techniques dans les domaines du mouvement industriel, de l'énergie des fluides, du contrôle des flux, des technologies d'automatisation et des fournitures de maintenance connexes. Les segments de la société comprennent la distribution par centre de service et les solutions techniques.	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière</td><td>7 081,8 m€</td></tr> <tr><td>CA 2023</td><td>4 152,0 m€</td></tr> <tr><td>% EBITDA 2023</td><td>12,0%</td></tr> <tr><td>% EBIT 2023</td><td>10,9%</td></tr> <tr><td>VE/EBITDA 2023</td><td>14,3x</td></tr> <tr><td>VE/EBIT 2023</td><td>15,9x</td></tr> </table>	Capitalisation boursière	7 081,8 m€	CA 2023	4 152,0 m€	% EBITDA 2023	12,0%	% EBIT 2023	10,9%	VE/EBITDA 2023	14,3x	VE/EBIT 2023	15,9x
Capitalisation boursière	7 081,8 m€													
CA 2023	4 152,0 m€													
% EBITDA 2023	12,0%													
% EBIT 2023	10,9%													
VE/EBITDA 2023	14,3x													
VE/EBIT 2023	15,9x													
	Watsco, Inc. est engagée dans la distribution d'équipements de climatisation, de chauffage et de réfrigération ainsi que de pièces et fournitures connexes (CVC/R). Elle vend des produits sur le marché de la réfrigération commerciale, notamment des unités de condensation, des compresseurs, des évaporateurs, des vannes, des réfrigérants, des chambres froides et des machines à glace pour des applications industrielles et commerciales. Elle vend également une variété de produits non liés à l'équipement, notamment des pièces, des conduits, des produits de circulation d'air, de l'isolation, des outils, des fournitures d'installation, des thermostats et des produits de qualité de l'air.	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière</td><td>5 m€</td></tr> <tr><td>CA 2023</td><td>6 801,5 m€</td></tr> <tr><td>% EBITDA 2023</td><td>11,0%</td></tr> <tr><td>% EBIT 2023</td><td>10,6%</td></tr> <tr><td>VE/EBITDA 2023</td><td>24,7x</td></tr> <tr><td>VE/EBIT 2023</td><td>25,8x</td></tr> </table>	Capitalisation boursière	5 m€	CA 2023	6 801,5 m€	% EBITDA 2023	11,0%	% EBIT 2023	10,6%	VE/EBITDA 2023	24,7x	VE/EBIT 2023	25,8x
Capitalisation boursière	5 m€													
CA 2023	6 801,5 m€													
% EBITDA 2023	11,0%													
% EBIT 2023	10,6%													
VE/EBITDA 2023	24,7x													
VE/EBIT 2023	25,8x													

8.8.3 IDSUD Voyages

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

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

8.8.4 IDSUD Change / Métaux précieux

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

BMA

Advisory & Support

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

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes

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

 Conseil et support
opérationnels

 Audit

 Conseil financier

 Maîtrise des risques
Et Compliance

