

OBSERVATIONS D'ACTIONNAIRE

sur le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait
obligatoire

visant les actions de la

**SOCIÉTÉ FERMIÈRE DU CASINO MUNICIPAL DE
CANNES**

*initié par la Société de Participation Deauvillaise au prix de
2 700 euros par action*

Examen critique du rapport de l'expert indépendant
et proposition de valorisation contradictoire

À l'attention de la Direction des émetteurs
Autorité des marchés financiers

**Par un actionnaire de la Société Fermière du Casino
Municipal de Cannes**

Paris, le 27 juillet 2026

Avertissement

Les présentes observations sont formulées par un actionnaire de la Société Fermière du Casino Municipal de Cannes (« SFCMC » ou « la Société »), à titre personnel, dans le cadre de l'examen par l'Autorité des marchés financiers du projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire déposé le 1er juillet 2026 par la Société de Participation Deauvillaise (« SPD » ou « l'Initiateur »). Elles s'appuient exclusivement sur des documents publics ou communiqués aux actionnaires : le projet de note d'information, le projet de note en réponse incluant le rapport de l'expert indépendant, les rapports du commissaire à la fusion, le traité de fusion et ses annexes, ainsi que les communiqués de l'Initiateur et de la Société. Les citations reproduites entre guillemets sont extraites de ces documents. Aucune imputation d'intention n'est formulée à l'endroit de quiconque : sont discutés des choix méthodologiques, leurs effets sur la valeur, et leur compatibilité avec le standard d'indemnisation applicable à une expropriation boursière.

L'auteur se tient à la disposition des services de l'Autorité pour communiquer toute pièce ou tout développement complémentaire. La présente version, rendue publique, est identique à celle adressée à l'Autorité, à l'exception de l'identité et des coordonnées de l'auteur, qui sont connues de l'Autorité.

Sommaire

1. Objet des présentes observations et résumé des conclusions
2. L'opération : structure, chronologie et enseignements du calendrier
3. Le standard applicable : l'indemnisation intégrale de l'exproprié
4. Examen critique du rapport de l'expert indépendant
5. Examen des éléments d'appréciation du prix établis par les établissements présentateurs
6. Valorisation contradictoire
7. Demandes formulées auprès de l'Autorité
8. Conclusion

Annexe — Références de valeur et chronologie de l'opération

1. Objet des présentes observations et résumé des conclusions

1.1. La Société de Participation Deauvillaise, holding de contrôle de la famille Barrière détenant, à l'issue de la fusion-absorption de la Société Immobilière et d'Exploitation de l'Hôtel Majestic (« SIEHM »), 92,18 % du capital et 95,02 % des droits de vote de la SFCMC, a déposé le 1er juillet 2026 un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les 12 724 actions détenues par le public, soit 7,82 % du capital, au prix de 2 700 euros par action. Le projet de note en réponse de la Société, déposé le 24 juillet 2026, comporte le rapport du cabinet BM&A, désigné en qualité d'expert indépendant, qui conclut au caractère équitable de ce prix, ainsi que l'avis motivé favorable du conseil d'administration rendu à l'unanimité le 23 juillet 2026.¹

1.2. L'auteur des présentes soutient que ce prix ne satisfait pas au standard d'indemnisation applicable à un retrait obligatoire, et que le rapport de l'expert indépendant, loin d'établir l'équité du prix, en documente lui-même l'insuffisance. La démonstration ne repose pas, pour l'essentiel, sur des travaux extérieurs : elle repose sur les propres chiffres du rapport. Trois constats la résument.

1.3. Premier constat : les deux seules approches du rapport qui appréhendent la valeur du patrimoine immobilier de la Société — la somme des parties assise sur les expertises immobilières de M. Patrick Colomer, et la somme des parties dite transactionnelle — aboutissent à des valeurs centrales de 2 707,6 euros et 2 734,8 euros par action, l'une et l'autre supérieures au prix d'offre. L'attestation d'équité ne tient que par la relégation de ces approches au rang « secondaire » ou « indicatif », au motif d'un caractère « totalement théorique » de la cession des actifs — caractère théorique qui procède, pour partie, d'une clause d'inaliénabilité que l'Initiateur a lui-même souscrite quelques mois avant l'offre.²

¹ Projet de note en réponse de la SFCMC, déposé à l'AMF le 24 juillet 2026, incluant le rapport de l'expert indépendant BM&A du 22 juillet 2026 et l'avis motivé du conseil d'administration du 23 juillet 2026.

² Rapport de l'expert indépendant, synthèse des travaux d'évaluation ; les valeurs, primes et décotes citées sont celles calculées par le rapport.

1.4. Deuxième constat : le marché a invalidé le prix en temps réel. Entre l'annonce de l'opération et le relèvement du prix, le titre a coté entre 1 900 et 2 500 euros pour un cours moyen pondéré de 2 403 euros dans des volumes quadruplés ; et la note en réponse indique que l'Initiateur, qui offrait 2 700 euros pour les rompus issus de la fusion, n'a pu en acquérir aucun, ceux-ci ayant été « acquis à un prix supérieur par d'autres acteurs du marché ». Ce constat n'a rien perdu de son actualité : à la date des présentes observations, le titre s'échange entre 2 800 et 2 900 euros sur Euronext Paris, au-dessus du prix d'offre. Un prix d'expropriation auquel des investisseurs en concurrence préfèrent systématiquement enchérir, et que le marché continue de dépasser jour après jour, ne peut être présumé refléter la pleine valeur des titres.³

1.5. Troisième constat : la valorisation contradictoire développée en section 6, construite à partir des données du rapport lui-même — expertises Colomer, montants de frottements chiffrés par l'expert, nombre d'actions post-fusion — et corroborée par l'actif net réévalué établi en 2023 par la banque Rothschild — selon la méthodologie que le groupe a lui-même retenue dans le cadre de ses opérations successorales — tel qu'actualisé, aboutit à une fourchette de 3 780 à 4 350 euros par action, avec une valeur centrale de l'ordre de 3 900 euros. Le prix de 2 700 euros extériorise, rapporté à cette valeur centrale, une décote d'environ 31 %.

1.6. En conséquence, il est demandé à l'Autorité de ne pas déclarer l'offre conforme en l'état, et, à tout le moins, d'exiger la production des pièces énumérées en section 7 ainsi qu'un complément d'expertise portant sur les points développés ci-après.

³ Projet de note en réponse, § 1.2.2 (acquisitions d'actions formant rompus) ; rapport de l'expert indépendant, analyse du cours de bourse ; cours constatés sur Euronext Paris à la date des présentes observations.

2. L'opération : structure, chronologie et enseignements du calendrier

2.1. L'opération se déroule en deux temps. Dans un premier temps, la SFCMC a absorbé la SIEHM, société d'exploitation de l'hôtel Majestic qu'elle détenait à 96,33 %, sur la base d'une parité de 2,20 actions SFCMC pour une action SIEHM, arrêtée par le traité de fusion du 21 mai 2026. Cette fusion, placée sous le régime simplifié de l'article L. 236-12 du code de commerce, n'a pas été soumise au vote de l'assemblée de l'absorbante. Dans un second temps, l'Initiateur a déposé le projet d'offre de retrait sur le solde du capital de la SFCMC, assorti d'un retrait obligatoire dont la mise en œuvre est annoncée quelle que soit l'issue de l'offre, le seuil de 90 % étant d'ores et déjà dépassé.

2.2. La chronologie des prix mérite d'être rappelée avec précision. Le 11 décembre 2025, SPD a acquis auprès de Casinvest un bloc représentant environ 25,94 % du capital de la SFCMC au prix de 1 897 euros par action. L'intention de déposer une offre de retrait « au même prix » a été annoncée le 8 décembre 2025. Le 28 mai 2026, le prix a été porté à 2 700 euros, soit un relèvement de 42,3 %, intervenu, selon les termes mêmes de la note en réponse, « à la suite de discussions approfondies entre la Société, l'Initiateur, leurs conseils et l'Expert Indépendant ». Aucun fait nouveau d'exploitation — publication de résultats, signature de contrat, événement de marché — n'est intervenu entre ces deux dates qui soit de nature à expliquer une réévaluation de cette ampleur.⁴

2.3. Ce relèvement appelle deux observations. La première est logique : en portant son prix 42,3 % au-dessus de la transaction Casinvest, l'Initiateur a établi lui-même que cette référence, présentée comme « principale » dans l'ensemble des travaux d'évaluation, sous-estimait la valeur de la Société de plus de quarante pour cent. Le maintien de cette même transaction au rang de référence principale dans le rapport de l'expert indépendant, alors qu'elle a été démentie par son propre bénéficiaire, fragilise l'architecture d'ensemble de la

⁴ Communiqués des 8 et 11 décembre 2025 et du 28 mai 2026 ; projet de note en réponse (historique de l'opération).

valorisation. La seconde observation tient à l'effet d'ancrage : un premier prix bas abaisse le point de référence des actionnaires minoritaires, de sorte que le prix relevé est jugé par rapport au prix initial plutôt que par rapport à la valeur. La doctrine récente consacrée aux offres publiques en deux temps a décrit ce mécanisme et rappelé que, hors bouleversement de l'activité, un écart de cette ampleur entre deux prix rapprochés révèle, le plus souvent, l'insuffisance du premier plutôt que la générosité du second (Q. Bertrand, Bulletin Joly Bourse, janvier 2024).⁵

2.4. Il sera enfin rappelé que la Société n'a pas été en mesure de constituer un comité ad hoc d'administrateurs indépendants pour superviser la mission de l'expert, l'Autorité ayant confirmé le 15 janvier 2026 sa non-opposition à la désignation de celui-ci sur le fondement de l'article 261-1-1, I de son règlement général. Le conseil d'administration qui a rendu l'avis motivé compte une seule administratrice qualifiée d'indépendante ; aucun de ses membres ne détient d'action de la Société ; l'un d'eux cumule les fonctions d'administrateur, de directeur général délégué de la Société et de directeur général de l'hôtel Majestic, établissement dont le plan d'affaires constitue le cœur de la valorisation. Ce cadre de gouvernance, pour régulier qu'il soit, prive les actionnaires minoritaires du principal contre-pouvoir interne que la réglementation a précisément voulu instituer, et reporte sur l'expert indépendant puis sur l'Autorité l'intégralité de la charge de protection.

2.5. La parité de fusion appelle une observation complémentaire, car elle détermine le sort des anciens actionnaires de la SIEHM, convertis en actionnaires de la SFCMC avant d'être visés par le retrait. Cette parité de 2,20 a été arrêtée sur le fondement des mêmes références aujourd'hui invalidées — au premier rang desquelles le multiple induit de la transaction Casinvest à 1 897 euros, transposé de la mère à la fille. Le commissaire à la fusion a d'ailleurs relevé lui-même, dans son rapport définitif du 8 juin 2026, que l'approche par cession-bail des murs comme l'approche par transactions comparables conduisaient à des valeurs de la SIEHM « supérieures à la valeur des apports », tout

⁵ Q. Bertrand, « Offres publiques en deux temps : du contrôle de la conformité à la mise en cause des responsabilités », Bulletin Joly Bourse, 31 janvier 2024, n° BJB201p5.

en maintenant une conclusion inchangée par rapport à ses versions antérieures. Un actionnaire de la SIEHM reçoit ainsi 2,20 actions SFCMC, soit 5 940 euros au prix d'offre, pour un titre dont la simple application des valeurs par action développées en section 6 à la quote-part d'actifs concernée suggère une valeur sensiblement supérieure ; la sous-évaluation de la SFCMC se propage mécaniquement, par la parité, à l'indemnisation des anciens minoritaires de sa filiale.⁶

2.6. Enfin, le calendrier d'ensemble — acquisition du bloc en décembre, annonce d'une offre au même prix, relèvement en mai après intervention de l'expert, dépôt en juillet, avis unanime et note en réponse dans la foulée — s'est déroulé en sept mois, sans qu'à aucun moment les actionnaires minoritaires n'aient eu accès aux éléments qui fondent la valorisation : ni le plan d'affaires, ni les expertises immobilières dans leur intégralité, ni les travaux bancaires de 2023. L'asymétrie d'information est totale ; les présentes observations s'attachent précisément à montrer que, même dans cette situation, les seules pièces publiées suffisent à établir l'insuffisance du prix.

⁶ Rapports du commissaire à la fusion des 30 mai et 8 juin 2026 ; traité de fusion du 21 mai 2026 et son annexe 7.1.

3. Le standard applicable : l'indemnisation intégrale de l'exproprié

3.1. Le retrait obligatoire n'est pas une offre comme les autres : il prive l'actionnaire de sa propriété sans son consentement. La contrepartie de cette prérogative exorbitante est un standard d'indemnisation élevé. Les articles L. 433-4 du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général organisent le transfert forcé des titres moyennant une indemnisation égale au prix de l'offre. La loi ne laisse pas le contenu de cette évaluation à la discrétion de l'initiateur : le code monétaire et financier exige une évaluation « effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs », tenant compte, « selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité ». On observera que la valeur des actifs figure en tête de cette énumération légale : elle est un critère que le législateur impose de prendre en compte, non une option méthodologique que l'évaluateur serait libre de reléguer. La Cour de cassation a jugé, dès l'arrêt Sogénal (Cass. com., 29 avril 1997), que la conventionnalité du retrait obligatoire au regard de la protection de la propriété est subordonnée à une indemnisation effective de l'actionnaire évincé. Enfin, aux termes des articles 261-1 et suivants du règlement général et de l'instruction DOC-2006-08, cette évaluation s'opère sous le contrôle d'un expert indépendant tenu à un examen critique effectif. La jurisprudence comme la doctrine de place convergent, dans ce cadre, sur deux principes directement applicables au cas d'espèce.⁷

3.2. En premier lieu, la nature des actifs commande la hiérarchie des méthodes. Pour une société dont la valeur procède principalement de la détention d'actifs immobiliers d'exception, l'approche patrimoniale n'est pas un critère d'appoint : elle est la référence naturelle — et, on vient de le voir, la prise en compte de la valeur des actifs est une exigence légale, qui ne saurait être satisfaite par une méthode

⁷ Code monétaire et financier, article L. 433-4 ; Cass. com., 29 avril 1997 (Sogénal) ; règlement général de l'AMF, articles 237-1 et suivants et 261-1 et suivants ; instruction AMF DOC-2006-08 ; recommandation AMF n° 2006-15 ; code de commerce, article L. 236-12 s'agissant de la fusion.

reléguée au rang « secondaire », amputée des trois quarts de sa substance par des frottements de cession, puis déclarée théorique. C'est du reste ce que confirment les pratiques observées dans les offres visant des sociétés à dominante immobilière, où la fiscalité latente et les décotes éventuelles se discutent, mais où la valeur vénale des actifs constitue le point de départ. En second lieu, l'illiquidité d'un titre ne saurait être retournée contre le minoritaire dans le cadre d'un retrait : c'est l'opération elle-même qui impose la sortie, et l'étroitesse du flottant, largement organisée par l'actionnaire de contrôle au fil des années, ne peut fonder ni une décote, ni l'écartement des signaux de marché lorsqu'ils sont défavorables à l'initiateur.

3.3. Enfin, l'expérience récente de la place enseigne que l'attestation d'équité ne constitue pas, par elle-même, une garantie suffisante. L'Autorité a déclaré non conformes, en avril 2025, trois offres de retrait du groupe Bolloré pourtant assorties d'attestations d'équité ; et plusieurs retraits obligatoires fondés sur des valorisations d'exploitation se sont révélés, à brève échéance, très inférieurs à la valeur d'échange constatée ensuite — la société Visiodent, retirée de la cote sur une valorisation implicite d'environ 13 millions d'euros début 2022, a été cédée treize mois plus tard sur la base de 36,9 millions d'euros ; la société Siraga, dont une transaction de référence à 0,88 euro par action avait dû être écartée, a fait l'objet d'un retrait obligatoire à 11 euros. La multiplication des offres dites « en deux temps » — Cegid, IGE+XAO, Envea, Devoteam, Groupe Open, avec des écarts de 41 à 123 % entre deux offres rapprochées — a conduit la doctrine à rappeler que la prime du second tour révèle, le plus souvent, le caractère minoré du premier prix. Le prix n'est pas la valeur ; c'est précisément lorsque toutes les instances internes ont conclu à l'unanimité qu'un examen externe exigeant retrouve toute sa fonction.⁸

⁸ Décisions de l'AMF d'avril 2025 relatives aux offres visant la Compagnie du Cambodge, la Financière Moncey et la Société Industrielle et Financière de l'Artois ; précédents Visiodent et Siraga tels que rapportés au dossier.

4. Examen critique du rapport de l'expert indépendant

4.1 Une attestation posée un cheveu sous les valorisations patrimoniales du rapport lui-même

4.1.1. Le rapport de BM&A, remis le 22 juillet 2026, met en œuvre ou examine sept références de valeur. Leur simple juxtaposition suffit à situer le débat.

Référence (statut retenu par l'expert)	Valeur centrale	Position du prix de 2 700 €
Actualisation des flux de trésorerie (principal)	2 128,1 € (1 672,1 - 2 611,5)	+ 26,9 %
Transaction Casinvest, déc. 2025 (principal)	1 897 €	+ 42,3 %
Somme des parties sur expertises immobilières (secondaire)	2 707,6 € (2 332,5 - 3 095,8)	- 0,3 %
Somme des parties transactionnelle (indicatif)	2 734,8 € (2 201,2 - 3 305,3)	- 1,3 %
Multiples boursiers VE/EBITDA après loyers (indicatif)	2 024,0 €	+ 33,4 %
Actif net comptable post-fusion (indicatif)	2 020,5 € / 2 075,4 €	+ 33,6 % / + 30,1 %
Cours de clôture au 8 décembre 2025 (indicatif)	1 490 €	+ 81,2 %

Source : rapport de l'expert indépendant, synthèse des travaux. Les primes et décotes sont celles calculées par le rapport.

4.1.2. Le rapport indique par ailleurs que le prix « a été fixé par référence à la borne haute de l'approche DCF retenue à titre principal ». Le prix de 2 700 euros se trouve ainsi positionné au sommet exact de la méthode la plus basse, et immédiatement au-dessous des valeurs centrales des deux seules méthodes qui appréhendent le patrimoine — dont il extériorise, de l'aveu du rapport, des décotes de 0,3 % et 1,3 %. Pour une société propriétaire des murs de l'hôtel Majestic, du Gray d'Albion, de boutiques de la Croisette et de l'hôtel Carl Gustaf à Saint-Barthélemy, cette géométrie inverse la hiérarchie des méthodes qu'appelle la nature des actifs. L'équité attestée repose donc

entièrement sur la justification donnée à la relégation des approches patrimoniales, examinée ci-après.⁹

4.2 Un caractère « théorique » pour partie auto-infligé

4.2.1. Le rapport écarte la portée de la somme des parties au motif que le scénario de cession des actifs « n'est envisagé ni par l'Initiateur ni par le management » et qu'il est « prohibé par le contrat de cession avec Casinvest durant cinq ans », de sorte qu'il « repose sur un postulat totalement théorique ». Ce raisonnement appelle une objection de principe : la clause d'inaliénabilité invoquée a été souscrite par l'Initiateur lui-même, dans le contrat d'acquisition du bloc conclu en décembre 2025, soit quelques mois avant le dépôt de l'offre. Admettre qu'un initiateur puisse, par une stipulation contractuelle qu'il consent librement, rendre « théorique » la méthode de valorisation la plus favorable aux minoritaires qu'il s'apprête à exproprier, revient à lui remettre la clef de sa propre évaluation. La valeur d'un actif ne disparaît pas parce que son propriétaire s'est engagé à ne pas le vendre pendant cinq ans ; elle demeure dans le patrimoine social, dont les minoritaires détiennent une quote-part qu'on leur retire.¹⁰

4.2.2. Au demeurant, l'argument prouve trop : l'absence d'intention de céder est le propre de la quasi-totalité des sociétés patrimoniales visées par des offres de retrait, ce qui n'a jamais conduit à écarter l'actif net réévalué des évaluations dans les précédents de place visant des foncières, que le rapport cite lui-même à un autre endroit — on y reviendra (§ 4.3.2) — pour justifier la déduction de la fiscalité latente.

4.3 Cent soixante-quinze millions d'euros de frottements pour une cession que nul n'envisage

4.3.1. Même reléguée, la somme des parties du rapport est construite après déduction d'un ensemble de coûts qui ne se matérialiseraient qu'en cas de cession effective des actifs : impôt sur les plus-values latentes pour 54,0 millions d'euros ; réintégration d'impôts différés

⁹ Rapport de l'expert indépendant, synthèse des travaux ; la formule relative à la fixation du prix par référence à la borne haute du DCF figure au rapport.

¹⁰ Rapport de l'expert indépendant, examen de l'approche par la somme des parties ; contrat d'acquisition du bloc Casinvest tel que décrit au rapport et à la note d'information.

pour 61,0 millions ; frais de cession, à hauteur de 3 % des valeurs vénale, pour 18,7 millions ; remboursement de l'abattement fiscal attaché à l'exploitation du casino, dit clause de l'article 34, pour 40,9 millions. Soit 174,6 millions d'euros au total, représentant, rapportés aux 162 651 actions composant le capital post-fusion, environ 1 073 euros par action.¹¹

4.3.2. La cohérence interne du dossier est ici prise en défaut. D'un côté, pour écarter l'actif net réévalué comme méthode de référence, le rapport et la note d'information soutiennent que la SFCMC « n'est pas une société foncière » mais un exploitant hôtelier ; de l'autre, pour justifier la déduction de la fiscalité latente au sein même de la somme des parties, le rapport invoque la pratique observée « dans les opérations de marché visant des sociétés immobilières », citant les précédents Société de la Tour Eiffel, MRM et Galimmo. La Société est donc traitée comme un exploitant lorsqu'il s'agit d'écarter la valeur patrimoniale, et comme une foncière lorsqu'il s'agit de la minorer. L'un et l'autre traitements jouent dans le même sens.

4.3.3. Surtout, la logique même de ces déductions est incompatible avec la position défendue par ailleurs : si la cession est un « postulat totalement théorique », alors les coûts qu'elle déclencherait — et eux seuls — le sont tout autant. On ne peut simultanément affirmer qu'aucune vente n'aura lieu et retrancher de la valeur les impôts et frais d'une vente. Dans un scénario de continuité de détention, qui est celui que l'Initiateur revendique, la fiscalité latente ne devient jamais exigible dans les conditions retenues, la clause de l'article 34 n'est jamais déclenchée et les frais de cession ne sont jamais exposés. La correction de cette seule incohérence porte la somme des parties du rapport de 2 707,6 euros à environ 3 781 euros par action.

4.4 Les enseignements du marché : un prix auquel personne ne vend

4.4.1. Le rapport écarte les références boursières au motif, exact, de l'étroitesse du flottant. Mais l'étroitesse d'un flottant affaiblit un signal ; elle ne l'inverse pas. Or tous les signaux de marché disponibles

¹¹ Rapport de l'expert indépendant, construction de la somme des parties patrimoniale, sur expertises immobilières de M. P. Colomer (juin 2026).

pointent au-dessus du prix. Entre le 8 décembre 2025 et le 28 mai 2026, le cours a évolué entre 1 900 et 2 500 euros — plus haut atteint le 13 avril 2026 — pour un cours moyen pondéré par les volumes de 2 403 euros, dans des volumes quatre fois supérieurs à l'historique : ce n'est plus le marché somnolent des années antérieures, mais un marché activé par l'opération, où des investisseurs avertis ont constitué des positions en connaissance de cause, sans bénéficier d'aucune prime de contrôle.

4.4.2. La note en réponse contient à cet égard un élément que l'auteur des présentes tient pour décisif : l'Initiateur, qui s'était engagé à acquérir à 2 700 euros les actions correspondant à des rompus issus de la fusion, indique n'avoir « pu acquérir aucune action » à ce titre, « celles-ci ayant été acquises à un prix supérieur par d'autres acteurs du marché ». Au moment même du dépôt du dossier, le prix d'expropriation proposé était donc systématiquement surenchéri par des tiers en concurrence — et il continue de l'être : à la date des présentes observations, le titre s'échange entre 2 800 et 2 900 euros, soit 4 à 7 % au-dessus du prix d'offre. Il est difficile de concevoir une démonstration plus directe de ce que 2 700 euros ne constituent pas la pleine valeur de l'action : le prix « équitable » est celui auquel aucun vendeur ne consent lorsqu'il a le choix.¹²

4.5 Les paramètres de l'actualisation : des choix convergents vers le bas

4.5.1. La méthode principale du rapport, l'actualisation des flux de trésorerie, appelle des réserves sur trois de ses paramètres structurants. Le coût moyen pondéré du capital est fixé à 8,9 % en valeur centrale, à partir d'un référentiel de primes de risque — la base « Fairness Finance » — développé et diffusé par le cabinet BM&A lui-même, ce qui, sans préjuger de sa qualité scientifique, place l'expert en situation d'auto-référence sur le paramètre le plus sensible de sa méthode principale. Ce taux intègre une prime de taille de 2,2 %, que les établissements présentateurs, dans leur propre évaluation, ne retiennent pas ; dans le cadre d'un retrait obligatoire, une prime dont

¹² Projet de note en réponse, § 1.2.2 ; cours constatés sur Euronext Paris à la date des présentes observations.

l'effet est de minorer l'indemnisation au motif de la petite taille et de l'illiquidité de la société revient à faire supporter au minoritaire un risque que l'opération elle-même éteint.¹³

4.5.2. Le coefficient bêta désendetté de 0,62 est issu d'un panel de quatorze sociétés dont le rapport indique lui-même que les trois plus comparables — Société des Bains de Mer, Partouche, Baverez — présentent des coefficients de détermination inférieurs à 10 %, c'est-à-dire statistiquement non significatifs. Les référentiels sectoriels larges cités dans le dossier pointent des bêtas sensiblement supérieurs. Chaque écart méthodologique entre l'expert et les banques — prime de taille contre absence de prime, bêta bas contre bêta haut, prime de marché différente — se compense opportunément pour aboutir à des valeurs centrales de DCF quasi identiques, 2 128 euros contre environ 2 081 euros : la convergence des résultats masque la divergence des constructions, ce qui aurait précisément dû appeler un examen critique.

4.5.3. Le traitement du programme de rénovation de l'hôtel Majestic concentre l'essentiel de l'effet valorisation. L'enveloppe retenue, environ 330 millions d'euros, procède d'un chiffrage que le rapport qualifie de « programmatique », sans appel d'offres, assorti d'une provision pour aléas limitée à 5 % ; le calendrier — fermeture totale de vingt-neuf mois en 2030-2031 — demeure hypothétique, aucun permis n'étant déposé. Cette enveloppe pèse deux fois sur la valeur : les capex dits de montée en gamme sont portés dans les flux pour une valeur actualisée de 110,3 millions d'euros, tandis que 77,8 millions de capex techniques et patrimoniaux sont en outre assimilés à une dette et déduits du passage à la valeur des fonds propres. Il en résulte une charge cumulée de l'ordre de 188 millions d'euros en valeur actuelle, soit environ 1 150 euros par action, au titre d'un programme non engagé. Dans le même temps, le plein effet des bénéfices attendus de la rénovation est repoussé à un horizon 2035-2047 et lourdement escompté : la valeur actualisée des flux du Majestic sur 2026-2035 ressort négative de 10,7 millions d'euros, de sorte que, dans le modèle de l'expert, le premier hôtel de la Croisette détruit de la valeur

¹³ Rapport de l'expert indépendant, construction du taux d'actualisation ; projet de note d'information, § 3.4.2, pour les paramètres des établissements présentateurs.

pendant dix ans. Un modèle qui aboutit à ce résultat pour cet actif ne décrit pas la valeur de l'actif ; il décrit les hypothèses qu'on y a introduites.¹⁴

4.5.4. On relèvera enfin que le taux d'occupation et le RevPAR récents de l'établissement, invoqués à l'appui du récit d'un actif déclassé, sont mesurés sur des exercices 2024-2025 au cours desquels 46 % des chambres ont été successivement immobilisées par les travaux de rénovation partielle — circonstance que le rapport mentionne sans en tirer de conséquence sur la représentativité des indicateurs.

4.6 Le plan d'affaires : une trajectoire dont chaque inflexion pèse sur la valeur

4.6.1. Le plan d'affaires du management, couvrant 2026-2035 et prolongé par l'expert jusqu'en 2047 pour l'hôtel Majestic, dessine la trajectoire suivante : un chiffre d'affaires consolidé ramené d'environ 171 millions d'euros en 2029 à 94 millions en 2030 sous l'effet de la fermeture totale de l'établissement pendant vingt-neuf mois ; un excédent brut d'exploitation après loyers négatif en 2030 et 2031 ; une réouverture en 2032 sur un format réduit d'environ 308 clés contre 349 aujourd'hui ; puis une convergence linéaire de la marge vers un niveau normatif de 38,5 % à l'horizon 2038, pour un excédent brut consolidé d'environ 66 millions d'euros en 2035. Les cibles d'exploitation retenues à terme — taux d'occupation supérieur à 60 %, prix moyen par chambre louée supérieur à 1 300 euros, RevPAR supérieur à 800 euros — sont explicitement calées sur les standards des palaces parisiens.

4.6.2. Chacune de ces inflexions est discutable une à une ; c'est leur agencement temporel qui appelle l'attention. La totalité des coûts — perte d'exploitation de la fermeture, capex, réduction capacitaire — est concentrée dans la première décennie de projection, à des coefficients d'actualisation élevés ; la totalité des bénéfices — montée en gamme, tarifs de palace parisien, marge normative — est repoussée au-delà de 2035, où l'actualisation à 8,9 % en divise la valeur par plus

¹⁴ Rapport de l'expert indépendant et projet de note d'information : programme de rénovation de l'hôtel Majestic, traitement des investissements dans les flux et en équivalent de dette.

de deux à chaque décennie. Le rapport en tire lui-même la conséquence arithmétique : la valeur terminale 2047 de l'hôtel, estimée à 586,9 millions d'euros, ne contribue que pour 93,6 millions à la valeur actualisée, et les flux du Majestic sur 2026-2035 contribuent négativement. Il suffit pourtant de déplacer de deux ans le calendrier des travaux, d'en réviser l'enveloppe programmatique, ou de retenir la borne basse du coût du capital, pour que la valeur d'exploitation rejoigne les niveaux patrimoniaux. La sensibilité extrême du résultat à des hypothèses non engageantes — aucun permis déposé, aucun appel d'offres lancé — interdit de faire de cette méthode l'alpha et l'oméga de l'indemnisation.

4.6.3. Le tableau suivant met en regard les paramètres retenus par l'expert et par les établissements présentateurs, dont la comparaison illustre le propos du paragraphe 4.5.2.

Paramètre	Expert indépendant	Établissements présentateurs
Taux sans risque	3,1 %	3,55 %
Prime de risque de marché	5,8 % (référentiel du cabinet)	7,72 % (Bloomberg)
Bêta désendetté	0,62	0,72
Prime de taille	2,2 %	néant
Croissance à l'infini	1,8 %	2,0 %
Coût moyen pondéré du capital	8,9 % (8,0 - 11,1 %)	8,6 %
Valeur centrale du DCF	2 128 €	≈ 2 081 €

Deux constructions substantiellement différentes aboutissent à des valeurs quasi identiques : chaque écart de paramètre en compense un autre. Source : rapport de l'expert ; note d'information.

4.7 Des actifs entiers maintenus à leur valeur comptable

4.7.1. La somme des parties du rapport retient l'hôtel Carl Gustaf à Saint-Barthélemy et l'immeuble de Normandie pour 51,1 millions d'euros, à la valeur nette comptable, « en l'absence d'expertise de valeur vénale spécifique », cette valeur demeurant au surplus grevée d'une dépréciation de 11,7 millions d'euros constatée en 2023 et jamais reprise. Le contraste est frappant : des expertises immobilières ont été commandées à M. Colomer pour l'ensemble des actifs cannois dans le cadre de l'opération, mais non pour l'établissement de Saint-

Barthélemy — hôtel de 21 chambres et suites dont le rapport indique lui-même un prix moyen par chambre louée de 2 403 euros et un RevPAR de 1 384 euros, soit les caractéristiques d'un actif hôtelier parmi les plus performants du marché français. La valeur comptable d'un tel actif, issue de coûts historiques diminués d'amortissements et d'une dépréciation de bas de cycle, ne constitue pas une approximation acceptable de sa valeur vénale dans le cadre d'une expropriation.¹⁵

4.7.2. Le rapport indique par ailleurs avoir eu accès aux travaux d'évaluation conduits en janvier 2023 par la banque Rothschild et en juin 2023 par la banque Lazard. Ce point mérite que l'Autorité s'y arrête, car il ne s'agit pas d'évaluations quelconques : selon les éléments portés à la connaissance des actionnaires, ces travaux ont été établis dans le cadre des opérations successorales et patrimoniales du groupe de contrôle lui-même, et la banque Rothschild y a retenu l'actif net réévalué comme méthode de référence, pour des capitaux propres compris entre 521 et 603 millions d'euros sur la base des comptes 2022 — soit, après prise en compte des 51,3 millions d'euros de résultats mis en réserve depuis lors, entre 3 519 et 4 023 euros par action. Autrement dit, lorsque la valeur de la Société a été mesurée pour les besoins de sa transmission au sein du groupe familial, hors de tout contexte d'offre et sans aucun intérêt à la majorer, la méthode patrimoniale a été jugée pertinente et a extériorisé des valeurs supérieures de 30 à 49 % au prix aujourd'hui proposé aux minoritaires. La méthode ne peut être appropriée pour organiser la succession et inappropriée pour indemniser l'expropriation : c'est la même société, le même patrimoine, les mêmes murs.¹⁶

4.7.3. Face à cette contradiction, le rapport n'expose aucun des chiffres des travaux de 2023 et se borne à les « homogénéiser » en leur réappliquant ses propres hypothèses — taux d'actualisation relevé de 7,7 % à environ 9 %, enveloppe de travaux actuelle — c'est-

¹⁵ Rapport de l'expert indépendant : valorisation de l'ensemble Saint-Barthélemy et Normandie à la valeur nette comptable, en l'absence d'expertise de valeur vénale spécifique.

¹⁶ Mémoire de valorisation établi par des actionnaires minoritaires, juin 2026 ; rapport de l'expert indépendant, s'agissant de l'accès déclaré aux travaux des banques Rothschild (janvier 2023) et Lazard (juin 2023).

à-dire à faire disparaître l'écart en substituant ses paramètres à ceux des banques. Un écart de cette ampleur avec les travaux de deux établissements de premier rang, conduits à des fins où nul n'avait intérêt à surévaluer, appelait une discussion chiffres en main, non une résorption par construction. L'auteur demande en section 7 la production intégrale de ces travaux ; leur seule existence, aux niveaux rappelés ci-dessus, suffit à faire douter sérieusement du caractère équitable d'un prix de 2 700 euros.

4.8 Le traitement des observations des actionnaires minoritaires

4.8.1. Treize actionnaires minoritaires ont adressé à l'expert une quarantaine de courriers et courriels ; une réunion s'est tenue le 4 juin 2026. Le rapport consacre des développements à ces observations, conformément à l'instruction DOC-2006-08, et il faut lui en donner acte. Force est toutefois de constater qu'aucune de ces observations, sur aucun point, n'a conduit à modifier un paramètre ou un chiffre de la valorisation. Les 13 millions d'euros de travaux réalisés en 2024-2025 sur près de la moitié des chambres, opposés à l'enveloppe projetée de 330 millions, sont requalifiés de simples « travaux de rafraichissement » ; la progression de 12 % du chiffre d'affaires du premier semestre 2025-2026, difficilement conciliable avec le récit d'un actif en déclin, est écartée par référence à des « performances en retrait » du mois de mai 2026 et à des « retards sensibles » de réservations estivales, données internes non publiées et invérifiables ; la valeur de reconstruction assurée de l'établissement est déclarée « significativement inférieure » aux estimations avancées, sans que le montant en soit communiqué.¹⁷

4.8.2. Le traitement des comparables hôteliers appelle une mention particulière. Les transactions de référence produites par les actionnaires — dont des cessions intervenues en 2025 sur la Côte d'Azur — sont écartées une à une comme trop anciennes, trop petites, structurellement parisiennes ou constitutives de points aberrants. L'auteur des présentes se permet de relever la difficulté temporelle

¹⁷ Rapport de l'expert indépendant, traitement des observations des actionnaires (instruction AMF DOC-2006-08).

que soulève ce raisonnement : une vente d'hôtel conclue en 2025 y est jugée trop ancienne pour éclairer la valeur d'un hôtel en 2026, tandis qu'une cession de bloc d'actions conclue en décembre 2025 est maintenue au rang de référence principale de la valorisation. Le critère de fraîcheur des références ne peut varier selon le sens dans lequel il opère.

4.9 Les conditions d'exercice de la mission

4.9.1. Il ne s'agit pas ici de mettre en cause la probité de l'expert, mais de mesurer la portée probatoire de son attestation au regard des conditions dans lesquelles elle a été rendue. Le rapport et l'avis motivé indiquent que le relèvement du prix de 1 897 à 2 700 euros est intervenu à la suite d'échanges auxquels l'expert indépendant a été associé. L'expert a donc participé au processus de calibrage du prix qu'il a ensuite attesté équitable — prix positionné, on l'a vu, sur la borne haute de son propre DCF et immédiatement sous ses propres sommes des parties. La fonction de l'expertise indépendante est de contrôler un prix, non de co-construire le niveau qui rendra l'attestation possible.

4.9.2. S'y ajoutent les éléments de contexte suivants, tous régulièrement déclarés dans le rapport : l'expert a été désigné par la société cible, contrôlée par l'Initiateur, sans comité ad hoc ; sa rémunération, de 180 000 euros hors taxes, a été portée à la charge de cette même société et revue à la hausse en cours de mission ; parmi ses missions récentes figurent les trois offres de retrait du groupe Bolloré de janvier 2025 — Compagnie du Cambodge, Financière Moncey, Société Industrielle et Financière de l'Artois —, offres que l'Autorité a déclarées non conformes en avril 2025. Aucun de ces éléments n'est irrégulier ; leur conjonction justifie que l'attestation soit reçue avec la distance critique que l'Autorité sait exercer, et conforte la demande de complément d'expertise formulée en section 7.¹⁸

¹⁸ Rapport de l'expert indépendant : déclaration d'indépendance, liste des missions des trente-six derniers mois et rémunération.

5. Examen des éléments d'appréciation du prix établis par les établissements présentateurs

5.1. Les éléments d'appréciation du prix figurant dans le projet de note d'information, préparés par BNP Paribas et Société Générale « en plein accord » avec l'Initiateur et sans vérification indépendante des informations fournies, présentent les mêmes caractéristiques structurelles que le rapport de l'expert, sous une forme plus tranchée encore : l'actif net réévalué y est écarté par principe, au motif qu'il serait « surtout adapté aux sociétés holding ou aux foncières » et « donc non pertinent lorsque les actifs sont principalement opérationnels », et la somme des parties y est jugée non pertinente en raison de la « stratégie patrimoniale » de la Société — c'est-à-dire, précisément, de sa volonté de conserver ses murs. La valeur de marché du patrimoine est ainsi doublement neutralisée : par la qualification d'exploitant lorsqu'il s'agit de la méthode, par la stratégie de conservation lorsqu'il s'agit du scénario.¹⁹

5.2. La note d'information présente en revanche, « à titre indicatif », un actif net comptable de 2 075 euros par action — valeur assise sur des coûts historiques d'actifs inscrits au bilan pour certains depuis des décennies, nette d'amortissements. La présentation simultanée d'un actif net comptable minorant, propre à faire apparaître le prix comme généreux, et le refus de l'actif net réévalué, seul économiquement signifiant pour ce patrimoine, illustrent le biais d'ensemble du dossier. Quant aux primes affichées — 42,3 % sur la transaction Casinvest, 11,2 à 48,5 % sur le DCF, 69,4 % sur les comparables transactionnels, plus de 80 % sur les cours d'avant annonce —, elles sont toutes calculées par rapport à des références dont les développements qui précèdent ont montré qu'elles étaient soit invalidées par l'Initiateur lui-même, soit construites en excluant la valeur des murs. Rapporté aux références patrimoniales, le même prix extériorise des décotes.

5.3. La qualification d'« exploitant », qui commande l'ensemble de l'édifice, mérite d'être confrontée aux ordres de grandeur du dossier lui-même. Les expertises Colomer établissent une valeur vénale brute

¹⁹ Projet de note d'information, § 3.3.3 (méthodes de valorisation écartées) ; les citations en sont extraites.

du patrimoine immobilier de 569,3 millions d'euros — murs du Majestic pour 284,0 millions, boutiques pour 170,2 millions, Gray d'Albion pour 64,0 millions, l'ensemble de Saint-Barthélemy et de Normandie demeurant au surplus à sa valeur comptable de 51,1 millions. La valeur d'exploitation résiduelle retenue par le rapport, après imputation de loyers de marché, ressort à 52,7 millions d'euros : le patrimoine représente ainsi plus de dix fois la valeur de l'exploitation dans la décomposition de l'expert lui-même. Une société dont plus de 90 % de la valeur décomposée réside dans ses immeubles ne peut être valorisée comme si cette proportion était inverse.

5.4. Le cas des boutiques de la Croisette illustre le propos jusqu'à la caricature : il s'agit d'actifs de pur rendement locatif — 8,2 millions d'euros de loyers en 2025, en progression de 14 % sur un an, extériorisant un rendement implicite d'environ 4,8 % sur la valeur d'expertise — donnés à bail à des enseignes internationales, sans le moindre caractère d'exploitation hôtelière ou casinotière. Il en va de même de la quote-part foncière du Majestic et du Gray d'Albion, dont la valeur locative est précisément celle que le scénario de cession-bail du rapport capitalise. Refuser à ce patrimoine le traitement d'une foncière tout en lui appliquant la fiscalité latente des foncières, ainsi qu'il a été montré au paragraphe 4.3.2, ne relève pas d'une doctrine d'évaluation : cela relève d'un choix de résultat.

5.5. Enfin, la clause dite de l'article 34 — le remboursement, sur quinze ans, de l'abattement fiscal attaché à l'exploitation du casino en cas de dissociation entre la propriété des murs et l'exploitation — est déduite pour 40,9 millions d'euros dans la somme des parties, alors qu'elle ne se déclencherait, par construction, qu'en cas de cession. Son inclusion dans une valorisation de continuité cumule ainsi les deux vices analysés plus haut : elle impute à un patrimoine conservé le coût d'un événement exclu, et elle le fait au titre d'un régime fiscal dont la Société revendique par ailleurs le maintien comme un élément de son modèle.

6. Valorisation contradictoire

6.1 Démarche retenue

6.1.1. La valorisation qui suit se veut délibérément conservatrice et opposable. Elle ne substitue pas aux travaux de l'expert des données extérieures qui prêteraient à discussion : elle part de ses propres chiffres — expertises immobilières de M. Colomer, montants de frottements chiffrés par le rapport, nombre d'actions post-fusion de 162 651 — et se borne à corriger les trois biais documentés aux sections précédentes : la déduction de frottements de cession dans un scénario de continuité de détention ; le maintien d'un actif significatif à sa valeur comptable ; et l'écartement des recoupements externes disponibles. Chaque correction est explicitée et peut être acceptée ou discutée séparément. L'auteur assume le caractère d'estimation de la correction relative à l'hôtel Carl Gustaf, en l'absence d'expertise produite — absence qui est précisément l'un des griefs formulés.

6.2 Somme des parties corrigée

6.2.1. Le point de départ est la somme des parties patrimoniale du rapport, en valeur centrale : 2 707,6 euros par action, assise sur les valeurs vénales Colomer — 284,0 millions d'euros pour les murs du Majestic, 170,2 millions pour les boutiques, 64,0 millions pour le Gray d'Albion — et sur la valeur nette comptable de 51,1 millions pour l'ensemble Carl Gustaf et Normandie, soit un patrimoine brut de 569,3 millions d'euros, auquel le rapport agrège la valeur d'exploitation et les éléments de bridge.

6.2.2. Première correction : la neutralisation des frottements de cession, pour les motifs exposés au paragraphe 4.3.3. La réintégration des 174,6 millions d'euros — impôt sur plus-values latentes, impôts différés, frais de cession, clause de l'article 34 — représente 1 073,5 euros par action et porte la valeur à 3 781,1 euros. Cette correction ne fait aucune hypothèse nouvelle : elle se borne à aligner le traitement des coûts de cession sur le scénario de continuité que l'Initiateur revendique lui-même.

6.2.3. Seconde correction : la substitution, à la valeur comptable de l'ensemble Carl Gustaf et Normandie, d'une estimation de valeur

vénale. L'auteur retient, à titre prudent, une valeur de 80 millions d'euros pour l'ensemble, soit environ 3,3 millions d'euros par clé pour l'hôtel — à comparer au niveau de 10,25 millions d'euros par clé extériorisé par la cession du Cap Estel citée au dossier, que le rapport écarte comme point aberrant, et aux performances d'exploitation de l'établissement rappelées au paragraphe 4.7.1. L'écart avec la valeur comptable, soit 28,9 millions d'euros, représente 177,7 euros par action et porte la valeur à 3 958,8 euros. Cette estimation a vocation à être remplacée par une expertise indépendante, dont la production est demandée.

6.2.4. Aucune correction n'est apportée, par prudence, ni à la valeur d'exploitation retenue par le rapport, ni aux valeurs Colomer elles-mêmes, alors même que la progression des loyers des boutiques de la Croisette et les niveaux extériorisés par les transactions récentes de palaces azuréens suggéreraient des ajustements à la hausse. En borne haute, l'application du haut de fourchette de la somme des parties du rapport, corrigé des seuls frottements, conduit à environ 4 350 euros par action.

Construction de la valeur (par action, 162 651 actions)	Montant (M€)	€ / action
Somme des parties patrimoniale du rapport (valeur centrale)	≈ 440,4	2 707,6
Réintégration des frottements de cession (§ 6.2.2)	+ 174,6	+ 1 073,5
Ensemble Carl Gustaf / Normandie en valeur estimée (§ 6.2.3)	+ 28,9	+ 177,7
Somme des parties corrigée — valeur centrale	≈ 643,9	≈ 3 959
Borne basse (sans correction Carl Gustaf)	≈ 615,0	≈ 3 781
Borne haute (haut de fourchette du rapport, frottements réintégrés)	≈ 707	≈ 4 350

Les montants par action sont arrondis. La conversion en millions d'euros est effectuée au nombre d'actions post-fusion retenu par la note d'information.

6.3 Recoupements

6.3.1. Quatre recoupements indépendants corroborent cette fourchette. Le premier est l'actif net réévalué établi en janvier 2023 par la banque Rothschild dans le cadre des opérations successorales du groupe de contrôle — c'est-à-dire à des fins où l'évaluateur n'avait

aucun intérêt à majorer la valeur : entre 521 et 603 millions d'euros de capitaux propres, soit, après prise en compte des 51,3 millions d'euros de résultats mis en réserve depuis lors, entre 3 519 et 4 023 euros par action ; cette fourchette, retenue par le groupe pour lui-même, recouvre largement la valeur centrale proposée, alors même qu'elle repose sur des valeurs d'actifs antérieures de trois ans à un cycle hôtelier azuréen porteur. Le deuxième est la somme des parties transactionnelle du rapport lui-même qui, corrigée des seuls frottements de cession, ressort à environ 3 808 euros par action. Le troisième est l'approche par les transactions comparables hôtelières : aux niveaux de 1,2 à 1,4 million d'euros par clé observés sur les cessions d'établissements de luxe de la Côte d'Azur, les 349 clés du Majestic représentent à elles seules une valeur de 419 à 489 millions d'euros, cohérente avec la reconstruction proposée dès lors qu'on y ajoute les autres actifs. Le quatrième est le plancher de marché : un cours moyen pondéré de 2 403 euros hors toute prime de contrôle, et des rompus systématiquement acquis par des tiers au-dessus de 2 700 euros, établissent que la borne basse de toute discussion se situe au-dessus du prix d'offre.²⁰

6.3.2. Un cinquième recoupement, d'une simplicité arithmétique, mérite d'être soumis à l'attention de l'Autorité. Au prix de 2 700 euros, la capitalisation induite de la Société ressort à environ 439 millions d'euros pour 162 651 actions. Ce montant est inférieur de près du quart à la valeur vénale brute des seuls actifs immobiliers telle qu'établie par les expertises commandées dans le cadre de l'opération — 569,3 millions d'euros, dont une composante encore comptable pour Saint-Barthélemy —, alors que la Société dispose d'une trésorerie consolidée positive, de 75,8 millions d'euros au 30 avril 2026, et d'un endettement modéré. En d'autres termes, le prix proposé aux minoritaires valorise l'ensemble de la Société — ses hôtels en exploitation, son casino, ses plages, ses boutiques, sa trésorerie et la totalité de ses perspectives — sensiblement au-dessous de la valeur de ses seuls murs, vides de toute activité. Ce constat ne requiert ni

²⁰ Voir les sections 4.7.2 et 4.7.3 (travaux de 2023), 4.1 (somme des parties transactionnelle) et 4.4 (références de marché), et leurs sources respectives.

modèle ni hypothèse : il résulte de la juxtaposition de deux chiffres figurant l'un et l'autre dans le dossier d'offre.

6.4 Synthèse

6.4.1. Au terme de ces travaux, l'auteur retient une fourchette de valeur de 3 780 à 4 350 euros par action, et une valeur centrale arrondie à 3 900 euros. Le prix d'offre de 2 700 euros extériorise, rapporté à cette valeur centrale, une décote d'environ 31 % ; rapporté à la borne basse de la fourchette — qui ne mobilise pourtant que les chiffres du rapport de l'expert, corrigés d'une seule incohérence interne —, une décote de 28,6 %. À titre de simple observation, le mémoire de valorisation établi en juin 2026 par plusieurs actionnaires minoritaires aboutissait, par une approche par somme des parties plus extensive, à 5 956 euros par action : la présente valorisation, sensiblement plus conservatrice, n'en conforte pas moins la conclusion commune — le prix proposé est significativement inférieur à la valeur de la Société, quelle que soit la sévérité des hypothèses retenues.

7. Demandes formulées auprès de l'Autorité

7.1. Au bénéfice de l'ensemble des observations qui précèdent, il est respectueusement demandé à l'Autorité, dans le cadre de l'examen de conformité du projet d'offre, de surseoir à toute déclaration de conformité en l'état du dossier, et d'user de ses prérogatives pour obtenir, en premier lieu, la production intégrale des expertises immobilières de M. Colomer pour l'ensemble des actifs, la réalisation et la production d'une expertise de valeur vénale de l'hôtel Carl Gustaf et de l'immeuble de Normandie, ainsi que la communication chiffrée des travaux d'évaluation conduits en 2023 par les banques Rothschild et Lazard, en ce compris la méthodologie d'actif net réévalué retenue et les valeurs extériorisées dans le cadre des opérations successorales du groupe.

7.2. Il est demandé, en deuxième lieu, que soit exposée une valorisation patrimoniale de la Société établie dans un scénario de continuité de détention, c'est-à-dire sans déduction des frottements attachés à une cession que l'Initiateur déclare lui-même exclue, et que soit justifiée, poste à poste, la compatibilité de cette valorisation avec le prix proposé ; que soit produite la décomposition complète du taux d'actualisation retenu, en ce compris la justification du recours à un référentiel de primes développé par le cabinet de l'expert lui-même et celle de la prime de taille appliquée dans le contexte d'un retrait obligatoire ; et que soit explicité le traitement du programme de rénovation du Majestic, s'agissant en particulier du cumul d'une charge dans les flux et d'une assimilation à la dette, de la provision pour aléas et du calendrier retenus.

7.3. Il est demandé, en troisième lieu, que soit mis en œuvre le pouvoir que l'Autorité tient de son règlement général, depuis la réforme issue de l'arrêté du 28 janvier 2020, de demander, en présence d'insuffisances significatives affectant le rapport de l'expert, la désignation d'un nouvel expert indépendant aux frais de la société, afin qu'il soit procédé à une nouvelle attestation d'équité — les développements de la section 4, et singulièrement le positionnement du prix au-dessous des propres valorisations patrimoniales du rapport, la neutralisation de la méthode patrimoniale par des frottements de

cession contradictoires avec le scénario de continuité, l'absence d'expertise d'un actif significatif et la participation de l'expert aux échanges ayant conduit à la fixation du prix qu'il atteste, caractérisant de telles insuffisances. Ce nouvel expert ne devrait pas avoir pris part auxdits échanges, au regard des conditions d'exercice de la mission rappelées à la section 4.9. À défaut pour l'Initiateur de porter le prix à un niveau cohérent avec la valeur patrimoniale de la Société — soit, au vu des présents travaux, un niveau qui ne saurait être inférieur à la borne basse de 3 780 euros par action —, l'auteur considère que les conditions d'une déclaration de conformité ne sont pas réunies, et se réserve l'exercice de toute voie de droit à l'encontre de la décision qui serait rendue.

8. Conclusion

8.1. Le dossier soumis à l'Autorité présente une singularité qui en résume la fragilité : il n'est pas nécessaire d'opposer au rapport de l'expert indépendant des travaux extérieurs pour établir l'insuffisance du prix — il suffit de le lire. Les sommes des parties du rapport dépassent le prix ; leur relégation repose sur une clause souscrite par l'Initiateur ; leur montant est minoré par les coûts d'une cession que le même dossier déclare exclue ; un actif majeur y demeure à sa valeur comptable faute d'expertise ; et le marché, dans le même temps, a constamment payé davantage que le prix proposé, jusqu'à priver l'Initiateur de la moindre acquisition de rompus. La valorisation contradictoire présentée en section 6, construite sur les chiffres mêmes du rapport, situe la valeur de l'action entre 3 780 et 4 350 euros, autour d'une valeur centrale de 3 900 euros.

8.2. L'expropriation boursière n'est acceptable qu'au prix de la pleine valeur. L'auteur des présentes fait confiance à l'Autorité pour tirer de ce dossier les conséquences qui s'imposent, et la remercie de l'attention portée aux présentes observations.

L'auteur

Actionnaire de la Société Fermière du Casino Municipal de Cannes

Annexe. Références de valeur et chronologie de l'opération

Référence	Valeur par action	Source
Prix d'offre	2 700 €	Note d'information
Transaction Casinvest (11 décembre 2025)	1 897 €	Note d'information
Cours de clôture au 8 décembre 2025	1 490 €	Rapport de l'expert
Cours moyen pondéré, 8 déc. 2025 - 28 mai 2026	2 403 €	Rapport de l'expert
Plus haut de la période (13 avril 2026)	2 500 €	Rapport de l'expert
DCF de l'expert (centrale ; fourchette)	2 128 € (1 672 - 2 611)	Rapport de l'expert
Somme des parties patrimoniale de l'expert	2 707,6 €	Rapport de l'expert
Somme des parties transactionnelle de l'expert	2 734,8 €	Rapport de l'expert
Actif net comptable post-fusion (30 avril 2026)	2 075,4 €	Note d'information
ANR Rothschild 2023 (opérations successorales), actualisé des réserves	3 519 - 4 023 €	Dossier ; calcul de l'auteur
Somme des parties corrigée — borne basse (§ 6.2)	≈ 3 781 €	Calcul de l'auteur
Somme des parties corrigée — valeur centrale (§ 6.2)	≈ 3 959 €	Calcul de l'auteur
Somme des parties corrigée — borne haute (§ 6.2)	≈ 4 350 €	Calcul de l'auteur
Mémoire d'actionnaires minoritaires (juin 2026)	5 956 €	Mémoire précité
Valeur centrale retenue par les présentes	≈ 3 900 €	Section 6

Chronologie de l'opération

Date	Événement
8 décembre 2025	Annonce de l'acquisition du bloc Casinvest et de l'intention de déposer une offre de retrait au même prix de 1 897 € ; dernier cours coté avant annonce : 1 490 €.
11 décembre 2025	Réalisation de l'acquisition du bloc Casinvest (environ 25,94 % du capital) à 1 897 € par action, assortie d'un engagement de conservation de l'hôtel Majestic de cinq ans.

déc. 2025 - mai 2026	Le titre cote entre 1 900 € et 2 500 € ; cours moyen pondéré de 2 403 € dans des volumes quadruplés ; plus haut de 2 500 € le 13 avril 2026.
15 janvier 2026	Non-opposition de l'AMF à la désignation de l'expert indépendant en l'absence de comité ad hoc (article 261-1-1, I du règlement général).
20 janvier 2026	Désignation du cabinet BM&A en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration.
9 avril 2026	Avis défavorable du comité social et économique sur l'opération.
21 mai 2026	Signature du traité de fusion SIEHM-SFCMC ; parité de 2,20 actions SFCMC pour 1 action SIEHM.
28 mai 2026	Relèvement du prix d'offre à 2 700 € (+ 42,3 %), « à la suite de discussions approfondies » incluant l'expert indépendant.
30 mai / 8 juin 2026	Rapports du commissaire à la fusion ; le rapport définitif relève que deux approches conduisent à des valeurs supérieures à la valeur des apports, à conclusion inchangée.
1er juillet 2026	Dépôt du projet de note d'information (établissements présentateurs : BNP Paribas et Société Générale) ; l'Initiateur n'a pu acquérir aucun rompu à 2 700 €, ceux-ci étant achetés à des prix supérieurs par des tiers.
22 juillet 2026	Remise du rapport de l'expert indépendant concluant au caractère équitable du prix de 2 700 €.
23 juillet 2026	Avis motivé favorable du conseil d'administration, rendu à l'unanimité.
24 juillet 2026	Dépôt du projet de note en réponse. L'offre demeure soumise à l'examen de conformité de l'Autorité.

