

SOCIÉTÉ FERMIÈRE DU CASINO MUNICIPAL DE CANNES

Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire — 2 700 € par action

Revue critique du rapport de l'expert indépendant

*Cabinet BM&A — rapport annexé à la note en réponse déposée le 24
juillet 2026*

Vérification des calculs, des statistiques et des références
transactionnelles

Note complémentaire aux observations d'actionnaire
Septembre 2026

1. Objet et méthode

La présente note complète les observations adressées à l'Autorité des marchés financiers 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 (« SFCMC »). Elle a un objet plus étroit : vérifier, ligne à ligne, les calculs, les statistiques et les références de marché sur lesquels repose le rapport du cabinet BM&A, expert indépendant, annexé à la note en réponse déposée le 24 juillet 2026.

Trois séries de contrôles ont été conduites. En premier lieu, chaque table chiffrée du rapport a été recalculée à partir de ses propres données d'entrée (nombre de titres, éléments de passage, coût du capital, sommes des parties, flux actualisés, tableau de synthèse). En deuxième lieu, les statistiques que l'expert tire de son échantillon de cinquante-sept transactions hôtelières (annexe 8.3) ont été reproduites afin d'en vérifier la cohérence avec le tableau qui les fonde. En troisième lieu, vingt-deux transactions de cet échantillon ont été confrontées aux sources publiques disponibles : base de transactions CFNews Immo, Business Immo, Hospitality ON, CoStar, communiqués des acquéreurs et des cédants, comptes publiés des émetteurs concernés.

Les constats sont classés selon leur nature — erreur factuelle, erreur de calcul, incohérence interne, choix méthodologique contestable — et, lorsque c'est possible, leur incidence sur la valeur par action est chiffrée. Les appréciations sont celles de l'auteur ; les faits cités sont sourcés. La note ne constitue ni un conseil en investissement, ni un avis juridique.

2. Synthèse des constats

Le rapport BM&A est, sur le plan strictement arithmétique, largement exact : le nombre de titres, la transaction Casinvest, le coût moyen pondéré du capital, les flux actualisés et les deux sommes des parties se recalculent à l'arrondi près. Les faiblesses se concentrent ailleurs, sur trois plans.

Les références transactionnelles ne sont pas fiables. L'échantillon de l'annexe 8.3 reproduit, au centime près, les champs de la base CFNews Immo sans retraitement ni vérification. Il en résulte un doublon (le Splendid de Cannes compté deux fois pour une seule cession), un classement erroné (le Garden Beach présenté en 5★ alors qu'il s'agit d'un

4★ fermé depuis 2020), un prix inexact (Pullman Montparnasse à 310 M€ contre 300 M€ officiels), une capacité surestimée (Le Yaca, 43 clés et non 48) et, sur au moins huit lignes, un périmètre « murs seuls » attribué à des opérations murs et fonds ou à des cessions de titres. Surtout, l'Hôtel 3.14 de Cannes, proposé par les minoritaires, a été écarté au motif que son prix « provenait de la base DVF » ; or les comptes annuels du groupe Partouche, émetteur coté, publient une plus-value de 57,0 M€ et une valeur nette comptable de 8,5 M€, soit un prix implicite d'environ 65 M€ pour les seuls murs d'un immeuble vacant de la Croisette — la référence cannoise la plus élevée du dossier.

Plusieurs statistiques ne se reproduisent pas. Les quartiles et moyennes globaux de l'échantillon sont exacts, mais les sous-tableaux par catégorie (5★), par localisation (Côte d'Azur) et par périmètre (PropCo) ne se retrouvent pas à partir des données du rapport, y compris après application des exclusions que l'expert annonce. Le texte donne pour la médiane PropCo un chiffre (884 k€) différent de celui de son propre tableau (897 k€). Les effectifs par état des locaux (20 + 2 + 27 + 3) totalisent 52 pour 56 lignes.

Des choix et des incohérences internes pèsent tous dans le même sens. Pour le Majestic, l'expert retient la moyenne de son échantillon (863 k€ par clé) là où il désigne lui-même la médiane (1 000 k€) comme la statistique robuste : l'écart vaut 184 € par action. Les frais de cession de 3 % sont assis non sur les seuls murs, comme le texte l'indique, mais sur les murs augmentés de la valeur de l'exploitation, qui n'est pas cédée. La fourchette de la somme des parties transactionnelle annoncée dans le texte (2 257 - 3 250 €) ne correspond pas au tableau (2 201 - 3 305 €) ; la fourchette patrimoniale du tableau de synthèse (2 270 - 3 127 €) n'est retrouvée nulle part dans le rapport. La sensibilité de la valeur patrimoniale au niveau des travaux est présentée à 2,4 fois celle du DCF pour la même hypothèse, ce qui fragilise en apparence la méthode la plus favorable aux minoritaires. Enfin, la colonne au 30 avril 2026 du tableau de passage ne totalise pas.

Corrigée des seuls points objectivables — médiane du Majestic, réintégration de l'Hôtel 3.14 dans l'échantillon du Gray d'Albion, capacité réelle du Yaca, frais de cession limités aux murs — la somme des parties transactionnelle de l'expert passe de 2 735 € à environ 3 000 € par action, avant toute discussion sur les frottements de cession et sur les paramètres du DCF, qui font l'objet des observations principales.

Constat	Nature	Réf. rapport	Incidence
Splendid Cannes compté deux fois (30 M€ murs / 40 M€ murs + fonds) pour une seule cession	Erreur factuelle	8.3.1 ; 8.3.3.3	Fausse les statistiques Cannes et PropCo ; le « seul cas permettant d'isoler l'effet du périmètre » n'existe pas
Garden Beach (Antibes) classé 5★ ; c'est un 4★ fermé depuis 2020, cédé en titres 30-40 M€ + 70 M€ de capex	Erreur factuelle	8.3.1 ; 4.3.6.2	Tire la statistique 5★ Côte d'Azur vers le bas (198 k€/clé)
Pullman Paris Montparnasse : 310 M€ ; prix officiel 300 M€, murs et fonds (société d'exploitation cédée)	Erreur factuelle	8.3.1	Mineure
Le Yaca : 48 clés ; capacité réelle ≈ 43 (dont 13 en 4★) ; cession de titres	Erreur factuelle	8.3.1 ; 4.3.6.2	€/clé sous-estimé de 12 % sur un comparable direct du Majestic (+33 €/action)
Hôtel 3.14 Cannes écarté (« prix DVF ») alors que les comptes Partouche impliquent ≈ 65 M€ pour les murs (≈ 690 k€/clé)	Erreur d'appréciation documentée	8.3.1 note ; 6.2.3.4	Référence cannoise la plus élevée exclue ; +51 €/action sur le Gray d'Albion
Périmètre « PropCo » attribué à des opérations murs + fonds ou à des cessions de titres (Westin Vendôme, 202 Rivoli, California, Mandarin, Yaca, Five Seas, La Pérouse...)	Erreur de qualification	8.3.1 ; 8.3.3.3	La comparaison PropCo / PropCo+OpCo (-28 %) n'est pas exploitable
Statistiques 5★, Côte d'Azur et PropCo non reproductibles ; médiane PropCo 884 (texte) ≠ 897 (tableau) ; effectifs état des locaux = 52 ≠ 56	Erreur de calcul / incohérence	8.3.3	Discrédite l'argument de « dispersion » qui fonde le rejet de la méthode
Majestic valorisé à la moyenne (863 k€) et non à la médiane (1 000 k€) que l'expert désigne comme robuste	Choix contestable	4.3.6.2-3	+184 €/action
Frais de cession 3 % assis sur murs + OpCo au lieu des seuls murs	Incohérence texte / calcul	4.3.6.3 ; 4.4.3.4	+10 à +13 €/action
Fourchette texte 2 257 - 3 250 € ≠ tableau 2 201 - 3 305 €	Incohérence interne	4.3.6.3	Traçabilité
Fourchette « expert immo » 2 270 - 3 127 € du tableau de synthèse absente du corps du rapport	Incohérence interne	4.6 / 5	Traçabilité
Sensibilité aux travaux :	Erreur de calcul	4.4.5 vs 4.5.2.2	Surestime 2,4 fois la

Constat	Nature	Réf. rapport	Incidence
$\pm 30\%$ = ± 129 M€ en somme des parties contre ± 55 M€ en DCF	probable		fragilité de la méthode patrimoniale
Colonne 30 avril 2026 du bridge : total (18,2) ne correspond ni à (6,2) ni à (30,2) ; colonne octobre : écart de 0,4 M€	Erreur de calcul	4.2.2	Mineure (colonne informative)
Prime sur ANC au 30 avril 2026 : 30,5 % annoncé, 30,1 % recalculé (2 700 / 2 075) ; date « 08/12/2026 » pour le cours de bourse	Coquilles	4.3.1 ; 4.6	Mineure

3. Les références transactionnelles (annexe 8.3)

3.1 Une reprise brute de la base CFNews Immo

Les prix par chambre de l'annexe 8.3 correspondent exactement au champ « valorisation par chambre » de la base de transactions CFNews Immo : 2 047 619 € pour le Courcheneige, 10 250 000 € pour le Cap Estel, 281 690 € pour le Pullman Mandelieu, 1 132 075 € pour La Pérouse, 988 372 € pour The Hoxton, 752 941 € pour le California, 197 740 € pour le Garden Beach, 1 485 507 € pour le Mandarin Oriental. Les dates, les sous-types (« 5★ », « Palace ») et les qualifications « PropCo » proviennent de la même source. Aucune des lignes examinées ne porte trace d'un retraitement : ni du périmètre (murs seuls, murs et fonds, cession de titres), ni de l'état réel de l'actif (ouvert, fermé, en friche), ni du classement officiel.

Cette méthode n'est pas en soi critiquable — CFNews est la base de référence du marché — mais elle impose un contrôle que le rapport ne documente pas. L'expert écrit lui-même que « faute d'information homogène, aucune autre ligne que le Splendid ne se prête à la décomposition » murs / fonds : c'est reconnaître que le périmètre des cinquante-six autres lignes n'a pas été vérifié.

3.2 Erreurs factuelles vérifiées

Vingt-deux transactions ont été confrontées aux sources publiques. Les constats sont les suivants.

Transaction (rapport)	Sources publiques	Verdict
Splendid Cannes — 31/01/2023 — 62 clés — 30 M€ PropCo et 40 M€ PropCo+OpCo (deux lignes)	CFNews : une seule opération ; l'hôtel « marketé quelque 30 M€ », fonds valorisé 10 M€ ;	Doublon. Une cession présentée comme deux ; 30 M€ est un prix de commercialisation, non un prix

Transaction (rapport)	Sources publiques	Verdict
	repreneur privé parisien	acté
Garden Beach, Antibes — 25/03/2026 — 5★ — 177 clés — 35 M€ PropCo	CFNews : sous-type 4★, cession de titres, « fermé au public depuis 2020 », 30-40 M€ « sans compter les plus de 70 M€ de capex pour le transformer en 5★ » ; mairie d'Antibes : projet 5★ de 170 chambres	Classement et périmètre erronés : friche 4★ cédée en titres ; le 5★ est prospectif
Pullman Paris Montparnasse — 25/07/2025 — 957 clés — 310 M€ PropCo	Cédant (URW) : cession « incluant la société d'exploitation et les actifs immobiliers » ; CoStar : 300 M€	Prix inexact (300 M€) et périmètre murs + fonds
Le Yaca, Saint-Tropez — 02/12/2024 — 48 clés — 50 M€ PropCo	L'Informé : « petite trentaine de chambres » + Hôtel Y (4★, 13 ch.) ≈ 43 clés ; reprise de la société Hôtels Yaca (titres) ; prix non communiqué	Capacité surestimée (48 vs ≈ 43) ; cession de titres ; prix non public
Hôtel 202 Rivoli, Paris — 16/10/2024 — 5★ — 175 clés — 190 M€ PropCo	CFNews : ex-Saint James & Albany, chambres fermées depuis 2019, « murs et fonds », 9 800 m ² × 19 388 €/m ² ; aucune donnée de capacité dans la fiche	Hôtel fermé, acquis murs et fonds pour redéveloppement ; « 175 clés » non sourcé ; 5★ prospectif
Westin Paris Vendôme — 30/01/2023 — 428 clés — 650 M€ PropCo	Dubai Holding : rachat de la participation de Henderson Park, montant non divulgué ; 650 M€ = valorisation de presse (React News) incluant 13 boutiques ; ~1 Md€ de capex annoncés	Cession de participation, valeur de presse, périmètre incluant du commerce
Hilton Paris Opéra — 04/03/2024 — 268 clés — 244 M€ PropCo	Communiqué CDL : 240 M€ ; acquéreur propriétaire-exploitant sous contrat Hilton	Prix officiel 240 M€ ; périmètre murs + exploitation
Mandarin Oriental Paris — 04/06/2024 — 138 clés — 205 M€ PropCo	Communiqué MOHG : cession de « ses intérêts » dans l'hôtel (murs et exploitation) pour 205 M€ + contrat de gestion 50 ans + 50 M€ de rénovation	Prix exact ; périmètre hôtel entier, non murs seuls
Hôtel California, Paris 8 — 25/01/2023 — 170 clés — 128 M€ PropCo	CFNews : cession de titres, hôtel « fermé depuis plus de deux ans », value-add	Cession de titres d'un actif fermé, non PropCo en exploitation
The Hoxton, Paris 2 — 22/12/2022 — 5★ — 172 clés — 170 M€	Classement officiel 4 étoiles ; prix « autour d'1 M€/clé selon nos sources » (CFNews) ; date antérieure au critère « postérieur à 2022 »	Classement erroné ; hors période annoncée
Hôtel le Courcheneige — 17/12/2025 — 4★ — 84 clés — 172 M€ (2 048 k€/clé)	CFNews / Kerzner : « près de 175 M€ », démolition-reconstruction en resort One&Only avec résidences de marque, ouverture 2030	Chiffre exact mais prix de foncier de redéveloppement ultra-luxe, cité par l'expert comme « la plus haute transaction 4★ » sans réserve
Hôtel Cap Estel, Èze — 17/07/2025 — 20 clés — 205 M€	Presse : « légèrement plus de 200 M€ », off market, Financière Agache, domaine de 2 ha ; « deux fois le tarif usuel »	Exact ; actif trophée hors marché, écarté à juste titre mais laissé dans les statistiques globales
Five Seas, Cannes — 09/09/2024 — 45 clés — 45 M€ PropCo	HVS, presse spécialisée : prix non communiqué ; acquéreur exploitant (Inwood)	Prix non public (1 M€/clé « rond ») ; périmètre douteux
Hôtel La Pérouse, Nice — 09/01/2026 — 53 clés — 60 M€ PropCo	CFNews, Business Immo : 60 M€ ; acquéreur exploitant (Compagnie Hôtelière de Bagatelle)	Confirmé ; périmètre probablement murs + fonds

Transaction (rapport)	Sources publiques	Verdict
Luxotel Cannes — 21/08/2025 — 4★ — 100 clés — 20 M€	CFNews : 4★, 100 chambres, « quelque 20 M€ », Cannes ouest, club deal	Confirmé ; actif d'entrée de gamme hors Croisette
Pullman Cannes Mandelieu — 07/03/2023 — 213 clés — 60 M€	CFNews, CoStar : « près de 60 M€ », murs et fonds, actif de 1981 avec casino	Confirmé ; Mandelieu, non Cannes
Pullman Paris Tour Eiffel — 2024 (330 M€) et 2026 (430 M€)	Business Immo : deux cessions réelles (Amundi → MSREI 330 M€ ; MSREI → consortium 430 M€)	Confirmé ; même actif pondéré deux fois
Palace des Neiges, Courchevel — 77 clés — 125 M€	CFNews : 78 clés, « entre 120 et 130 M€ », murs et fonds, fermé pour rénovation lourde ; SBM n'a pas divulgué	Confirmé à l'estimation près
Hôtel Marignan, Paris 8 — 19/12/2025 — 50 clés — 70 M€	CFNews : « un peu plus d'1,4 M€/clé », 45 chambres + 5 suites ; même date qu'une promesse Icade sur l'immeuble « Marignan » (402 M€, bureaux)	Cohérent ; date à vérifier
Le Damantin, Paris 8 — écarté	Audacia : cession d'une participation minoritaire dans l'exploitant	Exclusion justifiée

3.3 L'Hôtel 3.14 : une exclusion qui ne tient pas

Les minoritaires avaient proposé la cession, en juin 2025, des murs de l'immeuble ayant abrité l'Hôtel 3.14, boulevard de la Croisette, pour 52 M€ (94 clés, soit 557 k€ par clé). L'expert l'a écartée au seul motif que « le prix avancé par les minoritaires provenait de la base DVF, non homogène (traitement de la TVA et des droits non isolable) ».

Ce motif ne résiste pas à la lecture des comptes du cédant. Le groupe Partouche, émetteur coté, a publié le 27 janvier 2026 ses résultats de l'exercice 2024-2025 : ils font apparaître « 57,0 M€ de l'impact de la cession de l'immeuble qui a abrité l'Hôtel 3.14 » en résultat non courant, et la sortie de « la valeur résiduelle des murs de l'Hôtel 3.14 (-8,5 M€) ». Le prix de cession implicite ressort donc à environ **65 M€**, soit près de **690 k€ par clé** pour les murs nus d'un immeuble vacant depuis 2016, sans fonds de commerce, sans plage, sans casino. C'est, et de loin, la référence cannoise la plus élevée du dossier — au-dessus du Splendid (484 k€), du Luxotel (200 k€) et du Pullman Mandelieu (282 k€) que l'expert retient pour le Gray d'Albion.

Il ne s'agit pas d'un chiffre DVF, mais d'un prix audité, publié par une société cotée sous le contrôle de ses commissaires aux comptes. L'écartier revenait à priver l'échantillon cannois de sa seule transaction récente portant sur des murs de la Croisette. Réintégré dans l'échantillon du Gray d'Albion, il porte la moyenne de 342 à 400 k€ par clé (+51 € par action) ;

il est surtout de nature à recadrer la lecture que le rapport fait du marché cannois.

3.4 Des statistiques qui ne se reproduisent pas

Les quartiles, médianes et moyennes de l'échantillon complet (page 82) sont exacts. En revanche, les sous-tableaux qui fondent l'argumentation de l'expert sur la « dispersion » des prix ne se retrouvent pas à partir des données du rapport, même en appliquant les exclusions qu'il annonce (Cap Estel, Pullman Montparnasse, Garden Beach).

Statistique (k€/clé)	Rapport	Recalcul	Écart
5★ — Q1 / médiane / moyenne / Q3	1 000 / 1 078 / 1 125 / 1 316	971 / 1 021 / 1 048 / 1 233	-29 / -57 / -77 / -83
4★ — médiane	616	606	-10
Côte d'Azur — Q1 / médiane / moyenne / Q3	282 / 500 / 611 / 1 000	326 / 492 / 598 / 911 (hors exclus)	+44 / -8 / -13 / -89
Paris — moyenne	872	872 (hors exclus)	reproduit
PropCo — Q1 / médiane / moyenne / Q3	508 / 897 / 846 / 1 051	492 / 834 / 822 / 1 010 (hors exclus)	-16 / -63 / -24 / -41
PropCo — médiane citée dans le texte	884	897 dans le tableau du rapport	incohérence interne
PropCo+OpCo — Q1 / médiane / moyenne / Q3	500 / 645 / 755 / 1 000	500 / 645 / 755 / 1 000 (hors exclus)	reproduit
Effectifs par état des locaux	20 + 2 + 27 + 3 = 52	21 + 4 + 28 + 3 = 56	4 lignes manquantes
Cohérence prix ÷ clés	Dame des Arts 1 055 ; Amastan 563	1 009 ; 583	deux lignes

Ces écarts sont, pris un à un, de second ordre. Leur accumulation pose un problème de traçabilité : l'expert conclut que « l'hétérogénéité des périmètres et le caractère lacunaire de l'information privent les multiples observés de comparabilité », alors que les chiffres censés démontrer cette hétérogénéité ne sont pas eux-mêmes reconstituables. Une fois corrigés le classement du Garden Beach et de The Hoxton, le doublon du Splendid et le prix du Pullman Montparnasse, la statistique 5★ hors Cap Estel s'établit à 960 / 1 042 / 1 052 / 1 260 k€, et la statistique Côte d'Azur (avec l'Hôtel 3.14, hors Cap Estel) à 262 / 484 / 566 / 846 k€.

4. La somme des parties transactionnelle (§ 4.3.6)

Les calculs du tableau se recalculent : valeurs brutes des actifs (481,1 / 555,5 / 638,9 M€), plus-value, impôt à 25,83 %, valeur de l'exploitation (DCF diminué de la valeur actualisée du loyer de marché), passage à la valeur des capitaux propres et valeur par action (2 201 / 2 735 / 3 305 €). Trois points appellent des réserves.

4.1 La moyenne plutôt que la médiane pour le Majestic

L'échantillon retenu pour le Majestic compte cinq transactions (457, 686, 1 000, 1 042 et 1 132 k€ par clé). L'expert en retient la moyenne, 863 k€, comme valeur centrale, alors que la médiane s'établit à 1 000 k€. Le choix n'est pas neutre : tout au long de l'annexe 8.3, l'expert explique que la distribution des prix est « asymétrique », « tirée vers le haut » par quelques points atypiques, et que les moyennes en sont affectées — raisonnement qui conduit précisément à préférer la médiane. Ici, c'est l'inverse : la moyenne est tirée vers le bas par les deux actifs en repositionnement (Riviera Porte de Monaco, Penha Longa) que l'expert qualifie lui-même de non transposables, et c'est cette moyenne qui est retenue. À la médiane, le Majestic vaut 308 M€ au lieu de 265,9 M€ : +42 M€ bruts, soit, après impôt sur la plus-value et frais, +184 € par action (2 919 € au lieu de 2 735 €).

4.2 Des frais de cession assis sur un périmètre qui n'est pas cédé

Le rapport indique : « Frais : frais de cession, estimés à 3 % de la valeur des actifs ». Les montants déduits (15,4 / 18,7 / 22,2 M€) ne correspondent pas à 3 % de la valeur des murs (14,4 / 16,7 / 19,2 M€), mais à 3 % de la valeur des murs augmentée de la valeur de l'exploitation (513,6 / 622,9 / 740,8 M€). Le même mode de calcul est appliqué à la somme des parties patrimoniale (18,7 M€ = 3 % de 569,3 + 52,7). Or l'approche repose explicitement sur une cession-bail : les murs sont vendus, l'exploitation est conservée. Facturer des frais de cession sur l'OpCo est sans objet. L'incidence est modeste (1,6 à 3,1 M€, soit 10 à 13 € par action), mais le calcul contredit le texte qui le décrit.

4.3 Un texte qui ne correspond pas à son tableau

Le paragraphe de conclusion indique que « l'approche aboutit à une valeur par action comprise entre environ 2 257 € et 3 250 € (valeur centrale 2 735 €) ». Le tableau immédiatement au-dessus donne 2 201,2 € et 3 305,3 €. L'écart (-56 € et +55 €) suggère qu'une version antérieure du calcul n'a pas été mise à jour. De même, le tableau de synthèse du § 5 attribue à la somme des parties « expert immobilier » une fourchette 2 270 – 3 127 € qui n'apparaît nulle part dans le corps du rapport : la valeur centrale (2 707 €) est bien celle du § 4.4.4, mais aucune combinaison de la table de sensibilité du § 4.4.5 ne produit 3 127 €.

5. La somme des parties patrimoniale (§ 4.4)

L'arithmétique est exacte : 569,3 M€ de valeurs vénales, plus-value de 209,1 M€ sur une valeur comptable de 360,2 M€, impôt de 54,0 M€, valeur de l'exploitation de 52,7 M€ (353,1 M€ de DCF moins 300,4 M€ de loyers actualisés à 8,9 % - 1,8 %), valeur des capitaux propres de 440,4 M€, soit 2 707,6 € par action. La cohérence entre l'impôt sur la plus-value (54,0 M€) et la réintégration des impôts différés passifs (61,0 M€) a été vérifiée : leur somme correspond bien à l'impôt sur l'écart entre valeur vénale et valeur fiscale, sous réserve que l'IDP soit mesuré au taux de 25,83 %.

5.1 Une sensibilité aux travaux incohérente avec le DCF

Le tableau du § 4.4.5 fait varier la valeur patrimoniale selon le « niveau d'aléa sur les travaux ». À taux constant, une variation de ± 30 % des travaux déplace la valeur de 2 707,6 € à 3 500,2 € ou 2 102,6 €, soit ± 793 € par action, ± 129 M€. Or, dans le DCF du Majestic (§ 4.5.2.2), la même hypothèse de ± 30 % déplace la valeur d'entreprise de ± 55 M€ seulement (289,6 / 234,9 / 178,6 M€). La valeur de l'exploitation retenue dans la somme des parties étant précisément ce DCF diminué des loyers, une variation des travaux devrait s'y répercuter pour le même montant : ± 55 M€, soit ± 338 € par action, et non ± 793 €.

L'écart, d'un facteur 2,4, ne s'explique par aucun élément du rapport : l'enveloppe totale des travaux est d'« environ 330 M€ » bruts, dont la valeur présente nette d'impôt retenue dans l'évaluation s'établit à 188 M€ (77,8 M€ de capex techniques dans le bridge et 110,3 M€ de montée en gamme dans les flux). Une sensibilité de 129 M€ pour 30 % supposerait une base de 430 M€, supérieure à l'enveloppe brute elle-même. Le tableau surestime donc considérablement la fragilité de la méthode patrimoniale face au risque de chantier — méthode que l'expert écarte ensuite comme « théorique ». À l'inverse, les axes « CMPC » des deux tableaux sont cohérents entre eux.

5.2 Le loyer de Saint-Barthélemy

Le loyer de marché de Fouquet's Saint-Barth est « estimé par nos soins » à 4 % de la valeur nette comptable (51,1 M€), soit 2,0 M€, et déduit de l'exploitation sans qu'aucune valeur vénale ne soit retenue en contrepartie pour les murs. L'asymétrie est notable : l'actif supporte le loyer d'un propriétaire, mais n'est valorisé qu'à son coût historique. Ce point rejoint l'observation principale sur l'absence d'expertise du Carl Gustaf.

6. Éléments de passage et coût du capital (§ 4.2)

Le coût moyen pondéré du capital se recalcule exactement à partir des paramètres affichés : bêta réendetté $0,62 \times (1 + 0,75 \times 0,36) = 0,79$; coût des fonds propres $3,1 + 2,3 + 2,9 + 2,2 + 0,3 = 10,8$ % ; coût de la dette après impôt 3,8 % ; CMPC $0,265 \times 3,8 + 0,735 \times 10,8 = 8,9$ %. On relève seulement que la borne haute de la fourchette (11,1 %) est obtenue en supprimant tout levier financier (« - »), ce qui n'est pas une hypothèse de sensibilité mais un changement de structure : la fourchette annoncée (8,0 - 11,1 %) est en réalité asymétrique par construction.

Le tableau de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres appelle deux remarques de calcul. La colonne au 31 octobre 2025 totalise -7,4 M€ selon ses propres lignes $(-6,8 - 0,8 - 2,4 + 0,4 - 12,0 + 14,5 - 0,3)$, et non -7,0 M€ ; l'écart de 0,4 M€ peut tenir au traitement net d'impôt des provisions, non explicité. La colonne au 30 avril 2026, présentée à titre d'information, ne totalise pas : les lignes affichées donnent -6,2 M€ si les « autres éléments » (+12,0) sont additionnés, -30,2 M€ s'ils sont soustraits — jamais les -18,2 M€ affichés, qui correspondent à une somme ignorant cette ligne. La colonne n'étant pas utilisée dans l'évaluation, l'incidence est nulle ; l'erreur de présentation demeure.

7. DCF, transaction Casinvest et tableau de synthèse

Les résultats du DCF se recalculent : valeurs terminales (137,7 M€ hors Majestic, 586,9 M€ Majestic) cohérentes avec un taux de capitalisation de 7,1 %, actualisation à mi-année sur 9,5 et 21,5 ans, valeur d'entreprise consolidée de 353,1 M€, valeur des capitaux propres de 346,1 M€, soit 2 128 € par action $(1\,672 - 2\,611 \text{ €})$, et prime de 27 % du prix d'offre. La transaction Casinvest $(40\,894 \text{ actions} \times 1\,897 \text{ €} = 77,6 \text{ M€} ; 25,94 \text{ \% du capital antérieur à la fusion ; valeur implicite } 299 \text{ M€})$ est exacte. Le nombre de titres post-fusion $(157\,664 + 2\,267 \times 2,20 = 162\,651)$ est exact.

Le tableau de synthèse comporte trois coquilles : la date du cours de bourse « 08/12/2026 » (pour 2025) ; la prime sur l'actif net comptable au 30 avril 2026 annoncée à 30,5 % alors que $2\,700 / 2\,075$ donne 30,1 % ; et la fourchette 2 270 - 3 127 € évoquée au § 4.3 ci-dessus. On note enfin que l'expert compare un DCF des banques à 2 081 € et le sien à 2 128 €, mais que la synthèse ne fait pas apparaître les deux références qu'il retient à titre principal (Casinvest 1 897 € et DCF 2 128 €) au même niveau que les deux sommes des parties (2 707 € et 2 735 €), toutes deux supérieures au prix — ce qui est le cœur des observations principales.

8. Conclusion

Le rapport BM&A est arithmétiquement solide dans ses méthodes principales, mais l'appareil de références de marché sur lequel il s'appuie pour écarter l'approche transactionnelle est défaillant : données recopiées sans vérification, doublon, classements et périmètres erronés, statistiques non reproductibles, et surtout une référence cannoise majeure — l'Hôtel 3.14, documentée par les comptes audités d'un émetteur coté — écartée sur un motif inexact. À ces défauts s'ajoutent des choix qui, sans être fautifs, jouent tous dans le sens d'une minoration (moyenne plutôt que médiane, frais assis sur l'exploitation) et des incohérences internes (texte contre tableau, sensibilité aux travaux surestimée 2,4 fois) qui affectent la traçabilité d'un document destiné à fonder une attestation d'équité.

Corrigée des seuls points objectivables de la présente note, la somme des parties transactionnelle de l'expert s'établit à environ 3 000 € par action ; la somme des parties patrimoniale demeure à 2 718 €. Ces deux valeurs, calculées avec les hypothèses de l'expert lui-même, restent supérieures au prix de 2 700 € — avant toute discussion sur les frottements de cession d'un scénario que l'initiateur écarte, sur les paramètres du DCF, ou sur la valeur du Carl Gustaf, qui font l'objet des observations principales.

Il est demandé à l'Autorité de tenir compte de ces constats dans son examen de la conformité, et d'inviter l'expert à rectifier son annexe 8.3, à reproduire ses statistiques à partir de données vérifiées, à justifier l'exclusion de l'Hôtel 3.14 au regard des comptes publiés par le cédant, et à mettre en cohérence ses tableaux de sensibilité et de synthèse.

Annexe — Sources consultées

- Note en réponse SFCMC déposée à l'AMF le 24 juillet 2026, rapport de l'expert indépendant BM&A (111 pages), notamment §§ 4.2 à 4.6, 5, 6.2.3.4 et annexes 8.2 à 8.4.
- Projet de note d'information de la Société de Participation Deauvillaise (juillet 2026).
- Groupe Partouche, communiqué du 31 mars 2025 (promesse de vente de l'immeuble de l'Hôtel 3.14, Cannes) ; communiqué du 27 juin 2025 (réalisation) ; communiqué de résultats annuels 2024-2025 du 27 janvier 2026 (« 57,0 M€ de l'impact de la cession de l'immeuble qui a abrité l'Hôtel 3.14 » ; « valeur résiduelle des murs (-8,5 M€) »).
- CFNews Immo, base de transactions : fiches Courcheneige (17/12/2025), Cap Estel (17/07/2025), 202 rue de Rivoli (16/10/2024), Splendid Cannes (31/01/2023), Pullman Cannes Mandelieu (07/03/2023), Garden Beach (25/03/2026), La Pérouse (09/01/2026), The Hoxton (22/12/2022), California (25/01/2023), Mandarin Oriental (04/06/2024), Palace des Neiges (04/10/2023), Hilton Paris Opéra (04/03/2024), 5 rue François Einesy Cannes (27/06/2025) ; articles « Le 4★ Luxotel change de main » (08/09/2025), « Décryptage d'une cession hôtelière prime : le Marignan » (02/02/2026), « Le Westin Paris-Vendôme repris par son minoritaire », « Le Damantin, plus importante transaction hôtelière du T1 ».
- Business Immo, « Un quatuor s'empare du Pullman Paris Tour Eiffel » (17/04/2026) ; Hospitality ON, même opération.
- City Developments Ltd, communiqué « CDL acquires Hilton Paris Opera hotel for €240 million » (mars 2024).
- CoStar, « Paris Pullman Montparnasse sells for €300 million » (2025) ; Clifford Chance, communiqué du conseil de Bain Capital (août 2025).
- Dubai Holding, communiqué « Dubai Holding takes full ownership of The Westin Paris-Vendôme » (27/02/2023).
- Mandarin Oriental Hotel Group, communiqué relatif à la cession de Mandarin Oriental Paris (juin 2024).
- L'Informé, « Rodolphe Saadé s'offre un hôtel 5 étoiles à Saint-Tropez » (02/12/2024) ; La Tribune de l'Hôtellerie, « Le Yaca change de main ».

- L'Hôtellerie-Restauration et TourMaG, rachat du Cap Estel (juillet 2025).
- HVS, Europe Hotel Transactions Bulletin, semaine du 6 septembre 2024 (Five Seas Cannes, prix non communiqué).
- Audacia, communiqué du 4 avril 2023 (cession de la participation dans Le Damantin).
- Mairie d'Antibes, déclaration publique relative au Garden Beach (2025) ; classements Atout France pour The Hoxton Paris et le Garden Beach.