OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

visant les actions de la société

initiée par la société

CASIGRANGI

NOTE EN REPONSE ETABLIE PAR SOCIETE FRANCAISE DE CASINOS

En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« **AMF** ») a apposé le visa n°21-121 en date du 27 avril 2021 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par Société Française de Casinos et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L.621-8-1 I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Avis Important

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet SORGEM Evaluation, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente Note en Réponse.

La Note en Réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur le site internet de Société Française de Casinos (www.casinos-sfc.com). Elle peut également être obtenue sans frais auprès de :

SOCIÉTÉ FRANCAISE DE CASINOS
16 Cours Albert 1er
75008 Paris
France

Conformément aux articles 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, comptables et financières de Société Française de Casinos seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public selon les mêmes modalités au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Un communiqué de presse sera publié conformément aux dispositions de l'article 221-3 du règlement général de l'AMF pour informer le public des modalités de mises à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE 3
2. CONTEXTE ET CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE 4
2.1. Contexte et motifs de l'Offre 4
2.2. Titres et droits donnant accès au capital de la Société 5
2.3. Caractéristiques de l'Offre 6
2.3.1. Principaux termes de l'Offre 6
2.3.2. Autorisations réglementaires 6
2.3.3. Seuil de caducité 6
2.3.4. Intentions de l'Initiateur concernant le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre 6
2.4. Modalités de l'Offre 7
2.4.1. Procédure de présentation des actions à l'Offre 7
2.4.2. Interventions de l'Initiateur sur le marché pendant la période d'offre 8
3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 8
4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 13
5. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES 13
6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE 13
7. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE 13
7.1. Structure et répartition du capital 13
7.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions 14
7.3. Participations directes et indirectes dans le capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres 14
7.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci 14
7.5. Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier 15
7.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote. 15
7.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société 15
7.7.1. **Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration** 15
7.7.1.1. Composition 15
7.7.1.2. Limite d'âge – Durée des fonctions 15
7.7.1.3. Vacances - Cooptation 15
7.7.1.4. Propriété d'une action 15
7.7.2. **Règles applicables à la modification des statuts de la Société** 15
7.8. Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions 16
7.9. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société 16
7.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'Administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique. 16
8. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE SOCIÉTÉ 16
9. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT 16
10. MODALITE DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE 16
11. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE 17

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 2°, 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, la société Casigrangi, société par actions simplifiée au capital de 3.412.340,40 euros, dont le siège social est situé Place du maréchal Foch, 50400 Granville, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Coutances sous le numéro 843 404 559 (l'« **Initiateur** »), société contrôlée au plus haut niveau par Monsieur Philippe Ginestet, propose de manière irrévocable aux actionnaires de Société Française de Casinos, société anonyme à conseil d'administration au capital de 11.763.605,70 euros, dont le siège social est situé 16 Cours Albert 1er, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 393 010 467 (la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché règlementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0010209809 et le mnémonique SFCA, d'acquérir dans les conditions décrites dans le projet de note d'information déposé auprès de l'AMF par ODDO BHF SCA (l' « **Etablissement Présentateur** ») pour le compte de l'Initiateur le 1er avril 2021 (le « **Projet de Note d'Information** »), la totalité des actions qui ne sont pas détenues par l'Initiateur à un prix de 1,70 euro par action (le « **Prix de l'Offre** ») payable exclusivement en numéraire, dans les conditions décrites dans le Projet de Note d'Information (l'« **Offre** »).

A la suite de l'Acquisition de Blocs Définitive (tel que ce terme est défini ci-après à la Section 2.1 (« ***Contexte et motifs de l'Offre*** ») de la Note en Réponse), l'Initiateur détenait, directement, 3.823.107 actions représentant autant de droits de vote, soit 75,07% du capital et des droits de vote[1] de la Société. L'Initiateur a par ailleurs acquis 132.943 actions de la Société entre le 7 avril 2021 et le 26 avril 2021 (inclus) au Prix de l'Offre, conformément à l'intention qu'il avait exprimée dans le Projet de Note d'Information et en application de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF. A la date de la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »), l'Initiateur détient, directement, 3.956.050 actions représentant autant de droits de vote, soit 77,68% du capital et des droits de vote de la Société.

L'Offre vise la totalité des actions non encore détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, soit un nombre total maximum de 1.136.420 actions représentant 22,32% du capital et des droits de vote à la date des présentes.

A la date de la Note en Réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autres que les actions de la Société.

Dans la mesure où l'Initiateur a, en conséquence de l'Acquisition de Blocs Définitive, franchi le seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3 I du Code monétaire et financier et de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF. La durée de l'Offre sera de 10 jours de négociation. L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, elle ne pourra pas être rouverte en application de l'article 232-3 du règlement général de l'AMF.

La Société n'étant pas en mesure de constituer un comité *ad hoc* composé au moins de trois membres dont une majorité d'indépendants au sein du conseil d'administration conformément aux dispositions de l'article 261-1 I 1° et II du règlement général de l'AMF, la Société a proposé à l'AMF la nomination du cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Maurice Nussenbaum, en qualité d'Expert Indépendant.

[1] Sur la base d'un capital composé de 5.092.470 actions représentant autant de droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

En l'absence d'opposition de l'AMF, le conseil d'administration de la Société a désigné à l'unanimité, dans une décision adoptée le 8 janvier 2021, le cabinet SORGEM Evaluation, 11, rue Leroux – 75116 Paris, en qualité d'expert financier indépendant aux fins d'émettre un avis sur les conditions et modalités financières de l'Offre (l'« **Expert Indépendant** »).

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF.

2. CONTEXTE ET CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

2.1. Contexte et motifs de l'Offre

Il est rappelé que le 31 décembre 2019, la société Circus Casino France (« **Circus** ») avait signé des contrats de cession en vue d'acquérir un bloc de contrôle de 50,05% du capital et des droits de vote de la Société, composé de (i) l'intégralité de la participation détenue par la société Framéliris (soit 37,05% du capital et des droits de vote de la Société) et (ii) d'une partie de la participation détenue par la société Foch Investissements (représentant 13,00% du capital et des droits de vote de la Société) dans le cadre de cessions hors marché au prix de 1,44 € par action (le « **Projet d'Acquisition Circus** »).

Dans ce contexte, le 25 février 2020, le conseil d'administration de la Société a décidé de nommer la société Advolis, représentée par Monsieur Hugues de Noray, en qualité d'expert indépendant en vue du projet d'offre publique d'achat simplifiée devant être déposé par Circus à l'issue de la réalisation du Projet d'Acquisition Circus.

Le 14 mai 2020, faisant suite à la fermeture des casinos exploités par la Société en raison des décisions ministérielles prises dans le cadre de la crise du Covid-19, Circus a décidé de renoncer à la transaction envisagée, par l'activation d'une condition suspensive lui permettant de renoncer à la transaction en cas de fermeture des établissements exploités par la Société pendant plus de 10 jours.

Suite à cette décision, l'Initiateur a entamé des discussions avec les principaux actionnaires de la Société et a conclu, le 23 juillet 2020, des protocoles d'accord exclusifs et des protocoles de cession en vue d'acquérir au minimum 50,1% du capital et des droits de vote de la Société, par le biais notamment de l'acquisition de la participation de Foch Investissements et Verneuil Participations, sous condition suspensive de l'obtention de l'autorisation du Ministère de l'Intérieur conformément aux dispositions de l'article L. 323-3 du Code de la sécurité intérieure, et pour un prix de 1,70 € par action. Dans le prolongement de ces acquisitions, l'Initiateur a conclu, le 1er août 2020, un acte de cession sous conditions suspensives avec Framéliris, en vue d'acquérir l'intégralité de sa participation (telle que décrite ci-dessus) (l' « **Acquisition de Blocs** »).

Le 31 juillet 2020, Circus a assigné en référé d'heure à heure la Société et Framéliris, aux fins notamment de (i) forcer Framéliris à conclure un acte de cession visant l'intégralité des titres détenus par cette dernière au prix de 1,50 € par action, et (ii) d'interdire la cession des titres détenus par Framéliris au profit d'une autre société, en se prévalant d'une lettre d'offre conclue avec Framéliris en juin 2020.

Le 5 août 2020, Circus a été déboutée de l'intégralité de ses prétentions, par une ordonnance rendue par le Président du tribunal de commerce de Paris. Circus a ensuite interjeté appel de cette décision, dont l'audience d'appel s'est tenue le 8 mars 2021. Par un arrêt en date du 14 avril 2021, la Cour d'appel de Paris a confirmé dans toutes ses dispositions l'ordonnance du 5 août 2020. Les 27 octobre et 30 octobre 2020, Circus a assigné au fond, respectivement, Framéliris et l'Initiateur afin de voir condamnée Framéliris à régulariser, sous astreinte, le contrat de cession des titres sous conditions suspensives portant sur les actions de la Société détenues par cette dernière, et de rendre opposable cette décision à l'Initiateur.

Framéliris sollicite le débouté de Circus de l'ensemble de ses demandes au motif notamment que l'accord dont tente de se prévaloir Circus est simplement un engagement de négociation qui ne donnait aucun droit sur les titres de Société Française de Casino. De la même manière, l'Initiateur sollicite le débouté des demandes de Circus au motif qu'il a régulièrement acquis la propriété des titres cédés par Framéliris.

La Société n'est plus, à la date de la Note en Réponse, partie au litige, qui concerne uniquement Framéliris et l'Initiateur. A la connaissance de la Société, ce litige ne devrait pas avoir d'incidence sur l'Offre et le Prix de l'Offre, tel que détaillés à la Section 1 (*« **PRESENTATION DE L'OFFRE** »*) ci-dessus.

L'Acquisition de Blocs ayant été agréée par le Ministère de l'Intérieur le 4 novembre 2020, et Framéliris ayant confirmé à l'Initiateur la libre cessibilité des actions qu'elle détenait, l'Initiateur a acquis le 21 décembre 2020, par voie de cessions hors marché, l'intégralité des actions de la Société détenues par Foch Investissements, Verneuil Finance et Framéliris, formant un bloc de contrôle représentant 75,07% du capital et des droits de vote de la Société à cette date (l' « **Acquisition de Blocs Définitive** »), soit respectivement :

- 942.415 actions représentant 18,50% du capital de la Société auprès de Foch Investissements ;
- 994.065 actions représentant 19,52% du capital de la Société auprès de Verneuil Finance ; et
- 1.886.627 actions représentant 37,05% du capital de la Société auprès de Framéliris.

L'Acquisition de Blocs Définitive a fait l'objet d'un communiqué de presse de la Société publié le 21 décembre 2020 sur son site Internet.

Conformément aux articles 233-1, 2° et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Acquisition de Blocs Définitive ayant fait franchir à l'Initiateur les seuils de 30% et de 50% des titres de capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a déposé le projet d'Offre tel que décrit dans la note d'information visée par l'AMF.

Le 1er avril 2021, les termes de l'Offre ont été approuvés par le conseil d'administration de la Société, qui a considéré, connaissance prise du rapport de l'Expert Indépendant, que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, ses actionnaires et ses salariés. L'avis motivé du conseil d'administration de la Société est reproduit à la Section 3 de la Note en Réponse.

Le 1er avril 2021, l'Etablissement Présentateur a déposé, pour le compte de l'Initiateur, le Projet de Note d'Information, détaillant les termes de l'Offre, conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 I du règlement général de l'AMF, l'Établissement Présentateur garantit le contenu et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Dans ce contexte, le 1er avril 2021, la Société a déposé le Projet de Note en Réponse à l'Offre, conformément à l'article 231-26 du règlement général de l'AMF.

2.2. Titres et droits donnant accès au capital de la Société

A la connaissance de la Société, il n'existe, à la date de la Note en Réponse, aucun droit, option, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autre que les actions ordinaires de la Société.

A la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote théoriques de la Société à la date de la Note en Réponse est la suivante :

	Nombre d'actions et de droits de vote	% du capital et des droits de vote
Casigrangi[(1)]	**3.956.050**	**77,68 %**
Circus Casino France	730.324	14,34 **%**
Public et autres actionnaires	406.096	7,97 **%**
Total	**5.092.470**	**100,00%**

Note : (1) En ce compris les 132.943 actions acquises par l'Initiateur entre le 7 avril 2021 et le 26 avril 2021 (inclus) au Prix de l'Offre, conformément à l'intention exprimée dans le projet de note d'information et en application de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

2.3. Caractéristiques de l'Offre

2.3.1. Principaux termes de l'Offre

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir, au prix de 1,70 euro par action, la totalité des actions existantes à ce jour et non détenues directement et indirectement par l'Initiateur à la date de la Note en Réponse, soit 1.136.420 actions représentant 22,32% du capital et des droits de vote de la Société, et qui seront présentées à l'Offre pendant une période de 10 jours de négociation.

2.3.2. Autorisations réglementaires

L'Acquisition de Blocs Définitive était conditionnée à la réalisation de plusieurs conditions suspensives dont l'agrément du projet d'acquisition par le Ministère de l'Intérieur.

L'agrément du Ministère de l'Intérieur a été obtenu le 4 novembre 2020, et la condition suspensive a été levée. L'agrément du Ministère de l'Intérieur a fait l'objet d'un communiqué de presse de la Société publié le 5 novembre 2020 sur son site Internet.

2.3.3. Seuil de caducité

L'Offre n'est soumise à aucune condition prévoyant la présentation d'un nombre minimum d'actions pour qu'elle ait une suite positive.

2.3.4. Intentions de l'Initiateur concernant le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre

L'Initiateur a indiqué dans le Projet de Note d'Information que, par une déclaration de franchissement de seuils et d'intention n°221C0564 en date du 15 mars 2021, et d'une déclaration n°221C0784 du 14 avril 2021, Circus a déclaré détenir un bloc de 730 324 actions représentant 14,34% du capital et des droits de vote de la Société, et a déclaré ne pas avoir l'intention d'apporter ses actions à l'Offre (avis n°221C0713). Dans ce contexte, les actionnaires n'ayant pas apportés leurs actions à l'Offre représenteront plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre, de sorte que l'Initiateur ne sera pas en mesure à l'issue de l'Offre, de mettre en œuvre un retrait obligatoire.

Néanmoins, l'Initiateur a indiqué se réserver la possibilité de déposer un projet d'offre publique de retrait ou d'offre publique d'achat simplifiée selon le cas, suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire dans les conditions prévues par le règlement général de l'AMF. Il n'exclut pas, dans ce cadre, d'accroître sa participation dans la Société postérieurement à l'issue de l'Offre et préalablement au dépôt d'une nouvelle offre, le cas échéant au moyen d'une opération sur le capital de la Société ou par acquisition de titres sur le marché ou hors marché au Prix de l'Offre, étant précisé que l'Initiateur n'envisage pas d'entamer des démarches volontaires avec Circus à l'effet d'acquérir leur participation. Aucune augmentation de capital, ni dans son principe, ni dans son montant n'a encore été décidée à ce jour, étant précisé que celle-ci serait réalisée au Prix de l'Offre.

Dans ce cas, le retrait obligatoire sera conditionné à la déclaration de conformité de l'AMF au regard, notamment, du rapport de l'expert indépendant qui devra être nommé conformément aux dispositions de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF.

2.4. Modalités de l'Offre

L'Offre sera ouverte pour une période de 10 jours de négociation.

L'Offre revêt un caractère obligatoire et sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas ré-ouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre.

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté à la section 2.1.4 de la Note d'Information.

2.4.1. Procédure de présentation des actions à l'Offre

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

Les actionnaires qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs actions un ordre de vente irrévocable conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par cet intermédiaire, au plus tard à la date de clôture de l'Offre telle que figurant à la section 2.1.4 de la Note d'Information.

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs actions à l'Offre devront passer un ordre de vente irrévocable au Prix de l'Offre :

- Auprès de leur intermédiaire financier – teneur de compte pour les actionnaires détenant leurs actions sous la forme au porteur ou au nominatif administré ;

- Auprès de Financière d'Uzès – 13 rue d'Uzès, 75002 Paris, assurant la gestion du service titres et du registre nominatif de la Société, pour les actionnaires détenant leurs actions sous la forme au nominatif pur.

Les actionnaires dont les actions sont inscrites en compte au nominatif et qui souhaitent les apporter à l'Offre doivent demander l'inscription de leurs actions au porteur (i) auprès de leur intermédiaire financier si leurs actions sont détenues sous la forme au nominatif administré, ou (ii) auprès de Financière d'Uzès si leurs actions sont détenues sous la forme au nominatif pur.

L'Offre s'effectuera par achats sur le marché, le règlement-livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution. Les frais de négociation (à savoir les frais de courtage et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

Les ordres de présentation des actions à l'Offre seront irrévocables.

2.4.2. Interventions de l'Initiateur sur le marché pendant la période d'offre

L'Initiateur a indiqué dans le Projet de Note d'Information se réserver le droit, à compter du dépôt du Projet de Note d'Information jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir des actions de la Société sur le marché ou hors marché, dans les limites des dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société[2] se sont réunis le 1er avril 2021, sous la présidence de Monsieur Dominique Gortari, en sa qualité de Président Directeur Général, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. L'ensemble des membres du Conseil d'administration de la Société étaient présents.

Les termes de l'Offre ont été rappelés aux membres du Conseil d'administration, tels que repris dans le Projet de Note d'Information transmis par l'Initiateur, qui ont ensuite étudié le projet de note en réponse, tel que déposé le 1er avril 2021 par la Société auprès de l'AMF.

Le conseil d'administration a ainsi rendu l'avis motivé suivant, à l'unanimité de ses membres.

Un extrait du procès-verbal de cette réunion contenant l'avis motivé du Conseil d'administration est reproduit ci-dessous :

« *Rappel des termes de l'Offre :*

*Le Président indique que le Conseil est réuni en vue d'examiner le projet d'offre publique d'achat simplifiée initiée par la société Casigrangi, société par actions simplifiée dont le siège social est situé Place du maréchal Foch, 50400 Granville, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Coutances sous le numéro 843 404 559 (l'« **Initiateur** »), visant les actions de la Société (l'« **Offre** ») et de rendre un avis motivé sur ce projet d'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »).*

*Le Président rappelle que le 31 décembre 2019, la société Circus Casino France (« **Circus** ») avait signé des contrats de cession en vue d'acquérir un bloc de contrôle de 50,05% du capital et des droits de vote de la Société, composé de (i) l'intégralité de la participation détenue par la société Framéliris (soit 37,05% du capital et des droits de vote de la Société) et (ii) d'une partie de la participation détenue par la société Foch Investissements (représentant 13,00% du capital et des droits de vote de la Société) dans le cadre de cessions hors marché au prix de 1,44 € par action (le « **Projet d'Acquisition Circus** »).*

Dans ce contexte, le 25 février 2020, le conseil d'administration de la Société avait décidé de nommer la société Advolis, représentée par Monsieur Hugues de Noray, en qualité d'expert indépendant en vue du projet d'offre publique d'achat simplifiée devant être déposé par Circus à l'issue de la réalisation du Projet d'Acquisition Circus.

Toutefois, le 14 mai 2020, faisant suite à la fermeture des casinos exploités par la Société en raison des décisions ministérielles prises dans le cadre de la crise du Covid-19, Circus a décidé de renoncer à la transaction envisagée, par l'activation d'une condition suspensive lui permettant de renoncer à la transaction en cas de fermeture des établissements exploités par la Société pendant plus de 10 jours.

Le Président rappelle ensuite que le projet d'Offre fait suite à la conclusion par l'Initiateur, le 23 juillet 2020, suite à la renonciation de Circus à l'acquisition, de protocoles d'accord exclusifs et de protocoles de cession en vue d'acquérir au minimum 50,1% du capital et des droits de vote de la

[2] Les membres du Conseil d'administration sont MM. Dominique Gortari (Président Directeur général), Isabelle Bellino (administrateur), et Julie Humbert (administrateur).

*Société, par le biais notamment de l'acquisition de la participation de Foch Investissements et Verneuil Participations, sous condition suspensive de l'obtention de l'autorisation du Ministère de l'Intérieur conformément aux dispositions de l'article L. 323-3 du Code de la sécurité intérieure, et pour un prix de 1,70 € par action. Le Président rappelle également que dans le prolongement de ces acquisitions, l'Initiateur a conclu, le 1er août 2020, un acte de cession sous conditions suspensives avec Framéliris, en vue d'acquérir l'intégralité de sa participation (l' « **Acquisition de Blocs** »).*

Le Président précise que le 31 juillet 2020, Circus a assigné en référé d'heure à heure la Société et Framéliris, aux fins notamment de (i) forcer Framéliris à conclure un acte de cession visant l'intégralité des titres détenus par cette dernière au prix de 1,50 € par action, et (ii) d'interdire la cession des titres détenus par Framéliris au profit d'une autre société, en se prévalant d'une lettre d'offre conclue avec Framéliris en juin 2020. Le 5 août 2020, Circus a été déboutée de l'intégralité de ses prétentions, par une ordonnance rendue par le Président du tribunal de commerce de Paris. Circus a ensuite interjeté appel de cette décision, dont l'audience d'appel s'est tenue le 8 mars 2021. Le délibéré a été fixé au 14 avril 2021. Les 27 octobre et 30 octobre 2020, Circus a assigné au fond, respectivement, Framéliris et l'Initiateur afin de voir condamnée Framéliris à régulariser, sous astreinte, le contrat de cession des titres sous conditions suspensives portant sur les actions de la Société détenues par Framéliris, et de rendre opposable cette décision à l'Initiateur.

Framéliris sollicite le débouté de Circus de l'ensemble de ses demandes au motif notamment que l'accord dont tente de se prévaloir Circus est simplement un engagement de négociation qui ne donnait aucun droit sur les titres de Société Française de Casino. De la même manière l'Initiateur sollicite le débouté des demandes de Circus au motif qu'il a régulièrement acquis la propriété des titres cédés par Framéliris.

*L'Acquisition de Blocs ayant été agréée par le Ministère de l'Intérieur le 4 novembre 2020, et Framéliris ayant confirmé à l'Initiateur la libre cessibilité des actions qu'elle détenait, l'Initiateur a acquis le 21 décembre 2020, par voie de cessions hors marché, l'intégralité des actions de la Société détenues par Foch Investissements, Verneuil Finance et Framéliris, formant un bloc de contrôle représentant 75,07% du capital et des droits de vote de la Société à cette date (l' « **Acquisition de Blocs Définitive** »), soit respectivement :*

- *942.415 actions représentant 18,50% du capital de la Société auprès de Foch Investissements ;*
- *994.065 actions représentant 19,52% du capital de la Société auprès de Verneuil Finance ; et*
- *1.886.627 actions représentant 37,05% du capital de la Société auprès de Framéliris.*

L'Acquisition de Blocs Définitive a fait l'objet d'un communiqué de presse de la Société publié le 21 décembre 2020 sur son site Internet.

Le Président rappelle que la Société n'étant pas en mesure de constituer un comité ad hoc composé au moins de trois membres dont une majorité d'indépendants au sein du conseil d'administration conformément à l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, la Société a proposé à l'AMF, au regard des différentes propositions d'accompagnement formulées par plusieurs cabinets d'expertise indépendante, après s'être assuré qu'il remplissait bien les critères d'indépendance requis, et tant au vu de la proposition de mission faite par le cabinet, jugée satisfaisante au regard de son expérience dans des missions similaires, de la composition et des qualifications des membres de l'équipe devant être dédiée à cette mission, de ses moyens matériels et enfin, de ses conditions de rémunération, le cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Maurice Nussenbaum, en qualité d'Expert Indépendant.

En l'absence d'opposition de l'AMF, Sorgem Evaluation, représenté par Maurice Nussenbaum, a été désigné en qualité d'Expert Indépendant le 8 janvier 2021 à charge d'émettre, en application des dispositions de l'article 261-1, I et II du règlement général de l'AMF, un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire éventuel.

<u>Travaux de l'Expert Indépendant</u> :

Le Président fait état des travaux du Conseil d'administration et indique que ses membres ont pu suivre l'avancement et la réalisation des travaux de l'Expert Indépendant et ont pu échanger avec lui.

Les membres du Conseil d'administration se sont en effet réunis à 3 reprises avec l'Expert Indépendant :

- *les 15 février et 4 mars, afin de faire un point d'étape sur les travaux accomplis par l'Expert Indépendant depuis sa désignation et notamment sur les méthodes de valorisations privilégiées par ce dernier et les premiers éléments chiffrés de ses travaux ;*

- *le 23 mars, réunion lors de laquelle l'Expert Indépendant a présenté un premier projet de son rapport et a répondu aux questions des membres du Conseil d'administration.*

Des échanges ont également eu lieu entre les membres du conseil d'administration et l'Expert Indépendant en amont du présent Conseil chargé de rendre son avis motivé sur l'Offre, afin que l'Expert Indépendant puisse présenter son rapport définitif et l'attestation d'équité qu'il comporte.

Dans le cadre de sa mission, l'Expert Indépendant a eu accès entre autres :

- *Aux projets de comptes consolidés annuels 2019/2020 ;*

- *Au détail des tests de dépréciation menés au 31 octobre 2020 sur les écarts d'acquisition ainsi que le détail des taux d'actualisation retenus ;*

- *Au plan d'affaires détaillé et présentation des principales hypothèses ;*

- *Aux procès-verbaux des réunions du Conseil d'Administration et des Assemblées Générales de la Société depuis octobre 2017 ;*

- *Aux informations sur les procédures en cours contre CIRCUS CASINO ;*

- *Au détail des conditions financières des différentes cessions de casinos réalisées par le Groupe ces dernières années ;*
- *A une Information sectorielle et des notes d'analystes ;*
- *Au procès-verbal nommant Sorgem Evaluation comme Expert Indépendant ;*
- *Aux Statuts de la Société.*

Le plan d'affaires fourni traduit la meilleure estimation possible des prévisions de la Société et l'ensemble des données prévisionnelles pertinentes à la date de l'Offre.

<u>Documents mis à disposition</u> :

Le Président propose au Conseil de prendre connaissance des documents essentiels en lien avec l'Offre, à savoir :

- *le rapport du cabinet Sorgem Evaluation, expert indépendant, en date du 31 mars 2021 ;*

- *le projet de note d'information préparé par l'Initiateur, qui contient notamment les raisons et objectifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur au cours des 12 prochains mois, avec les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par ODDO BHF, ainsi que le résumé des principaux accords en relation avec l'Offre ;*

- *le projet de note en réponse établi par la Société.*

<u>Avis motivé du Conseil</u> :

La discussion est ouverte.

Le Président indique au Conseil qu'il lui appartient, en application de l'article 231-19 4° du règlement général de l'AMF, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le Président procède ensuite à la lecture du rapport de Sorgem Evaluation, Expert Indépendant, dont les conclusions sont les suivantes :

« Nous avons été désignés par le conseil d'administration de SFC en application de l'article 261-1 I et 261-1 II du Règlement général de l'AMF.

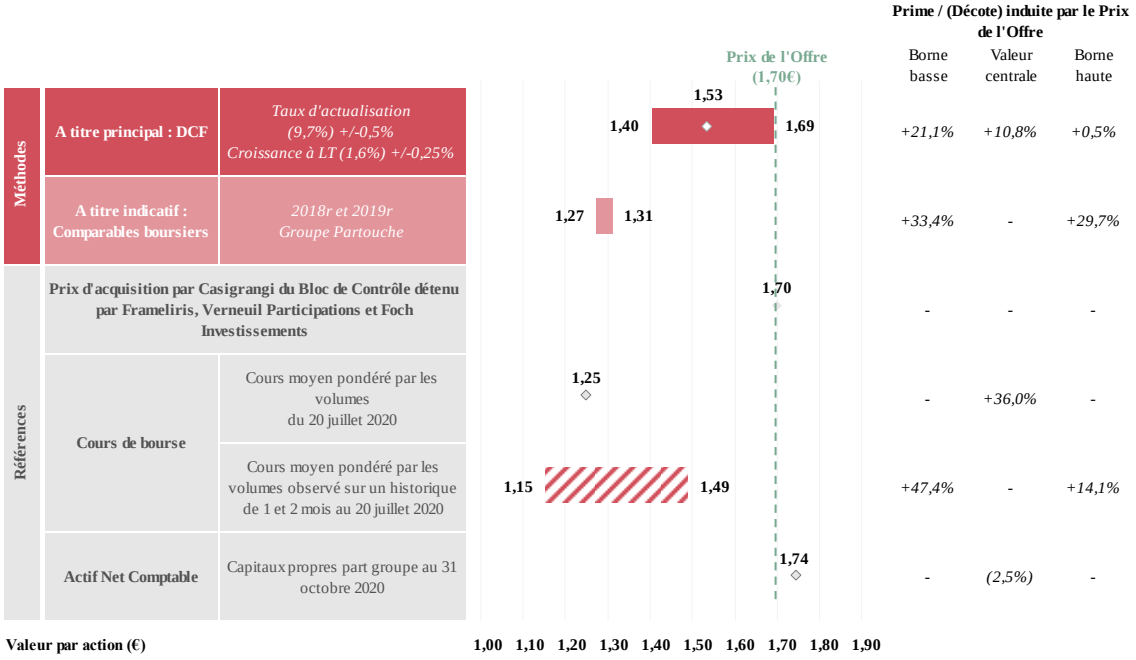
Au regard du contexte de l'Offre, du profil de l'Initiateur et de ses intentions annoncées vis-à-vis de la Société, notre conclusion est rendue au regard des considérations suivantes :

- *l'actionnaire minoritaire est libre d'apporter ou non ses actions à l'Offre publique d'achat simplifiée. Ses actions non apportées seront en revanche nécessairement transférées à l'Initiateur dans le cadre d'une procédure de retrait obligatoire (RO) si les conditions sont réunies ;*

- *il n'existe pas à notre connaissance d'accords connexes à l'Offre (article 261-1 du Règlement général de l'AMF, 4ème alinéa) ;*

- *des synergies de coûts centraux sont attendues de l'opération par l'Initiateur, que le Retrait Obligatoire soit mis en œuvre ou non. Ces synergies ont été prises en compte dans le cadre de nos travaux d'évaluation.*

La synthèse des résultats de nos travaux d'évaluation de SFC est présentée ci-dessous (en € / action).



Ainsi, le prix d'Offre de 1,70 €, qui correspond au prix d'Acquisition du Bloc de Contrôle par Casigrangi :

- *est en ligne avec la borne haute de notre analyse DCF (1,69 €) menée à titre principal ;*
- *est supérieur de 30% à la borne haute ressortant de notre analyse des comparables boursiers (présentée à titre indicatif) ;*
- *est supérieur de 14% à la borne haute ressortant des références de cours de bourse ;*
- *est légèrement inférieur (-2,3%) à l'actif net comptable par action, lequel est notamment fondé sur les tests de déprécation des écarts d'acquisition n'incluant pas le résultat opérationnel négatif de la holding.*

Dans ces conditions, nous considérons que les conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée suivie, si les conditions requises sont remplies, d'une procédure de retrait obligatoire, sont équitables pour les actionnaires de la Société.».

Le Président relève par ailleurs que les intentions de l'Initiateur pour les 12 prochains mois, telles que présentées dans le projet de note d'information de l'Initiateur, sont notamment les suivantes :

- *en matière de stratégie, l'Offre n'aura aucun impact sur la stratégie et la politique industrielle et commerciale de la Société et l'Initiateur souhaite poursuivre le développement des activités de la Société en collaboration avec les équipes de la Société et de ses filiales et entend tout particulièrement soutenir et renforcer la capacité de la Société à se développer L'Initiateur se réserve par ailleurs la possibilité de réaliser toute augmentation de capital lui permettant de soutenir la Société ;*
- *en matière d'emploi, l'Initiateur indique dans le projet de note d'information que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et de la stratégie de la Société et ne devrait pas avoir de conséquence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi et de gestion des ressources humaines Toutefois, à l'issue du rapprochement entre l'Initiateur et la Société, des fonctions support en matière administrative et financière, pourraient être en doublon, ce qui pourrait entraîner un projet de suppression de postes de travail ;*
- *en matière de maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre, dès la clôture de l'Offre ou dans une période de trois mois à l'issue de sa clôture, conformément aux lois applicables, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non apportées à l'Offre ;*
- *en matière de perspective d'une fusion, synergies et gains économiques, en fonction des résultats de l'Offre, dans l'hypothèse où l'Initiateur viendrait à détenir l'intégralité du capital de la Société, il se réservera la faculté dans le futur de fusionner avec la Société ou de regrouper la Société ou ses filiales ou encore de transférer certains actifs, branches ou activités de la Société avec, ou à, des entités détenues par l'Initiateur ou de la même manière de procéder à toute opération qui serait nécessaire à cette réorganisation. Cependant, à ce jour, aucune décision n'a été prise. En outre, l'essentiel des bénéfices attendus proviendrait de possibles économies liées à la simplification des structures juridiques de l'Initiateur et du fait de libérer la Société des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions de la Société ; et*
- *en matière de politique de distribution de dividendes, l'Initiateur rappelle que la Société n'a pas distribué de dividendes au cours des cinq derniers exercices et qu'il n'envisage pas de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre, à l'exception des distributions liées au financement de l'Offre. Toute distribution de dividendes sera décidée par les organes sociaux de la Société en fonction de sa capacité de distribution et de ses besoins de financement.*

Le Conseil considère à l'unanimité que, connaissance prise (i) des termes de l'Offre, (ii) des motifs et des intentions de l'Initiateur et (iii) des éléments de valorisation indiqués dans le rapport de l'Expert Indépendant, et du fait que le rapport de l'Expert Indépendant conclut au caractère équitable des termes de l'Offre, l'Offre est réalisée dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et qu'elle constitue une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale

En considération de ce qui précède et prenant acte des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, le Conseil d'Administration :

- ✓ ***constate**, après en avoir délibéré, que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;*
- ✓ ***décide**, à l'unanimité des membres présents, d'émettre un avis favorable sur l'Offre ;*
- ✓ ***approuve**, à l'unanimité des membres présents, le projet de note en réponse de la Société ;*
- ✓ ***recommande**, à l'unanimité des membres présents, aux actionnaires de la Société d'apporter leurs titres à l'Offre ».*

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les membres du Conseil d'administration n'ont pas d'actions autres que celles dont la possession est rendue obligatoire par les statuts pour tout administrateur et n'ont pas l'intention de les apporter à l'Offre.

5. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

La Société ne détient aucune action en auto-détention.

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

La Société n'a connaissance d'aucun autre accord et n'est partie à aucun autre accord lié à l'Offre ou susceptible d'avoir un impact significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

7. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

7.1. Structure et répartition du capital

Le capital de la Société s'élève à 11.763.605,70 euros. Il est constitué de 5.092.470 actions de 2,31 euros de valeur nominale chacune, toutes de même catégorie. Les actions sont admises sur le compartiment C du marché règlementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0010209809.

Préalablement à la réalisation en date du 21 décembre 2020 de l'Acquisition de Blocs Définitive, le capital et les droits de vote de la Société étaient répartis comme suit à la connaissance de la Société :

	Nombre d'actions et de droits de vote	**% du capital et des droits de vote**
FRAMELIRIS	1.886.627	37,05%
VERNEUIL PARTICIPATIONS	994.065	19,52%
FOCH INVESTISSEMENTS	942.415	18,50%
Public et autres actionnaires	1.269.363	24.93%
Total	**5.092.470**	**100,00%**

A la suite de la réalisation en date du 21 décembre 2020 de l'Acquisition de Blocs Définitive, le capital et les droits de vote de la Société étaient répartis comme suit à la connaissance de la Société :

	Nombre d'actions et de droits de vote	% du capital et des droits de vote
Casigrangi	**3.823.107**	**75,07%**
Circus Casino France	580.324	11,40%
Public et autres actionnaires	689.039	13,53%
Total	**5.092.470**	**100,00%**

A titre informatif et à la connaissance de la Société, à la date de la Note en Réponse, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

	Nombre d'actions et de droits de vote	% du capital et des droits de vote
Casigrangi(1)	**3.956.050**	**77,68 %**
Circus Casino France	730.324	14,34 **%**
Public et autres actionnaires	406.096	7,97 **%**
Total	**5.092.470**	**100,00%**

Note : (1) En ce compris les 132.943 actions acquises par l'Initiateur entre le 7 avril 2021 et le 26 avril 2021 (inclus) au Prix de l'Offre, conformément à l'intention exprimée dans le projet de note d'information et en application de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

7.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions

A la connaissance de la Société, à la date de la Note en Réponse aucune clause des statuts de la Société ne limite la libre cession des actions émises par la Société.

7.3. Participations directes et indirectes dans le capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la connaissance de la Société, à la date de la Note en Réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la Section 7.1 ci-avant.

Par courriers reçus le 12 mars 2021, Circus Casino France (37-39 boulevard Murat, 75016 Paris) a déclaré avoir franchi en hausse, le 11 mars 2021, les seuils de 10% du capital et des droits de vote de la Société et détenir 580.324 actions représentant autant de droits de vote, soit 11,40% du capital et des droits de vote de la Société.

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

Le capital de la Société est exclusivement composé d'actions ordinaires, toutes de même catégorie. Chaque action donne droit à une voix.

La Société n'a émis aucune action de préférence au sens des articles L. 228-11 et suivants du Code de commerce.

7.5. Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

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

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires susceptible d'entraîner des restrictions au transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote.

7.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société

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

7.7.1.1. Composition

La Société est administrée par un Conseil d'Administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

Les administrateurs sont nommés ou renouvelés dans leurs fonctions par l'Assemblée Générale ordinaire des actionnaires qui peut les révoquer à tout moment.

7.7.1.2. Limite d'âge – Durée des fonctions

Nul ne peut être nommé administrateur si, ayant dépassé l'âge de quatre-vingt-cinq (85) ans, sa nomination a pour effet de porter à plus du tiers des membres du Conseil le nombre d'administrateurs ayant dépassé cet âge. Si cette limite est atteinte, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office.

La durée des fonctions des administrateurs est de trois années ; elle expire à l'issue de l'assemblée qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire leur mandat. Les administrateurs sont toujours rééligibles.

7.7.1.3. Vacances - Cooptation

En cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le Conseil d'Administration peut, entre deux Assemblées Générales, procéder à des nominations à titre provisoire.

Les nominations effectuées par le Conseil d'Administration sont soumises à la ratification de la plus prochaine Assemblée Générale ordinaire.

7.7.1.4. Propriété d'une action

Pendant la durée de son mandat, chaque administrateur doit être propriétaire d'au moins une action de la société.

7.7.2. Règles applicables à la modification des statuts de la Société

L'Assemblée Générale Extraordinaire peut modifier les statuts dans toutes leurs dispositions et décider notamment la transformation de la Société en société d'une autre forme, civile ou commerciale. Elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'action régulièrement effectué.

L'Assemblée Générale Extraordinaire ne peut délibérer valablement que si les actionnaires présents ou représentés, ou votant par correspondance, possèdent au moins, sur première convocation, le quart et, sur deuxième convocation, le cinquième des actions ayant le droit de vote. À défaut de ce dernier *quorum*, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée.

L'Assemblée Générale Extraordinaire statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés, ou votant par correspondance, sauf dérogation légale.

7.8. Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Conseil d'administration ne dispose d'aucune autorisation ou délégation accordée par l'assemblée générale des actionnaires de la Société.

7.9. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

Néant.

7.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'Administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

Néant.

8. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE SOCIÉTÉ

Conformément à l'article L. 2312-52 du Code du travail, la procédure particulière d'information-consultation du comité social et économique en cas d'offre publique d'acquisition, régie par les dispositions des articles L. 2312-45 à L. 2312-51 du Code du travail, n'est pas applicable, l'Initiateur détenant, à la date du dépôt de l'Offre, plus de la moitié du capital et des droits de vote de la Société.

9. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

La conclusion du rapport de l'Expert indépendant prévu à l'article 261 I 1° et II du règlement général de l'AMF en date du 31 mars 2021 figure dans l'avis motivé à la Section 3 de la Note en Réponse et est reproduite en partie ci-dessous :

« […] nous considérons que les conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée suivie, si les conditions requises sont remplies, d'une procédure de retrait obligatoire, sont équitables pour les actionnaires de la Société.».

Le rapport de l'Expert Indépendant est reproduit en Annexe 1 et fait partie intégrante de la Note en Réponse.

10. MODALITE DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur les sites internet de la Société (www.casinos-sfc.com) et de l'AMF (www.amf-france.org). Il peut être obtenu sans frais auprès de :

SOCIÉTÉ FRANCAISE DE CASINOS
16 Cours Albert 1er
75008 Paris

France

11. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Monsieur Dominique Gortari
Président Directeur général

<u>Annexe 1</u> – Rapport de l'Expert Indépendant

SORGEM
ÉVALUATION

ATTESTATION D'EQUITE CONCERNANT L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE SOCIETE FRANÇAISE DE CASINOS

Paris, le 31 mars 2021, modifié le 13 avril 2021

Consultation réalisée à la demande du Conseil d'administration de SFC

N/Réf : 21/98/R/MN/FM/EL/BD

11, rue Leroux
75116 Paris
Tel. + 33 (0)1 40 67 20 00
Fax + 33(0)1 40 67 74 14

Sommaire

LIMINAIRE 4

I. PRESENTATION DE L'OFFRE 5

1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre 5
2. Présentation de la Société cible de l'Offre 5
3. Présentation du contexte, des motifs et des termes de l'Offre 6

3.1 L'actionnariat à la veille de l'Acquisition du Bloc de Contrôle 6
3.2 L'actionnariat à la date du dépôt du projet d'Offre et du projet de note en réponse à l'Offre 6
3.3 Modalités de l'OPAS-RO 7
3.4 Motifs de l'Offre 7

4. Fondement de la désignation de l'expert indépendant 8
5. Définition du caractère équitable de l'Offre 9

II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION 10

1. Présentation de Sorgem Evaluation 10
2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission 11
3. Déclaration d'indépendance 12
4. Réserves 12

III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHE 13

1. Historique 13
2. Présentation des activités de la Société 14
3. Présentation du marché dans lequel la Société intervient 16

3.1 Le marché des casinos en France 16
3.2 Principaux acteurs 17
3.3 Spécificités du secteur 18
3.3.1. Spécificités règlementaires 18
3.3.2. Spécificités fiscales 20
3.3.3. Déterminants du marché 21
3.4 Performances historiques 22

4. Principales caractéristiques financières de la Société 23

4.1 Compte de résultat 23
4.2 Bilan économique 26

5. Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces 28

IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE 29

1. Méthodes et références écartées 29

1.1 Méthode des transactions comparables 29
1.2 Méthode de l'actualisation des dividendes 30
1.3 Méthode de l'actif net réévalué 30
1.4 Référence aux objectifs de cours des analystes 30

2. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF) 30

2.1 Principe 30
2.2 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action 31
2.2.1. Nombre d'actions pris en compte 31

2.2.2. Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres....32
2.3 Présentation des prévisions retenues....33
2.3.1. Sources d'informations utilisées....33
2.3.2. Synthèses des hypothèses structurantes....34
2.4 Détermination du taux d'actualisation....37
2.4.1. Principe de détermination du taux....37
2.4.2. Taux sans risque....38
2.4.3. Bêta....38
2.4.4. Prime de risque marché....39
2.4.5. Prime de taille....39
2.4.6. Taux d'actualisation retenu....40
2.5 Conclusion sur la valeur....41
3. Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)....42
3.1 Principe....42
3.2 Présentation de la société retenue....42
3.3 Présentation des multiples retenus....43
3.4 Conclusion sur la valeur....44
4. Références de valeur....44
4.1 Prix d'acquisition par Casigrangi du Bloc de Contrôle....44
4.2 Cours de bourse....44
4.3 Actif net consolidé....48
V. ACCORD CONNEXE A L'OFFRE....49
VI. SYNERGIES LIEES A L'OFFRE ET CONSEQUENCES DE L'OPERATION....49
VII. ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR....50
1. Méthodes et références retenues....50
2. Méthode DCF....50
3. Analyse du cours de bourse....51
VIII. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE....52
ANNEXES....54
1. Programme de travail....54
2. Liste des personnes rencontrées ou contactées....55
3. Informations et documents utilisés....56
4. Calendrier de la mission....56
5. Rémunération....56
6. Lettre de mission....57

Liminaire

La société par actions simplifiée de droit français Casigrangi (ci-après l'« Initiateur »), s'est engagée irrévocablement auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (l'« AMF ») à proposer aux actionnaires de la Société Française de Casinos (ci-après « SFC », « la Société » ou «le Groupe »), d'acquérir, dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« OPAS »), suivie, si les conditions requises sont remplies, d'une procédure de retrait obligatoire (ci-après le « Retrait Obligatoire » et avec l'OPAS, l'« Offre »), la totalité des 1 269 363 actions de la Société en circulation non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, à un prix par action (le « Prix d'Offre ») de 1,70 euro.

Au 1er avril 2021, date de dépôt du projet d'Offre et du projet de note en réponse à l'Offre, l'Initiateur détient 3 823 107 actions représentant 75,07% du capital social et des droits de vote de SFC.

Cette détention fait suite à l'acquisition par l'Initiateur d'un bloc de contrôle de la Société (l'« Acquisition du Bloc de Contrôle ») réalisée le 21 décembre 2020 auprès de Foch Investissement, Verneuil Finance et Framéliris et représentant 3 823 107 actions.

Dans le cadre du Retrait Obligatoire qui pourrait être mis en œuvre, les actions de SFC non détenues par l'Initiateur lui seraient transférées moyennant une indemnisation, nette de frais, égale aux Prix d'Offre, soit 1,70 euro par action.

Dans ce contexte, Sorgem Evaluation, représentée par Maurice Nussenbaum, a été désignée en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de la Société le 8 janvier 2021, en application de l'article 261-1 I et 261-1 II du Règlement général de l'AMF.

Cela fait suite à la proposition faite par la Société à l'AMF – en application des dispositions de l'article 261-1-1 du Règlement Général de l'AMF en l'absence de possibilité de constituer un comité *ad hoc* – de nommer Sorgem Evaluation et à l'absence d'opposition de l'AMF à cette nomination.

I. PRESENTATION DE L'OFFRE

1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre

Casigrangi, l'Initiateur, est une société à responsabilité limitée détenue à 60% par le Groupe Phillipe Ginestet et à 40% par le Groupe Dofa. Casigrangi est la holding du groupe de casinos connu sous la dénomination « Stelsia Casino » qui détient les sociétés exploitant notamment les casinos de Granville, Megève et Mimizan.

2. Présentation de la Société cible de l'Offre

Fondée en 1995, SFC est une société anonyme de droit français à conseil d'administration, dont le siège social est situé 16, Cours Albert 1er, 75008 Paris. Son capital est composé de 5 092 470 actions d'une valeur nominale de 2,31 euros.

SFC s'est introduite en bourse en 1997 et ses actions sont cotées sur le compartiment C du marché d'Euronext Paris.

Le Groupe exploite quatre casinos en France dont trois sur la côte méditerranéenne de la région Occitanie (Collioure, Gruissan et Port-la-Nouvelle) et un casino au sein de la station thermale de Châtel-Guyon en Auvergne.

Il a réalisé sur l'exercice 2019-20 un chiffre d'affaires consolidé de 10,5 M€ pour un résultat opérationnel courant de 0,3 M€.

Au 31 octobre 2020, SFC employait 137 salariés.

3. Présentation du contexte, des motifs et des termes de l'Offre

3.1 L'actionnariat à la veille de l'Acquisition du Bloc de Contrôle

Actionnariat à la veille de l'Acquisition du Bloc de Contrôle

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Frameliris	1 886 627	37,05%	1 886 627	37,05%
Verneuil Participations	994 065	19,52%	994 065	19,52%
Foch Investissements	942 415	18,50%	942 415	18,50%
Public et autres actionnaires	1 269 363	24,93%	1 269 363	24,93%
Total	**5 092 470**	**100,00%**	**5 092 470**	**100,00%**

Source : Projet de note d'information.

3.2 L'actionnariat à la date du dépôt du projet d'Offre et du projet de note en réponse à l'Offre

Actionnariat à la date du dépôt du projet d'Offre et du projet de note en réponse à l'Offre

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Casigrangi	3 823 107	75,07%	3 823 107	75,07%
Circus Casino France	580 324	11,40%	580 324	11,40%
Public et autres actionnaires	689 039	13,53%	689 039	13,53%
Total	**5 092 470**	**100,00%**	**5 092 470**	**100,00%**

Source : Projet de note d'information.

3.3 Modalités de l'OPAS-RO

L'Offre porte sur un total de 1 269 363 actions, soit la totalité des actions SFC en circulation non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur.

Dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur propose aux actionnaires de la Société d'acquérir, en numéraire, leurs actions au prix unitaire de 1,70 euro.

A l'issue de l'OPAS, si le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représente pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a l'intention de demander, dès la clôture de l'Offre ou dans un délai de trois mois suivant la clôture de l'Offre, la mise en œuvre du Retrait Obligatoire afin de se voir transférer les actions non apportées à l'Offre.

Dans cette hypothèse, les actions SFC non détenues par l'Initiateur lui seraient transférées moyennant une indemnisation, nette de frais, égale aux Prix d'Offre, soit 1,70 euro par action.

3.4 Motifs de l'Offre

L'Offre s'inscrit dans la continuité du processus ayant conduit au changement de contrôle de la Société à travers l'Acquisition du Bloc de contrôle :

- le 23 juillet 2020, SFC a informé ses actionnaires du projet de Casigrangi d'acquérir le contrôle de SFC et de la conclusion de protocoles d'accord exclusifs et de protocoles de cession lui permettant d'acquérir, au prix de 1,70 € par action, 42,32% du capital et des droits de vote de la Société. Ce projet fait suite à la renonciation le 14 mai 2020 du projet d'acquisition par Circus Casino du contrôle de SFC au prix de 1,44 € par action, annoncé au marché le 31 décembre 2019 ;

- le 4 août 2020, SFC a informé ses actionnaires que Circus Casino avait assigné en référé d'heure à heure la Société et Framéliris aux fins notamment (i) de forcer Framéliris à conclure un acte de cession aux termes duquel le Groupe Circus acquerrait l'intégralité des titres de la Société détenus par Framéliris à un prix de 1,50 € par action, et (ii) d'interdire la cession des titres de la Société détenus par Framéliris à toute autre personne que Circus Casino (et donc, de fait, d'interdire la cession desdits titres à Casigrangi) ;

- le 4 septembre 2020, SFC a informé ses actionnaires que Circus Casino avait été intégralement débouté de ses demandes par le Tribunal de commerce de Paris (notons que les actions judiciaires de Circus Casino sont toujours pendantes) ;

- le 5 novembre 2020, SFC a informé ses actionnaires que le Ministère de l'Intérieur avait agréé, la veille, le projet d'acquisition de Casigrangi et que désormais seules quelques conditions suspensives usuelles, d'ordre technique, restaient à lever afin de finaliser l'opération d'acquisition projetée par Casigrangi.

La réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle représentant 75,07% du capital social et des droits de vote de la Société est intervenue le 22 décembre 2020, avec le rachat de l'intégralité des titres détenus par Framéliris, Verneuil Finance et Foch Investissements.

4. Fondement de la désignation de l'expert indépendant

Au titre du 261-1 I :

1° : « *Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre* »

Dès lors que l'Offre sera consécutive à la prise de contrôle de la Société par l'Initiateur (intervenue le 21 décembre 2020), elle entre dans le champ d'application de l'article 261-1 I 1° du règlement général de l'AMF ;

2° : « *Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance* » : non applicable au cas d'espèce ;

3° : « *Lorsque l'actionnaire qui la contrôle au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce n'apporte pas ses titres à une offre publique de rachat lancée par la société sur ses propres titres* » : non applicable au cas d'espèce ;

4° : « *Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée* » : applicable au cas d'espèce ;

5° : « *Lorsque l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre* » : non applicable au cas d'espèce ;

6° : « *Lorsque l'acquisition de la société visée est rémunérée par des instruments financiers mentionnés au 1° du II de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier donnant accès ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux*

droits de vote de l'initiateur ou d'une société appartenant au groupe de l'initiateur, autres que des actions. » : non applicable au cas d'espèce.

Au titre du 261-1 II :

- l'intention de l'Initiateur étant, le cas échéant, d'aboutir à un retrait obligatoire, la mission de l'expert indépendant s'inscrit également dans le cadre l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF.

Concernant les situations de potentiels conflits d'intérêts au sein du conseil d'administration, nous rappelons que celui-ci a été intégralement modifié immédiatement après l'acquisition du bloc de contrôle par l'Initiateur. Il est désormais composé de :

- Monsieur Dominique GORTARI, Président Directeur général ;
- Madame Isabelle BELLINO ;
- Madame Julie HUMBERT.

Il nous a été indiqué que tous les administrateurs sont liés à l'Initiateur, en étant soit dirigeant (Dominique GORTARI), soit salariée (Isabelle BELLINO), soit prestataire régulier (Julie HUMBERT, avocate) du groupe GPG, actionnaire de Casigrangi.

Nous précisons enfin que nous n'avons pas identifié d'autres situations de conflits d'intérêts potentiels au sein du conseil d'administration.

5. Définition du caractère équitable de l'Offre

L'Acquisition du Bloc de Contrôle rend l'Offre obligatoire pour l'Initiateur.

L'actionnaire minoritaire est libre d'apporter ou non ses actions à l'Offre. Ses actions non apportées seront en revanche nécessairement transférées à l'Initiateur si le retrait obligatoire est mis en œuvre.

Ainsi, la présente attestation a pour objet d'indiquer si le prix d'offre peut -être considéré comme équitable dans un contexte d'un potentiel retrait obligatoire pour l'actionnaire minoritaire.

Du fait de l'existence d'un accord connexe analysé ci-après (voir partie V.), l'équité repose enfin sur le fait que cet accord ne soit pas de nature à remettre en cause l'équité des conditions offertes dans le cadre de l'Offre ou l'égalité de traitement entre actionnaires.

II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION

1. Présentation de Sorgem Evaluation

Sorgem Evaluation est une société de conseil en finance, filiale du groupe Sorgem, qui effectue des interventions dans les trois domaines suivants : évaluations financières, support aux contentieux (litiges devant les tribunaux et arbitrages) et conseil en ingénierie financière.

Sorgem Evaluation dispose d'une équipe d'environ 25 consultants et effectue régulièrement des missions d'évaluation d'entreprises dans différents contextes (transactionnel, fiscal, comptable, boursier, contentieux).

La société comprend quatre associés : Maurice Nussenbaum, Claire Karsenti, Thomas Hachette et Blanche Feauveaux.

Au cours des dernières années, Sorgem Evaluation a réalisé les expertises indépendantes listées ci-dessous :

Date	Opération	Cible	Initiateur	Banque présentatrice
Juil-16	OPAS	FUTUREN	CONCERT MENE PAR BOUSSARD ET GAVAUDAN	ODDO BHF
Jan-17	OPAS	TESSI	PIXELHOLDING	CM CIC, KEPLER CHEUVREUX
Avr-17	OPRA	GAUMONT	GAUMONT	BNP PARIBAS
Jan-18	OPAS	SES IMAGOTAG	BOE SMART RETAIL	SOCIETE GENERALE
Juil-18	OPR-RO	HEURTEY-PETROCHEM	AXENS	INVEST SECURITIES
Nov-19	OPR-RO	SIPH	MICHELIN / SIFCA	ODDO BHF
Déc-19	OPR-RO	AFONE PARTICIPATIONS	FL FINANCE / AWYS	SODICA
Nov-20	OPAS-RO	ADVENIS	INOVALIS	KEPLER CHEUVREUX
Déc-20	OPAS-RO	AMPLITUDE SURGICAL	AURORALUX (PAI)	ROTHSCHILD&CO

Sorgem Evaluation est adhérente de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et 2 de son Règlement général. Maurice Nussenbaum, Associé fondateur et Président de Sorgem Evaluation, est également membre du comité directeur et Président d'honneur de l'APEI.

Les Associés de Sorgem Evaluation sont également adhérents à des associations professionnelles dans les domaines de l'expertise indépendante (APEI), de l'évaluation (SFEV) et de l'expertise judiciaire (CNEJEF). A ce titre, ils respectent leur déontologie et leurs normes de travail.

2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée par :

- Maurice Nussenbaum, Associé fondateur et Président de Sorgem Evaluation. Il est diplômé d'HEC, Agrégé des Facultés de Droit et de Sciences économiques, Professeur Emérite à l'Université Paris Dauphine, co-directeur du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière », expert près les Cours Administratives d'Appel de Paris et de Versailles, expert financier près la Cour d'Appel de Paris, agréé par la Cour de Cassation (h) et ex-président de la section Finance de la Compagnie Nationale des Experts Agréés par la Cour de Cassation, et membre du comité directeur et président d'honneur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) ;

- Florent Myara, Directeur de mission. Il est diplômé d'HEC et enseigne au sein du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière » de l'Université Paris-Dauphine. Il dispose d'une expérience professionnelle de plus de dix ans dans le domaine de l'évaluation financière, après un début de carrière en audit et en Transaction Services ;

- Etienne Langer, Consultant sénior, diplômé d'EXCELIA, disposant d'une expérience professionnelle de sept ans dans le domaine de l'évaluation financière et de l'audit ;

- Benjamin Dusautoir, Consultant sénior, diplômé de l'ESSEC, disposant d'une expérience professionnelle de trois ans dans le domaine de l'évaluation et du conseil financier.

Ce rapport a fait l'objet d'une revue indépendante réalisée par Thomas Hachette, Associé de Sorgem Evaluation. Il est diplômé de l'EDHEC et enseigne au sein du MSc Financial Management et dans le programme Executive MBA de l'EDHEC. Il est expert de justice près la Cour d'Appel de Paris et les Cours Administratives d'Appel de Paris et de Versailles (avec une spécialité en marchés financiers et produits dérivés) et membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV), de la Compagnie Nationale des Experts de Justice en Finance (CNEJEF) et de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI).

3. Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 II du règlement général de l'AMF, Sorgem Evaluation atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission. Sorgem Evaluation n'a pas réalisé de missions pour le compte de la Société au cours des dix-huit derniers mois.

4. Réserves

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations de nature économique, juridique, comptable et financière qui nous ont été communiqués par la Société, l'Initiateur et leurs conseils.

Nous avons considéré que ces documents étaient fiables et transmis de bonne foi et ne les avons donc ni validés ni audités.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ou validé les données prévisionnelles utilisées. Nous avons néanmoins cherché à en apprécier le caractère raisonnable au regard notamment des performances historiques, des données disponibles sur les marchés sous-jacents et des explications orales et écrites obtenues auprès du management de la Société.

En outre, nous précisons que nos travaux d'évaluation ont pour objet d'apporter un avis sur la valeur de marché de la Société à la Date d'Evaluation. Cette valeur repose sur des paramètres de marché susceptibles de varier dans le temps en fonction des conditions économiques et des anticipations des agents économiques, celles-ci étant particulièrement affectées dans le contexte actuel de crise sanitaire.

III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHE

1. Historique

Les principaux faits marquants depuis la création de la Société sont résumés ci-après :

1995 : Création de la Société et acquisition des casinos de Beaulieu, Châtel-Guyon et Gruissan.

1997 : Introduction de la Société, alors dénommée « La Tête Dans Les Nuages » (LTDN) sur le Nouveau Marché de la Bourse de Paris.

1999 : Prise de participation du Groupe Partouche dans la Société.

2003 : Ouverture du premier centre de jeux virtuels dans un parc d'attractions (La Mer de Sable).

2006 : Signature d'une promesse de cession par le Groupe Partouche à la Société de 55,56% du capital de la SFC. Signature d'une promesse d'apport par Framerilis à la Société de 44,4% du capital de SFC.

2007 :

- Apport à SFC des 44,44% de titres détenus par Frameliris ;
- Structuration du Groupe et changement de dénomination sociale (LTDN devient Société Française de Casinos) ;
- Création d'un nouveau siège social ;
- Cession des actifs non stratégiques.

2008 : Ouverture de trois nouveaux sites de jeux virtuels, dans les bowlings d'Orgeval, Clermont-Ferrand et Tours. Autorisations d'exploiter des tables de Texas Hold'em Poker obtenues pour les Casinos de Châtel-Guyon, Gruissan et Port-la-Nouvelle.

2009 : Changement de politique du Conseil d'Administration, départ du Président fondateur de SFC.

2010 : Ouverture d'une procédure collective auprès du tribunal de commerce de PARIS due à l'échec des négociations avec ses créanciers obligataires.

2011 : Changement de gouvernance avec un Conseil d'Administration entièrement renouvelé. Rappel du Président historique du Groupe et nomination d'un nouveau Directeur Général. Homologation du Plan de Continuation proposé par la Société Française de Casinos par le Tribunal de Commerce de Paris.

2012 : Acquisition de la majorité du Capital de la Société CECPAS qui exploite le Casino de Collioure.

2013 : Mise en place des TITO[1] et rénovation du Casino de Collioure.

2014 : Cession de l'activité de jeux virtuels « La tête dans les nuages ».

2015 : Investissement et mise en place d'une structure pour le développement et la recherche de nouveaux casinos en association avec le Groupe Ardent (marque Circus). Création de la Société Française Belge de Casinos « SFBC ».

2016 : Acquisition du casino de Chamonix par SFC. Acquisition des casinos de Port-Leucate, Briançon et Carnac par SFBC.

2019 : Cession du casino de Chamonix et de la participation dans SFBC. Cession des murs de Châtel-Guyon.

2020 : Casigrangi se porte acquéreur de la Société et acquiert un bloc de 75,07% auprès de Frameliris, Verneuil Finance et Foch Investissements.

2. Présentation des activités de la Société

L'essentiel de l'activité de la Société concerne l'exploitation de quatre casinos en France métropolitaine :

Casino de Châtel-Guyon (Puy de Dôme). Ce casino, situé dans une station thermale à proximité du Parc des Volcans d'Auvergne, a été créé au début du 20ème siècle et acquis par le Groupe en 1995. Il exploite aujourd'hui 75 machines à sous et jeux de table. En outre, le casino dispose d'un restaurant et d'un théâtre.

Casino de Collioure (Pyrénées Orientales). Ce casino, situé sur la Côte Vermeille à proximité de la frontière espagnole, a été acquis par le Groupe en 2012. Il exploite aujourd'hui 75 machines à sous et jeux de table. En outre, le casino dispose d'un restaurant.

Casino de Gruissan (Aude). Ce casino, situé dans une station balnéaire au sein du Parc Naturel Régional de la Narbonnaise, a été acquis par le Groupe en 1995. Il exploite aujourd'hui 125 machines à sous et jeux de table. En outre, le casino dispose d'un restaurant et d'un bar.

Casino de Port-la-Nouvelle (Aude). Ce casino, situé en front de mer dans une station balnéaire au sein du Parc Naturel Régional de la Narbonnaise, a été acquis par le Groupe

[1] « *Ticket-in, ticket-out* » ou « TITO » est une technologie utilisée dans les machines à sous modernes reposant sur l'utilisation de tickets à code-barres indiquant le montant d'argent représenté.

après sa création. Il exploite aujourd'hui 50 machines à sous et jeux de table. En outre, le casino dispose d'un restaurant et d'un lounge-bar.

Les principales activités des casinos gérés par le Groupe sont :

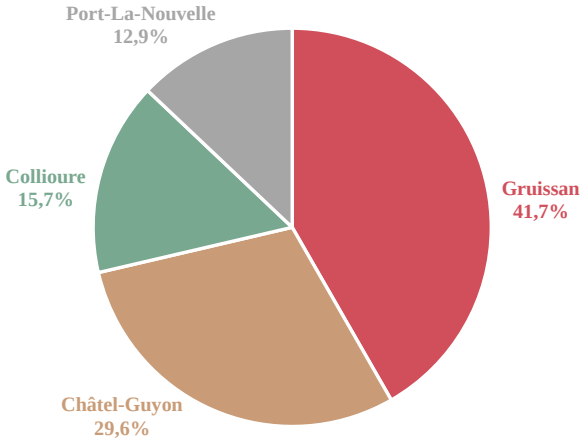
- **les machines à sous** : appareils automatiques (électroniques ou mécaniques) de jeux de hasard entrant dans les catégories dites « machines à rouleaux » et « jeux vidéo » ;
- **et les jeux de table** : autres jeux comprenant roulette, *black jack*, *poker*, baccara, craps, etc.

Le montant des mises engagées dans ces jeux d'argent diminuées des gains versés aux joueurs constitue donc la première source de revenus des casinos, le Produit Brut des Jeux (ci-après « PBJ »).

En sus de l'activité des jeux d'argent, le Groupe propose des prestations annexes, toujours étroitement liées à l'exploitation des casinos. Celles-ci concernent :

- les services de bar et restauration, les quatre casinos disposant d'un restaurant et pour trois d'entre eux, un bar ;
- les spectacles et autres divertissements « hors-jeux », les casinos proposant des services de privatisation, des prestations de spectacles et de soirées à thème.

Répartition en pourcentage du chiffre d'affaires 2019-20 de la Société par casino



Source : Rapport annuel 2019-20 de la Société.

3. Présentation du marché dans lequel la Société intervient

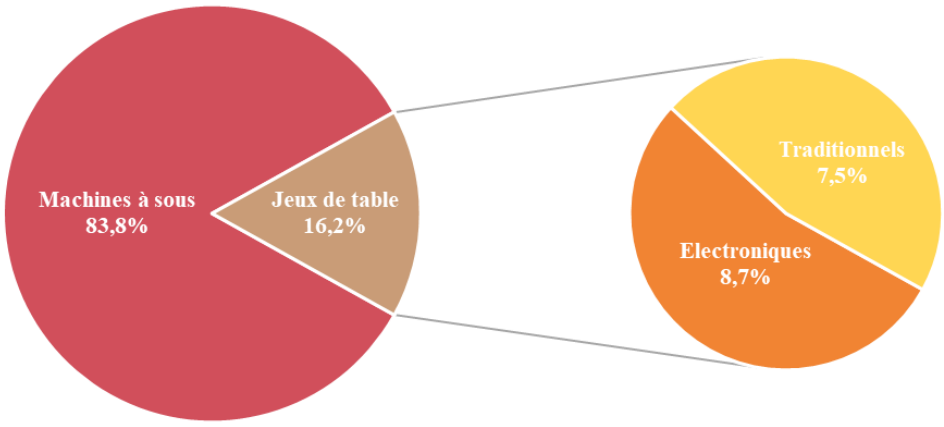
3.1 Le marché des casinos en France

L'univers des jeux de hasard et d'argent représente un Produit Brut des Jeux d'environ 11 Mds€ en France[2]. Le secteur des casinos capte 21% de ce PBJ, le reste revenant principalement à des monopoles d'Etat historiques (Française des jeux et PMU pour près de 70%) et à des opérateurs de jeux en ligne (11%)[3].

Avec 200 établissements recensés sur son territoire, la France est le premier acteur du secteur des casinos en Europe, devant la Grande Bretagne (150) et l'Allemagne (65). Le nombre de casinos en France n'a pas beaucoup évolué sur les cinq dernières années, oscillant entre 198 et 202.

Sur l'exercice 2018-19[4], le PBJ total des casinos du territoire s'élevait à 2 418 M€[5]. L'essentiel de ce produit provient des machines à sous (près de 84%), le reste étant associé aux jeux de table.

Répartition des produits bruts « machines à sous » et « jeux de table » des casinos français sur l'exercice 2018-19



Source : Casinos de France – Dossier Presse mai 2020

---

2 Xerfi, Les casinos et jeux de table, février 2020. Données 2018.

3 *Subidem*

4 Exercice 2018-19. Les clôtures comptables des casinos français sont effectuées au 31 octobre de chaque année.

5 Casinos de France – Dossier Presse mai 2020

Pour rappel, le Produit Brut des Jeux correspond aux sommes misées par les joueurs, desquelles sont déduites les sommes reversées à ces derniers (les gains de jeux). Si les casinos ont l'obligation légale de reverser un minimum de 85% des sommes misées dans les machines à sous, dans la pratique ce taux est en moyenne de 93%.

Les joueurs français sont majoritairement masculins (59%) et de toutes tranches d'âge, avec une certaine concentration sur les 35-49 ans (26%) et les 50-64 ans (23%)[6]. Ils sont par ailleurs principalement employés et personnels de services (20,3%), retraités (17,8%) ou inactifs (16,5%).

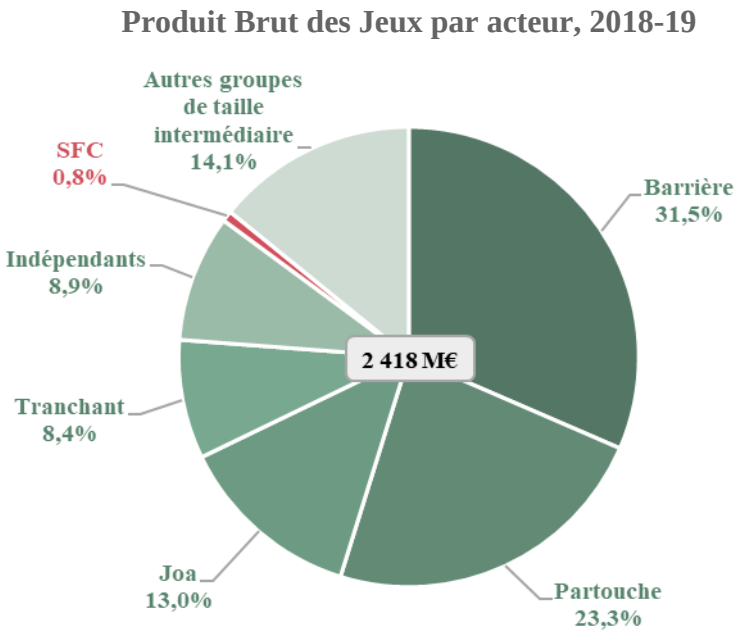
3.2 Principaux acteurs

L'ouverture, la maintenance et la modernisation des casinos requiert d'importants investissements. A cette intensité capitalistique s'ajoutent les contraintes règlementaires qui peuvent constituer un frein pour les nouveaux entrants.

Ces barrières à l'entrée expliquent la concentration importante du secteur. Ainsi les quatre premiers acteurs, les groupes Barrière (28 casinos et club de jeux), Partouche (39), Joa (34) et Tranchant (18) réalisent plus de 75% du PBJ en France.

Le groupe SFC, après cession de la filiale SFBC, représente quant à lui 0,75% du PBJ du marché.

[6] Sondage Opinion Way 2013 via Casinos de France.



Source : Ministère de l'Intérieur via Casinos de France

La concentration des parts de marché se retrouve également au niveau des casinos eux-mêmes. Sur les 200 casinos du territoire, les 10 plus importants représentent à eux seuls environ 24% du PBJ total du secteur[7].

3.3 Spécificités du secteur

3.3.1. Spécificités règlementaires

Le secteur est très encadré, notamment par le ministère de l'Intérieur, organisme de tutelle des casinos. Les autorisations d'ouverture de ces établissements sont accordées par le ministre de l'Intérieur, après enquête, et en considération d'un cahier des charges. L'arrêté d'autorisation fixe en outre[8] :

- la durée de la concession accordée ;
- la nature des jeux de hasard autorisés et leur fonctionnement ;
- les mesures de surveillance et de contrôle des agents de l'autorité ;

[7] Xerfi, Les casinos et jeux de table, février 2020.

[8] Loi du 15 juin 1907 réglementant le jeu dans les cercles et les casinos des stations balnéaires, thermales et climatériques (source : Legifrance).

- les conditions d'admission dans les salles de jeux ;
- les heures d'ouverture et de fermeture ;
- le taux et le mode de perception des prélèvements.

L'implantation des casinos est également encadrée. Les principaux textes en fixant les conditions sont les suivants :

- la loi du 15 juin 1907 limite l'implantation des casinos aux stations balnéaires, thermales ou climatiques ;
- la loi du 5 janvier 1988 étend le périmètre en autorisant l'ouverture de casinos dans des agglomérations touristiques de plus de 500 000 habitants, sous certaines conditions (et après accord du ministre de l'Intérieur) ;
- un article du projet de loi sur le statut de Paris adopté à l'Assemblée nationale le 14 décembre 2017 prévoit le remplacement des cercles de jeux associatifs par des clubs de jeux à partir du 1er janvier 2018. Ces établissements peuvent proposer différentes sortes de jeux de table (*poker*, baccara ou mah-jong) mais pas de machines à sous ni de roulette anglaise ;
- les autres lois, avis et décrets relatifs aux casinos ont évolué tout au long du 20ème siècle afin de déterminer les types de jeux autorisés, les prélèvements sur les produits des casinos et les mesures de contrôles. Des protocoles d'accord de 2005 et 2006 avec les autorités de tutelle visaient notamment à réduire les risques de dépendance, en instaurant des contrôles d'identité systématiques à l'entrée des casinos pour exclure les mineurs et les interdits de jeu.

3.3.2. Spécificités fiscales

Le Produit Brut des Jeux est soumis à une fiscalité spécifique : plus de la moitié de celui-ci revient à l'Etat et aux communes[9], à travers différents prélèvements :

- prélèvement progressif de l'Etat, calculé selon des tranches variant entre 6% et 83,5% du PBJ (respectivement entre 0,1 M€ et 14,0 M€) après application d'un abattement de 25% sur celui-ci. Ce prélèvement est en partie reversé aux communes, à hauteur de 10% ;

- prélèvement des communes, fixé initialement par le cahier des charges, est plafonné à 15% du PBJ, après abattement de 25% ;

- impôt CRDS (contribution au remboursement de la dette sociale) représentant 3% du PBJ des casinos ;

- impôt CSG (contribution sociale généralisée) à hauteur de 11,2% du produit brut des machines à sous depuis 2018 contre 7,5% entre 1997 et 2004 et 9,5% entre 2005 et 2017.

Le PBJ diminué de l'ensemble de ces prélèvements correspond au Produit Net des Jeux (ci-après « PNJ »).

En sus desdits prélèvements, les casinos sont assujettis aux mêmes impôts et taxes qu'une entreprise privée. En particulier, ils s'acquittent de l'impôt sur les sociétés (ou sur les revenus selon la forme juridique de l'entité).

[9] Les prélèvements ont représenté 55% du montant total des PBJ en FY2019, soit 1 330 M€ (source : Casinos de France).

3.3.3. Déterminants du marché

L'activité des casinos est principalement déterminée par les facteurs suivants :

- **Demande des ménages en jeux de hasard et d'argent** : le chiffre d'affaires des casinos est très majoritairement constitué du Produit Brut des Jeux, lui-même lié aux mises jouées par la clientèle. Ainsi la propension des Français à jouer constitue le premier déterminant de l'activité des casinos. Celle-ci est corrélée à la conjoncture économique (pouvoir d'achat de la clientèle).

- **Fréquentation des lieux d'implantation** : les casinos étant principalement situés dans les stations thermales et en bord de mer, la fréquentation des établissements est étroitement liée au tourisme.
  - **Fréquentation touristique en France** : que ce soit les déplacements des ménages français ou étrangers au sein de l'hexagone, le tourisme impacte la fréquentation et donc le niveau d'activité des casinos.
  - **Fréquentation des stations thermales** : les séjours en stations thermales sont vecteurs de flux pour les casinos. Ces séjours sont étroitement liés au vieillissement de la population, aux prescriptions de cures thermales et à leur niveau de remboursement et prise en charge par l'assurance maladie.

- **Evolutions règlementaires** : le cadre règlementaire est de nature à impacter (i) la fréquentation des casinos (autorisation de jeux, niveaux de contrôles à l'entrée, interdiction de fumer, etc.) et (ii) le Produit Net des Jeux (du fait des évolutions de la fiscalité).

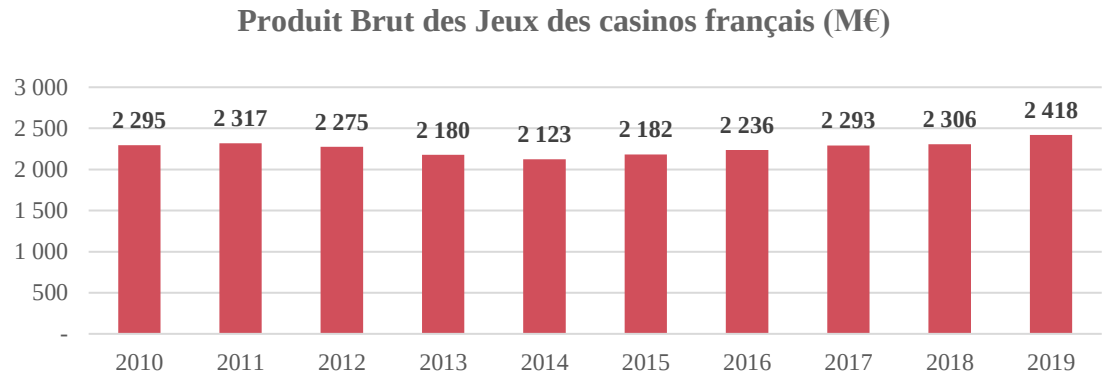
- **Concurrence** : outre la concurrence des casinos français avec les frontaliers (la concurrence entre casinos dépendant de la proximité territoriale), ils sont en concurrence indirecte avec les acteurs proposant d'autres jeux d'argent (Française des jeux, PMU, plateforme de jeux en ligne).

- **Effort d'innovation et de diversification** : afin d'attirer la clientèle, les casinos misent sur la modernisation, notamment via l'installation de nouvelles machines et tables électroniques. La diversification des services proposés liés aux jeux (paris en ligne) et annexes (spas) constitue également un vecteur de croissance pour le secteur.

3.4 Performances historiques

La consommation des ménages en jeux de hasard et d'argent suit une tendance haussière sur la dernière décennie, de 8,6 Mds€ en 2010 à 11,0 Mds€ estimés en 2019. La part des mises jouées dans les casinos sur l'ensemble des mises jouées par les Français a quant à elle globalement diminué sur la même période (37,5% en 2010 contre 31,0% estimé en 2019), principalement au profit des jeux en ligne (paris sportifs) et de la Française des jeux. L'effet combiné des deux tendances se traduit par des évolutions des sommes misées dans les casinos relativement faibles, avec un taux de croissance annuel moyen sur la période de 0,5%.

Consécutivement, le Produit Brut des Jeux des casinos français suit la même tendance, avec un taux de croissance annuel moyen de 0,6% entre 2010 et 2019.



Source : Casinos de France et Service central des courses et jeux via Xerfi

Après une baisse sur la période 2010-2014, le PBJ des casinos a connu une augmentation sur la période 2015-2019, avec un pic de +4,9% en 2019.

La croissance de ces dernières années s'explique notamment par les investissements consentis d'agrandissement et de modernisation des casinos, avec notamment le déploiement de nouveaux supports de jeux électroniques.
L'augmentation du nombre de touristes en France (de 82,7 millions d'entrées en 2016 à 90 millions en 2019[10]) a pu également jouer un rôle.

La crise sanitaire a cependant mis un coup d'arrêt à cette tendance en 2020, pénalisant à la fois la clientèle française et étrangère.

[10] Source : Insee via Xerfi.

4. Principales caractéristiques financières de la Société

4.1 Compte de résultat

Compte de résultat consolidé - 2017-18 à 2019-20

M€ (sauf mention spécifique) - Clôture au 31 octobre	2018	2019	2020
Chiffre d'affaires	**24,5**	**20,4**	**16,4**
% variation	*n.a*	*(16,8%)*	*(19,6%)*
Prélèvements	(8,7)	(7,4)	(5,9)
en % du CA	*(35,3%)*	*(36,2%)*	*(36,0%)*
Chiffre d'affaires net	**15,8**	**13,0**	**10,5**
% variation	*n.a*	*(17,8%)*	*(19,4%)*
Autres achats et charges externes	(5,6)	(4,3)	(3,2)
% de variation	*n.a*	*(23,0%)*	*(26,1%)*
en % du CA net	*(35,4%)*	*(33,2%)*	*(30,5%)*
Charges de personnel	(6,8)	(5,6)	(4,1)
% de variation	*n.a*	*(17,7%)*	*(26,2%)*
en % du CA net	*(42,7%)*	*(42,7%)*	*(39,1%)*
Impôts et taxes	(0,6)	(0,5)	(0,4)
% variation	*n.a*	*(20,1%)*	*(26,5%)*
en % du CA net	*(4,0%)*	*(3,9%)*	*(3,6%)*
Autres produits et charges opérationnels	(0,4)	(0,4)	(0,4)
% variation	*n.a*	*+1,1%*	*+2,8%*
en % du CA net	*(2,2%)*	*(2,8%)*	*(3,5%)*
EBITDA	**2,5**	**2,3**	**2,4**
en % du CA net	*15,6%*	*17,4%*	*23,3%*
Dotations aux amortissements et provisions nettes des reprises	(1,7)	(1,4)	(2,121)
EBIT courant	**0,7**	**0,9**	**0,3**
en % du CA net	*4,6%*	*6,9%*	*3,1%*
Produits opérationnels non courants	0,3	8,1	0,2
Charges opérationnelles non courantes	(1,8)	(2,0)	(14,7)
EBIT	**(0,7)**	**7,0**	**(14,2)**
en % du CA net	*(4,6%)*	*53,9%*	*(135,4%)*
Résultat financier	(0,3)	(1,4)	(0,2)
Résultat exceptionnel	-	-	-
Impôts courants et différés	0,0	(0,7)	0,1
Résultat des activités arrêtées ou en cours de cession	(0,2)	-	-
Résultat net	**(1,2)**	**4,9**	**(14,3)**

Sources : Rapports annuels de la Société.

Evolution du chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires du Groupe est essentiellement constitué du PBJ de l'ensemble des casinos, avec une contribution parcellaire des activités de bar et de restauration.

Son évolution de -16,8% entre 2018 et 2019 est le résultat de la variation du périmètre de consolidation du Groupe, avec la cession du casino de Capvern-les-Bains dont la contribution au chiffre d'affaires 2018 était de 4,1 M€. A périmètre constant, le chiffre d'affaires a progressé de 0,8%.

Entre 2019 et 2020, le chiffre d'affaires a baissé de 19,6% en raison des mesures conservatoires liées à la crise sanitaire de la covid-19, avec une fermeture administrative de l'ensemble des casinos début mars et une réouverture en plusieurs phases : (i) accès aux espaces de jeu relatifs aux machines à sous et jeux électroniques début juin et (ii) accès aux jeux de table fin juin.

Evolution des charges opérationnelles

Les autres achats et charges externes sont en baisse sur la période :

- entre 2018 et 2019, principalement en raison de l'évolution du périmètre du Groupe, et dans une moindre mesure de la rationalisation de certains frais de structure ;

- entre 2019 et 2020, principalement en raison de la fermeture administrative des établissements une partie de l'année, et dans une moindre mesure en raison de l'impact de la norme IFRS 16, avec un reclassement de certaines charges opérationnelles de loyer en dotations aux amortissements et intérêts financiers.

Les frais de personnel sont en baisse sur la période :

- entre 2018 et 2019, essentiellement en raison de l'évolution du périmètre du Groupe ;

- entre 2019 et 2020 grâce à l'utilisation du dispositif de chômage partiel mis en place par l'Etat français, qui a permis de compenser une partie de la perte d'activité.

Evolution des D&A

A périmètre et règles comptables constants (retraitement de la norme IFRS 16 sur 2020), et hors compléments d'amortissements de l'exercice 2020, les amortissements du Groupe sont stables sur la période autour de 1,3 M€.

Les compléments d'amortissements en 2020 sont dus à :

- la révision du plan d'amortissement des machines à sous de 10 à 5 ans ;
- la révision du plan d'amortissement des agencements sur une durée correspondant aux concessions d'exploitation (DSP) des différents casinos.

En outre, le retraitement des charges opérationnelles de loyer (locations simples) en application de la norme IFRS 16 a eu pour impact une augmentation des dotations aux amortissements de 0,5 M€ sur l'exercice 2020.

Commentaires sur les autres produits et charges opérationnels non courants

Les charges opérationnelles non courantes constatées en 2018 sont principalement constituées d'une provision pour risque financier de 1,4 M€ relative à la caution de la SAS Châtel Casino en garantie du paiement de la créance du groupe Partouche inscrite au passif du plan de continuation de SFC.

Les produits opérationnels non courants constatés en 2019 sont principalement constitués des plus-values de cession (i) des titres de la Société Franco-Belge de Casinos pour 1,6 M€, (ii) des titres du casino de Capvern pour 1,0 M€, et (iii) des murs du casino de Châtel-Guyon pour 2,2 M€, ainsi que de la reprise de la provision pour risque financier constatée l'année précédente pour 1,4 M€.

Les charges opérationnelles non courantes constatées en 2020 sont principalement constituées (i) d'une charge liée à la dépréciation du goodwill de 11,6 M€, et (ii) de l'impact sur les exercices antérieurs du changement d'estimation des durées d'amortissement des machines à sous et des agencements de 2,6 M€.

Commentaires sur le résultat financier

Les charges financières sont stables sur la période, entre 0,1 et 0,3 M€, et correspondent majoritairement à la désactualisation des passifs des différents plans de continuation de du Groupe.

En outre, une charge financière supplémentaire de 1,1 M€ a été constatée en 2019, correspondant aux intérêts nés de la dette du Groupe Partouche sur le Groupe pendant la période du plan de continuation de SFC.

En 2020, le Groupe a également reconnu une charge d'intérêt liée à l'application de la norme IFRS 16 de 0,1 M€.

4.2 Bilan économique

Bilan économique consolidé - 2017-18 à 2019-20

M€ (sauf mention spécifique) - Clôture au 31 octobre	2018	2019	2020
Ecarts d'acquisition	20,8	20,2	8,6
Immobilisations incorporelles	0,1	0,1	0,0
Immobilisations corporelles	9,6	7,2	7,0
dont droit d'usage immobilisations corporelles (IFRS 16)	-	-	3,1
BFR	(3,3)	(2,1)	(1,9)
Impôts différés actifs non reclassés en BFR	0,1	0,2	0,3
Actifs destinés à la vente	3,0	-	-
Total capitaux employés	**30,3**	**25,6**	**14,1**
Capitaux propres Part du Groupe	18,5	23,2	8,9
Intérêts minoritaires	(0,1)	0,0	0,1
Capitaux propres totaux	**18,5**	**23,3**	**8,9**
Dette financière	9,0	4,2	9,4
dont dette financière IFRS 16	-	-	3,2
dont passifs inclus dans des actifs destinés à la vente	1,7	-	-
Trésorerie nette	(0,9)	(3,9)	(5,3)
Dette financière nette	**8,1**	**0,3**	**4,0**
Provisions pour risques et charges	2,0	0,8	1,1
dont risque financier	1,4	-	0,4
dont indemnités de retraite	0,5	0,7	0,6
Autres passifs non courants	1,8	1,4	0,0
Total capitaux investis	**30,3**	**25,6**	**14,1**

Sources : Rapports annuels de la Société.

L'analyse du bilan économique de la Société fait apparaître les principaux éléments suivants :

Capitaux employés

- Les écarts d'acquisition, qui constituent la majeure partie des capitaux employés, résultent des opérations de croissance externe du groupe, principalement les acquisitions des casinos de Châtel-Guyon et Gruissan lors de la création de la Société en 1995 ;

- Le niveau des immobilisations corporelles reflète l'intensité capitalistique de l'activité. Celles-ci se rattachent principalement au parc d'exploitation de machines à sous et à l'agencement des casinos ;

- Le BFR est structurellement négatif (-18% du CA net en moyenne sur les 3 derniers exercices) en raison de l'activité de la Société, qui suppose un encaissement comptant des mises des joueurs et des délais de paiement accordés par les fournisseurs ;

Capitaux investis

- L'évolution des capitaux propres entre 2018 et 2019 est la conséquence directe du résultat enregistré par la Société sur la période. L'importante baisse constatée sur l'année 2020 est notamment liée à une importante dépréciation du goodwill (11,6 M€), et dans une moindre mesure à l'impact du changement d'estimation des durées d'amortissement (2,6 M€, voir *supra*) ;

- Les dettes financières de la Société en 2020 se rattachent principalement (i) aux créances de compte-courant des sociétés Verneuil Finance et Frameliris (2,9 M€), (ii) aux passifs échelonnés du casino de Collioure dans le cadre de son plan de continuation (1,2 M€), (iii) à l'émission d'un Prêt Garanti par l'Etat (2 M€) et (iv) à la reconnaissance d'une dette de location faisant suite à l'application de la norme IFRS 16 (3,2 M€) ;

- Les provisions pour risques et charges concernent en majeure partie les indemnités de retraite du personnel. La provision pour risques financiers de 2018 est relative à la caution donnée au Groupe Partouche en garantie du paiement des intérêts de sa créance dans le cadre du plan de continuation de la Société, dont la dernière échéance a été réglée en septembre 2020 ;

- Les autres passifs constatés en 2018 et 2019 se rattachent principalement à une dette de la Société vis-à-vis de ses actionnaires Verneuil Finance et Frameliris.

5. Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces

Forces	Faiblesses
✓ La Société investit régulièrement dans l'équipement de l'ensemble de ses casinos avec les dernières innovations du marché, notamment les jeux électroniques qui permettent d'attirer une clientèle plus jeune ✓ Implantation géographique des casinos dans des secteurs touristiques ✓ Nouvelle équipe de management expérimentée	✓ Taille très limitée par rapport aux principaux acteurs français du secteur ✓ Activité exclusivement réalisée en France
Opportunités	**Menaces**
✓ Possibilité d'effet de rattrapage de l'activité lors de la réouverture des casinos ✓ Possibilité d'extension de la surface de jeu des casinos ✓ Synergies opérationnelles avec l'intégration dans Casigrangi ✓ Le vieillissement de la population pourrait alimenter la croissance du marché, en particulier en stations thermales	✓ Incertitudes liées à la durée et l'impact de la crise sanitaire liée à la Covid-19 ✓ Secteur d'activité concurrentiel, avec des acteurs de taille importante ✓ Essor des jeux en ligne ✓ Risques liés aux évolutions règlementaires ✓ Risque de non-renouvellement des DSP (les contrats arrivent à échéance à horizon 2023 sur 3 des 4 casinos)

IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE

Afin d'apprécier l'équité du Prix d'Offre, nous avons estimé la valeur des actions de la Société au 31 mars 2021 (ci-après la « Date d'Evaluation »), sur la base notamment de données de marché retenues à la date du 26 mars 2021.

Pour ce faire, nous avons retenu :

- à titre principal, la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (ou « DCF ») (**2.**) ;
- à titre indicatif, la méthode des comparables boursiers (**3.**) ;
- à titre de référence (**4.**) :
  - le prix d'acquisition par Casigrangi du Bloc de Contrôle de la Société ;
  - le cours de bourse de la Société sur une durée comprise entre 1 et 2 mois avant l'annonce le 23 juillet 2020 du projet d'acquisition par Casigrangi du Bloc de Contrôle ;
  - l'actif net consolidé de la Société.

Nous exposons au préalable les raisons pour lesquelles nous avons écarté certaines méthodes et références (**1.**).

1. Méthodes et références écartées

1.1 Méthode des transactions comparables

Cette méthode consiste à appliquer à la Société les multiples observés lors de transactions impliquant des sociétés comparables.

Après avoir analysé les transactions intervenues sur le secteur des casinos à l'aide des bases de données Mergermarket et Epsilon, nous avons écarté cette méthode en raison de l'indisponibilité de l'information nécessaire au calcul des multiples pour l'ensemble des transactions dont la cible est située en France.

Nous précisons qu'en raison notamment des spécificités réglementaires et fiscales liées à l'exploitation des casinos en France, il ne nous semble pas pertinent de considérer les transactions dont la cible serait située hors de France.

1.2 Méthode de l'actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividendes attendus. Elle s'envisage généralement pour les sociétés matures qui mettent en œuvre une politique de dividendes réguliers et représentative de leur capacité de distribution.

La méthode de l'actualisation des dividendes a été considérée comme non pertinente au cas d'espèce, notamment parce que la Société n'a distribué aucun dividende ces dernières années.

1.3 Méthode de l'actif net réévalué

Cette méthode consiste à ajuster les capitaux propres de la mise en valeur de marché des actifs et passifs apparaissant au bilan. Elle est souvent utilisée pour évaluer les sociétés dont les principaux actifs disposent d'une valeur de marché indépendamment de leur utilisation dans un processus d'exploitation.

Au cas d'espèce, cette méthode n'apparaît pas directement pertinente dans la mesure où elle serait redondante avec l'évaluation DCF, conduite notamment à partir des projections financières attachées à chaque casino du Groupe.

1.4 Référence aux objectifs de cours des analystes

Aucun analyste ne suit le titre SFC et ne publie donc de cours cible.

2. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)

2.1 Principe

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs consiste à déterminer la valeur d'une société à partir de l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation futurs qu'elle est susceptible de générer, nets d'impôts, après financement des investissements et du besoin en fonds de roulement.

La valeur actualisée des flux de trésorerie opérationnels générés par les actifs d'exploitation des activités valorisées sur la période couverte par les prévisions et, le cas échéant, la valeur actualisée de la valeur terminale constituent la Valeur d'Entreprise (ou valeur de l'actif économique) de la société évaluée (ci-après la « Valeur d'Entreprise »).

La Valeur d'Entreprise obtenue doit ensuite être ajustée de l'endettement financier net et des actifs et passifs hors exploitation pour obtenir la valeur des fonds propres de la société évaluée.

Cette méthode requiert donc de déterminer les éléments suivants :

- les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres puis à la valeur par action (**2.2**) ;
- les hypothèses prévisionnelles et les hypothèses normatives concernant les résultats nets d'impôt, les investissements et le besoin en fonds de roulement (**2.3**) ;
- le taux d'actualisation, qui correspond au taux de rendement exigé par les pourvoyeurs de capitaux de l'entreprise (**2.4**).

2.2 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action

2.2.1. Nombre d'actions pris en compte

Nous avons retenu l'intégralité des 5 092 470 actions composant le capital au 31 octobre 2020.

Par ailleurs, il n'existe à ce jour aucun plan d'actions gratuites ou de *stock-options* susceptible de diluer à l'avenir les actionnaires existants.

Enfin, nous précisons que la Société ne détient aucune de ses propres actions.

2.2.2. Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres

Sur la base des comptes au 31 octobre 2020, le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres de la Société nécessite de prendre en compte un ajustement négatif d'un montant de **-0,1 M€**, tel qu'indiqué ci-dessous.

Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres

	en M€		
	Trésorerie et équivalents de trésorerie	[1]	**5,3**
	Emprunts à court et long terme (hors IFRS 16)		(2,0)
(a)	Passifs échelonnés Collioure		(1,3)
(b)	Autres dettes financières		(3,0)
	Provisions nettes d'IDA		(0,5)
	Dette financière brute	[2]	**(6,8)**
(c)	Cessions Capvern-les-Bains - deuxième échéance		0,6
(d)	Cessions murs Collioure		0,7
	Autres éléments	[3]	**1,3**
	Passage	[1]+[2]+[3]	**(0,1)**

Sources : Rapport annuel de la Société 2019-20, analyse Sorgem Evaluation.

Nous précisons que nous n'avons pas retenu la dette IFRS16 dans les éléments de passage dans la mesure où nous avons raisonné en flux de trésorerie donc sur la base d'un EBITDA lui-même non impacté par la norme.

a) Autres dettes financières

Le passif échelonné de Collioure a pour dernière échéance mai 2026. Il est constitué pour moitié environ de dettes fiscales et sociales et pour le reste de dettes fournisseurs et bancaires.

b) Autres dettes financières

Les autres dettes financières correspondent majoritairement à la créance de compte courant détenue par Frameliris.

Les intérêts minoritaires, non significatifs (<0,1 M€) ont été retenus pour leur valeur comptable.

c) Cession du casino de Capvern-les-Bains

En septembre 2019, le Groupe a cédé le casino Capvern-les-Bains à la suite du refus de la propriétaire des murs de renouveler le bail[11].

La deuxième échéance du paiement du prix de cession représentera un flux de 600k€ pour SFC, qui interviendra au plus tard le 31 janvier 2022.

d) Murs casino de Collioure

Le Groupe est devenu propriétaire des murs du Casino de Collioure à compter du 30 septembre 2020.

Ces murs seront cédés à l'Initiateur en 2021 pour un montant égal au prix d'acquisition, soit 700 k€.

2.3 Présentation des prévisions retenues

2.3.1. Sources d'informations utilisées

Notre évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie futurs se fonde sur le plan d'affaires établi par l'Initiateur et validé par la Société.

Ce plan d'affaires correspond pour les exercices 2020-21 à 2022-23 au plan présenté en février 2021 par Casigrangi à des établissements bancaires dans le cadre d'une demande de refinancement, par l'Initiateur, de l'acquisition des titres SFC. Deux années prévisionnelles ont été ajoutées pour les besoins du calcul d'une valeur d'utilité dans le cadre des tests de perte de valeur des écarts d'acquisition.

Il nous a par ailleurs été indiqué qu'à la date du présent rapport, aucune offre de financement n'a été obtenue par l'Initiateur. Nous précisons enfin que ce processus de financement (non finalisé et qui concerne l'Initiateur et non la Société) n'est pas de nature à impacter la valeur des actions SFC.

[11] *cf.* Rapport financier annuel au 31 octobre 2019.

2.3.2. Synthèses des hypothèses structurantes

a) Hypothèses générales

Le plan d'affaires a été établi sur un horizon explicite de 5 ans (2020-21 à 2024-25) et sur la base du périmètre existant au 31 octobre 2020 (casinos de Gruissan, Châtel, Port-la-Nouvelle et Collioure).

Il prend pour hypothèse le renouvellement des délégations de service public (ci-après « DSP ») accordées aux casinos sur l'horizon explicite. Pour mémoire, ces DSP arrivent à échéance pour les casinos de Gruissan, Châtel, Port-la-Nouvelle et Collioure respectivement en février 2032, octobre 2021, novembre 2022 et mai 2023.

Par ailleurs, dans le cadre de l'état d'urgence sanitaire, un décret publié au Journal officiel le 31 janvier 2021 venant modifier celui du 29 octobre 2020 précise que les salles de jeux (casinos, bowlings) doivent rester fermées.

Le plan d'affaires est fondé sur un scénario de réouverture des casinos au 1er juin 2021.

b) Horizon du plan d'affaires (2020-21 - 2024-25) – Principales tendances

Evolution du chiffre d'affaires

L'exercice 2020-21 est marqué, comme pour l'exercice précédent, par la fermeture des établissements de jeux dans le cadre de la lutte contre l'épidémie de Covid-19.

Si le chiffre d'affaires a diminué de plus de 19% sur l'exercice 2019-20 (fermeture d'environ 2,5 mois), celui-ci sera encore plus faible sur l'exercice 2020-21, en raison d'une période de fermeture estimée à 7 mois sur l'exercice (de novembre 2020 à mai 2021, pour une réouverture attendue en juin 2021).

Le chiffre d'affaires 2020-21 devrait être près de moitié plus faible que le chiffre d'affaires 2018-19 (avant crise sanitaire). Cette différence est cohérente au regard du nombre de mois d'activités probables sur l'exercice.

L'année 2021-22 devrait être marquée par un retour à un niveau pré-crise sur l'ensemble des casinos, avec une ouverture sur 12 mois conduisant à un chiffre d'affaires proche de 13 M€ (en comparaison à 12,9 M€ à périmètre constant sur 2018-19).

Les niveaux d'activités des exercices 2022-23 à 2024-25 s'inscrivent en légère croissance par rapport à l'exercice précédent.

En termes d'activités, le chiffre d'affaires provenant des jeux (PNJ) s'établit à 84% du chiffre d'affaires total entre 2021-22 et 2024-25, soit son niveau observé sur les exercices 2017-18 et 2018-19.

Evolution des marges (avant impact de la norme IFRS 16)

Consécutivement à la baisse du chiffre d'affaires sur l'exercice 2020-21, l'EBITDA est estimé négatif à -0,8 M€ sur l'exercice, la baisse des coûts fixes (principalement liée au dispositif de chômage partiel) ne permettant pas de couvrir en totalité la chute du chiffre d'affaires des casinos fermés 7 mois.

La structure de coûts historique (pré-crise sanitaire) a été conservée pour l'estimation des marges sur les exercices postérieurs. Ainsi à l'instar du chiffre d'affaires, l'EBITDA devrait retrouver son niveau de 2018-19 (autour de 2,1-2,2 M€), représentant une marge de l'ordre de 16,5%, dès l'année 2021-22.

Le plan d'affaires prévoit une légère augmentation de la marge d'EBITDA sur la période subséquente, du fait notamment de la hausse du PBJ du casino de Port-la-Nouvelle (extension d'une zone de jeux extérieure).

Nous précisons que des économies de frais de structure sont attendues sur l'horizon du plan, lesquelles seront globalement compensées par le paiement d'un loyer à la suite de la cession des murs de Collioure à l'Initiateur en 2021.

Les dotations aux amortissements annuelles ont été estimées autour de 1,3 M€ sur l'horizon explicite du plan d'affaires. Ce niveau est proche de celui des dotations mesurées sur le dernier exercice en cours de clôture (2019-20), avant impacts (i) de la norme IFRS 16 et (ii) du changement d'estimation des durées d'amortissement des machines à sous et des agencements, et représente une part de 10% du chiffre d'affaires sur les deux derniers exercices du plan.

En conséquence, la marge d'EBIT devrait se situer entre 6% et 7% sur les exercices 2021-22 à 2024-25.

Evolution des investissements et du besoin en fonds de roulement

Sur l'horizon du plan d'affaires, les investissements s'élèvent au total à environ 3,7 M€. Ils concernent principalement :

- le renouvellement d'une partie du parc de machines à sous et autres jeux de tables ;
- les petits travaux de rénovation des salles de jeux ;
- les travaux d'extension (zone extérieure) et de nouvelles installations (cabine fumeur et mise sous enseigne Stelsia notamment).

La variation annuelle du besoin en fonds de roulement sur l'horizon du plan d'affaires ressort à environ +0,1 M€.

Remarque sur la cohérence des hypothèses du plan d'affaires relatives aux investissements et au besoin en fonds de roulement

Dans le cadre de la revue de cohérence du plan d'affaires, il nous a semblé que les investissements projetés étaient (i) inférieurs aux données historiques de dotations aux amortissements et d'investissements d'exploitation et (ii) inférieurs aux investissements qui résulteraient de la prise en compte des durées d'utilité sur les principaux actifs. La prise en compte, dans les deux dernières années du plan d'affaires, d'un niveau d'investissement en ligne avec le niveau normatif retenu, conduirait à diminuer la valeur des fonds propres d'environ 1,0 M€.

Concernant le BFR d'exploitation, celui-ci n'a pas été directement modélisé par la Société. La prise en compte d'un retour, sur l'horizon du plan d'affaires, à un excédent de fonds de roulement pré-Covid conduirait, inversement, à augmenter la valeur d'environ 0,5 M€.

c) Taux d'impôt sur les sociétés

Nous reflétons sur l'horizon du plan d'affaires la trajectoire de baisse du taux de l'impôt sur les sociétés prévue par la dernière loi de finances, soit 28,0%, 26,5% et 25,0%, pour les exercices ouverts à compter du, respectivement, 1er janvier 2020, 1er janvier 2021 et 1er janvier 2022.

d) Période d'extrapolation, hypothèses normatives et Valeur Terminale

A l'horizon du plan d'affaires (2024-25), nous considérons que SFC aura retrouvé un niveau normatif d'activité et de rentabilité.

Le flux normatif a ainsi été construit à partir des hypothèses suivantes :

- Chiffre d'affaires : croissance long terme normative de 1,6%, cohérente avec le taux d'inflation projeté en France pour 2025[12] ;

- Taux de marge d'EBITDA : constant par rapport à l'année 2024-25 (hors impact IFRS 16), et très proche du taux 2018-19 ;

- Dotations aux amortissements : niveau normatif estimé proche de la moyenne historique sur 5 ans sur les 4 casinos ;

- Investissements : déterminés de manière que le taux de croissance des immobilisations corporelles nettes sur le flux normatif soit équivalent au taux de croissance à long terme retenu ;

- Variation du besoin en fonds de roulement en pourcentage de la variation du chiffre d'affaires : taux moyen mesuré sur les exercices 2017-18 et 2018-19 (avant crise sanitaire) ;

- Taux d'impôt sur les sociétés : Compte tenu de l'incertitude relative au niveau d'imposition à long-terme, en lien avec les conséquences de la crise de la Covid-19, nous avons retenu le taux applicable pour les exercices ouverts à compter du 1er janvier 2021 pour l'estimation du flux normatif, soit 26,5%. Cette hypothèse est cohérente avec notre approche d'estimation de la prime du marché Actions.

La valeur de la Société à l'horizon 2024-25 a ensuite été déterminée à partir du taux de croissance à l'infini de 1,6% (*cf. supra*) et du taux d'actualisation de 9,7% (*cf. infra*).

2.4 Détermination du taux d'actualisation

2.4.1. Principe de détermination du taux

Les flux nets de trésorerie doivent être actualisés au coût des capitaux investis dans l'actif de l'entreprise, c'est-à-dire au taux de rendement des capitaux exigé par les investisseurs, compte tenu du risque intrinsèque de l'activité.

Nous avons retenu une structure financière sans endettement. Nous avons en effet considéré une absence de valeur attachée à la déduction fiscale des intérêts, notamment dans la mesure où l'endettement de la Société se compose principalement d'un Prêt

[12] Source : Perspectives de l'économie mondiale, Fonds Monétaire International, Octobre 2020.

Garanti par l'Etat (à taux très faible) et de passifs gelés liés au plan de continuation du casino de Collioure (taux nul).

Le taux d'actualisation retenu correspond ainsi à un coût des fonds propres à dette nulle. Le taux d'actualisation retenu correspond donc au coût des fonds propres à dette nulle qui a été déterminé à partir du Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) où :

$K_{FP} = Rf + \beta$ x prime de risque moyenne du marché action + prime de risque éventuelle

Avec :

K_{FP}	*Coût des fonds propres*
Rf	*Taux sans risque*
β	*Bêta des actions de la société (en l'absence d'endettement)*
Prime de risque moyenne du marché	*Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché actions dans son ensemble et le taux sans risque*
Prime de risque éventuelle	*Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille et / ou à une prime de risque pays*

2.4.2. Taux sans risque

Le taux sans risque est estimé sur la base des rendements offerts par des actifs considérés sans risque de défaut.

Nous avons retenu un taux sans risque égal à la moyenne 3 mois des obligations d'Etat françaises d'une maturité de 20 ans. Ce taux s'établit à **0,29%** au 26 mars 2021.

2.4.3. Bêta

Nous avons estimé le bêta sur la base du seul comparable côté français dont l'essentiel de l'activité repose sur la gestion de casinos, le groupe Partouche (cf. § **IV. 3.2** pour des détails supplémentaires).

Il a été déterminé à partir des données hebdomadaires sur un horizon de deux ans.

Nous aboutissons ainsi à un bêta de **0,80**.

Indépendamment des calculs conduits, ce bêta inférieur à 1 nous paraît pertinent dans la mesure ou le secteur des jeux d'argent peut être vu comme moins cyclique que d'autres dépenses de consommation.

2.4.4. Prime de risque marché

La prime de risque de marché peut être estimée à l'aide de primes de risque historiques, de primes de risque anticipées ou de consensus de primes de risque.

Dans le cadre de nos travaux, nous avons analysé chacune des références susmentionnées. Sorgem Evaluation suit régulièrement ces indicateurs et estime la prime de risque du marché Action en conséquence.

A la Date d'Evaluation, sur la base en particulier de notre analyse des primes de risque calculées en prenant en compte à la fois les primes calculées sur une base historique du rendement des actions et des obligations (permettant de prendre en considération des perspectives de long-terme) et des primes prospectives estimées à partir des valeurs boursières et des consensus, nous avons estimé la prime de risque du marché Actions applicable dans des méthodes DCF à **6,50%**.

Cette prime de risque du marché Actions s'applique à des sociétés considérées comme des « *Mid Cap* » (sociétés dont la capitalisation boursière est comprise entre 2,4 Md$ et 13,2 Md$)[13].

2.4.5. Prime de taille

Plusieurs travaux académiques démontrent que le rendement attendu sur des entreprises de petite taille serait supérieur à celui exigé par le MEDAF[14].

---

[13] « *2020 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital* » – Duff & Phelps.

[14] Plusieurs facteurs expliquent pourquoi le taux de rendement requis des fonds propres d'une entreprise de petite taille est supérieur à celui d'une entreprise de grande taille. Tout d'abord, compte tenu du manque de transactions sur les actions des sociétés de petite taille, le bêta calculé sur la base des méthodes économétriques usuelles sous-estime le bêta réel (Ibbotson, R.G., Kaplan, P.D., Peterson, J.D., Estimates of Small Stock Bêtas are Much Too Low, The Journal of Portfolio Management, vol. 23, 1997). Par ailleurs, les actionnaires des sociétés de petite taille supportent des coûts de liquidité (Amihud, Y., Mendelson, H., Asset Pricing and the bid-ask spread, Journal of Financial Economics, vol. 17, 1986) et un risque de liquidité plus importants (par exemple, Acharya, V.V., Pedersen, L.H., Asset Pricing with Liquidity Risk, Journal of Financial Economics, vol. 77, 2005). Enfin, les coûts d'accès à l'information ne peuvent être amortis que sur des montants investis plus limités (Lee, C.M.C., So, E.C., Alphanomics: The Informational Underpinnings of Market Efficiency, Fondations and Trends in Accounting, Vol. 9 n°2-3, 2015).

L'analyse des rendements historiques des entreprises cotées américaines par le cabinet Duff & Phelps aboutit à une estimation de la prime de taille de **4,23%**[15].

Au cas d'espèce, l'application d'une telle prime nous paraît justifiée dans la mesure où une taille significative permet notamment une diversification géographique plus importante et limite les aléas relatifs à la baisse d'activité d'un établissement ou du non-renouvellement d'une DSP sur l'activité globale (effet « portefeuille »).

2.4.6. Taux d'actualisation retenu

Nous obtenons un taux d'actualisation de **9,7%**[16] pour SFC, qui correspond à notre estimation d'un coût des fonds propres à dette nulle à la Date d'Evaluation.

Ce taux d'actualisation est identique à celui retenu par la société dans le cadre de ses tests de perte de valeur.

[15] Source : « *2021 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital* » – Duff & Phelps – Prime moyenne associée aux entreprises du 10ème décile de taille (capitalisation boursière comprise entre 2,2 M$ et 189,8 M$), diminuée de la prime *Mid Cap*.

[16] 0,29% + 0,80 x 6,50% + 4,23% = 9,72% arrondi à 9,70%.

2.5 Conclusion sur la valeur

Nos travaux font ressortir à partir des analyses de sensibilité au taux d'actualisation (+/- 0,50%) et à la croissance perpétuelle (+/- 0,25%) une Valeur d'Entreprise de la Société comprise dans une fourchette allant de **7,29 M€** à **8,75 M€,** avec une valeur centrale de **7,95 M€**.

Après prise en compte des éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des fonds propres, la valeur par action ressort dans une fourchette allant de **1,40 €** à **1,69 €**, avec une valeur centrale de **1,53 €**.

Sensibilité de la Valeur d'Entreprise aux taux d'actualisation et de croissance à l'infini (M€)

		Taux d'actualisation				
		8,7%	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%
Taux de croissance	1,1%	8,49	7,97	7,51	7,09	6,72
	1,4%	8,77	8,21	7,72	**7,29**	6,90
	1,6%	9,07	8,47	**7,95**	7,49	7,08
	1,9%	9,39	**8,75**	8,20	7,71	7,27
	2,1%	9,73	9,05	8,46	7,93	7,47

Sensibilité de la valeur par action aux taux d'actualisation et de croissance à l'infini (€)

		Taux d'actualisation				
		8,7%	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%
Taux de croissance	1,1%	1,64	1,54	1,45	1,37	1,29
	1,4%	1,69	1,59	1,49	**1,40**	1,33
	1,6%	1,75	1,64	**1,53**	1,44	1,36
	1,9%	1,82	**1,69**	1,58	1,49	1,40
	2,1%	1,88	1,75	1,63	1,53	1,44

3. Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)

3.1 Principe

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Cette méthode a été mise en œuvre à titre indicatif uniquement, dans la mesure où nous avons identifié un seul acteur côté français comparable en termes d'activité (le groupe Partouche), lequel est par ailleurs d'une taille très supérieure à SFC.

3.2 Présentation de la société retenue

Nous avons sélectionné le groupe Partouche, société française intervenant sur le secteur du loisir en France, et dont l'activité de gestion de casinos représente l'essentiel du chiffre d'affaires.

Le CA par segment de Partouche en 2018-19 concerne les casinos (91%), l'hôtellerie (2%) et d'autres activités (7%). Le groupe exploite 42 casinos dont 38 sont situés en France.

Les principales caractéristiques financières de Partouche sur les trois derniers exercices clos sont les suivantes :

Principales caractéristiques financières de la société cotée identifiée

Partouche	oct. 2018	oct. 2019	oct. 2020
Croissance du CA	1,0%	5,5%	(20,8%)
Marge d'EBITDA	15,5%	17,0%	10,0%
Marge d'EBIT	5,7%	6,8%	(7,5%)

Sources : Bloomberg au 26 mars 2021, Rapports annuels groupe Partouche, analyses Sorgem ;
Note : Agrégats retraités des effets de la norme IFRS 16 relative à la comptabilisation des contrats de location.

Il ressort de cette analyse que Partouche :

- présente des marges d'EBITDA comparables à celles de SFC sur les exercices 2017-18 et 2018-19 ;

- a une taille significativement supérieure à celle de la Société, sa capitalisation boursière représentant près de 23x celle de SFC[17], et le nombre de casinos exploités étant dix fois supérieur.

Ce différentiel de taille nous a conduits à retenir une décote sur les multiples appliqués (cf. **3.3**).

3.3 Présentation des multiples retenus

Partouche n'étant pas régulièrement suivie par des analystes, aucun consensus prévisionnel n'est disponible pour cette société. Nous avons donc privilégié les multiples calculés sur les agrégats historiques du comparable.

Nous n'avons pas retenu les multiples VE / EBIT car les politiques d'amortissement des machines à sous (représentant une part significative des immobilisations corporelles) divergent sur les exercices 2017-18 et 2018-19 entre Partouche et SFC[18].

Afin de prendre en considération ces différences de calcul d'amortissement, nous retenons les multiples VE / EBITDA, étant noté que les marges d'EBITDA historiques de SFC et Partouche sont comparables (*cf.* **3.2**).

Les multiples du comparable boursier sont présentés ci-après.

Multiples boursiers 2018 à 2020 de la société retenue

Société	Cap. Boursière	VE	VE / EBITDA		
	M€	M€	Oct-18	Oct-19	Oct-20
Partouche	199	285	4,5x	3,9x	8,3x

Sources : Bloomberg, analyses Sorgem.
Notes :
- *Agrégats retraités des effets de la norme IFRS 16 relative à la comptabilisation des contrats de location ;*
- *Capitalisation boursière basée sur une moyenne sur un mois du prix de l'action au 26 mars 2021.*

Nous avons exclu de notre analyse l'année 2020 compte tenu de l'impact de la crise sanitaire sur la performance des acteurs du secteur.

[17] Sur la base du Prix d'Offre et du nombre d'actions retenu dans le cadre de nos travaux.
[18] Les machines à sous sont amorties sur 5 ans selon les méthodes comptables de Partouche, contre 10 ans pour SFC sur ces exercices.

Afin de tenir compte du différentiel de taille entre SFC et Partouche, nous avons retenu une décote de **20%**[19] sur les multiples.

Enfin, nous avons retenu des agrégats historiques proforma de SFC afin de ne prendre en compte que le périmètre actuel des quatre casinos exploités.

3.4 Conclusion sur la valeur

L'application des multiples de Partouche après décote aux agrégats 2017-18 et 2018-19 de la Société conduit à une Valeur d'Entreprise de SFC de respectivement **6,6 M€** et **6,8 M€**, soit une valeur des fonds propres comprise entre **6,5 M€** et **6,7 M€**, et une valeur par action comprise entre **1,27 €** et **1,31 €**.

4. Références de valeur

4.1 Prix d'acquisition par Casigrangi du Bloc de Contrôle

L'acquisition par Casigrangi du Bloc de Contrôle a été réalisée au Prix d'Offre de 1,70 €.

4.2 Cours de bourse

Les actions du Groupe sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché d'Euronext Paris.

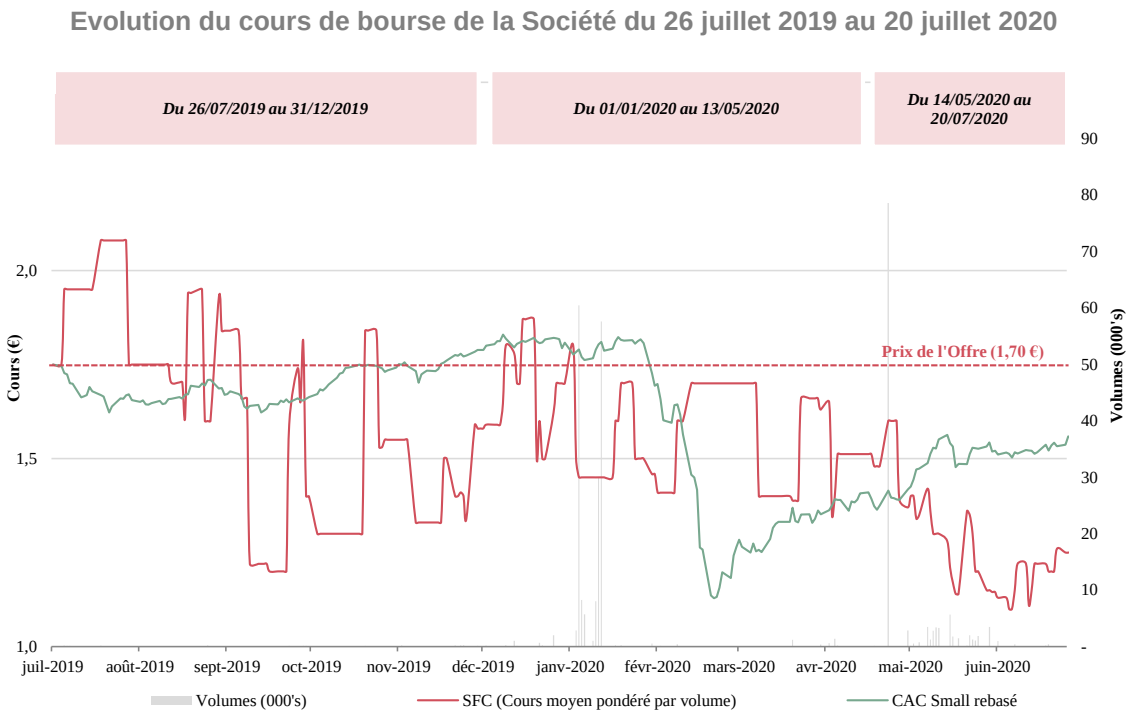
Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse entre le 26 juillet 2019 et le 20 juillet 2020, dernière date à laquelle des transactions boursières ont été enregistrées en amont

---

[19] Ce niveau de décote peut être considéré comme prudent, dans la mesure où la prise en compte d'une capitalisation infinie avec un taux d'actualisation de 9,7% (taux d'actualisation du DCF avec prise en compte de la prime de taille) et un taux de croissance de 1,6% (croissance à long-terme du DCF) induit une décote de l'ordre de 22% par rapport à la valeur ressortant d'une capitalisation infinie avec un taux de 7,9% (taux d'actualisation du DCF avec prise en compte d'une prime de taille *Micro Cap*, applicable à une société de capitalisation boursière égale à celle de Partouche) et le taux de croissance de 1,6%. Nous indiquons par ailleurs que la prise en compte du rapport de capitalisation boursière entre SFC et Partouche ferait ressortir une décote comprise entre 20% et 25% (source : Travaux E-E. Grena, *Revue de la Société Française des Analystes Financiers*, 4ème trimestre 2002).

de l'annonce du 23 juillet 2020, préouverture des marchés, du projet d'Acquisition du Bloc de Contrôle.

Le graphique ci-dessous présente l'évolution du cours de l'action SFC, ainsi que les volumes échangés entre le 26 juillet 2019 et le 20 juillet 2020.



Source : Bloomberg.

Commentaires :

- Entre le 26 juillet et le 31 décembre 2019 inclus[20], le cours moyen journalier pondéré par les volumes s'est établi entre 1,20 € et 2,08 €. Sur la même période, 2 843 titres ont été échangés correspondant à 0,1% du nombre d'actions total et 0,9% du flottant[21].

[20] Date du communiqué de la Société annonçant la signature de protocoles d'accord concernant l'acquisition par Circus Casino France de 50,05% du capital.

[21] Sur la base de l'actionnariat au 30/04/2020.

- Entre le 1er janvier et le 13 mai 2020 inclus[22], le cours moyen journalier pondéré par les volumes s'est établi entre 1,35 € et 1,87 €. Sur la même période, 183 762 titres ont été échangés correspondant à 3,6% du nombre d'actions total et 56,8% du flottant[23].

- Entre le 14 mai 2020 et le 20 juillet 2020 inclus, le cours moyen journalier pondéré par les volumes s'est établi entre 1,10 € et 1,60 €. Sur la même période, 117 850 titres ont été échangés correspondant à 2,3% du nombre d'actions total et 36,4% du flottant[24].

Ainsi, entre l'annonce le 14 mai 2020, préouverture du marché, de la non-réalisation des protocoles d'accord concernant l'acquisition par Circus Casino France de 50,05% du capital, et l'annonce du projet d'acquisition par Casigrangi le 23 juillet 2020, le cours moyen journalier pondéré par les volumes a toujours été inférieur au Prix de l'Offre de 1,70 €.

Nous précisons enfin qu'entre le 27 juillet 2020[25] et le 26 mars 2021, le cours moyen pondéré par les volumes s'est établi chaque jour dans une fourchette de 1,28 € - 2,13 €. A la clôture du 26 mars 2020, il ressortait à 1,65 €[26], soit un niveau inférieur au Prix de l'Offre.

Le tableau ci-dessous présente les cours moyens pondérés par les volumes, en spot, sur 1 mois et sur 2 mois[27], ainsi que les nombres moyens et cumulés d'actions échangées sur les différentes périodes :

---

[22] Dernier jour avant l'annonce le 14 mai 2020, préouverture du marché, de la non-réalisation des protocoles d'accord concernant l'acquisition par Circus Casino France de 50,05% du capital.

[23] Sur la base de l'actionnariat au 30/04/2020.

[24] Sur la base de l'actionnariat au 30/04/2020.

[25] Première date à laquelle se sont effectués des transactions boursières post-annonce du projet d'Acquisition du Bloc de Contrôle.

[26] Source : Bloomberg.

[27] Période du 14 mai au 20 juillet 2020 représentant exactement 2,2 mois.

Analyse du cours de bourse sur les 2 derniers mois[28] au 20 juillet 2020

Période	Date de début	Date de fin	Cours moyen pondéré par les volumes (€)	Cours le plus haut (€) *	Cours le plus bas (€) *	Nombre moyen d'actions échangées	En % du nombre d'actions total **	En % du flottant **
Spot	20/07/2020		1,25					
1 mois	21/06/2020	20/07/2020	1,15	1,26	1,10	369	0,01%	0,11%
2,2 mois	14/05/2020	20/07/2020	1,49	1,60	1,10	3 185	0,06%	0,98%

Période	Date de début	Date de fin	Nombre cumulé d'actions échangées	En % du nombre d'actions total **	En % du flottant **
Spot	20/07/2020				
1 mois	21/06/2020	20/07/2020	5 536	0,11%	1,71%
2,2 mois	14/05/2020	20/07/2020	117 850	2,31%	36,42%

Source : Bloomberg.
Notes * : Cours moyen pondéré par les volumes. ** : Sur la base de l'actionnariat au 30/04/2020.

Nous avons considéré dans nos analyses ci-dessus la période débutant le 14 mai 2020 afin d'éliminer les effets sur le cours de bourse de la Société de l'offre initiée par Circus Casino en date du 31 décembre 2019 à la préouverture des marchés ; cette dernière ayant fait l'objet d'une renonciation le 14 mai 2020 à la préouverture des marchés, comme indiqué *supra*.

La liquidité d'un titre dépend notamment de la taille relative du flottant par rapport au nombre de titres de la société, mais aussi de la fréquence des transactions :

- le flottant représentait 6,4% du capital au 30 avril 2020, soit un niveau particulièrement faible ;
- la fréquence des transactions peut notamment être appréciée au regard du nombre de jours enregistrant des transactions en rapport du nombre total de jours de bourse sur une période.

  Sur la période du 26 juillet 2019 au 26 mars 2020, représentant 436 jours de bourse, nous dénombrons 203 jours pour lesquels il n'a été effectué aucune transaction boursière[29], soit une occurrence – élevée – de 46,6%.

Ainsi, compte tenu du faible niveau de liquidité observé sur le titre de la Société, nous considérons que la référence au cours de bourse ne peut être retenue qu'à titre indicatif.

[28] Période du 14 mai au 20 juillet 2020 représentant exactement 2,2 mois.
[29] Source : Bloomberg.

D'après nos analyses, le Prix d'Offre de 1,70 € fait ressortir une prime :

- de +36% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes constaté le 20 juillet 2020 (1,25 €)
- de +47% par rapport au cours moyen constaté sur le mois précédent (1,15 €) ;
- de +14% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes sur les deux mois[30] (1,49 €) précédents.

4.3 Actif net consolidé

Les capitaux propres consolidés part du groupe au 30 octobre 2020 s'établissent à 8,877 M€, soit 1,74 euro par action sur la base de 5 092 470 actions.

L'écart de 0,21 € avec la valeur centrale de notre analyse DCF s'explique en quasi-totalité par l'absence de prise en compte par la Société dans ses tests de dépréciation du résultat opérationnel négatif de la holding (environ 0,14 M€ par an[31]).

[30] Période du 14 mai au 20 juillet 2020 représentant exactement 2,2 mois.

[31] La capitalisation de 0,14 M€ après IS (soit 0,10 M€) au taux d'actualisation (9,7%) diminué de la croissance à long terme (1,6%) conduit à un écart de valeur de 1,23 M€ soit, sur la base de 5,1 millions d'actions, à 0,24 € par action.

V. ACCORD CONNEXE A L'OFFRE

Il a été porté à notre connaissance un engagement de présenter des titres SFC à l'Offre.

Cet engagement a été conclu entre l'Initiateur et un actionnaire personne physique détenant, à la date de signature de cet accord (le 3 mars 2021), 15.927 actions de la Société.

Dans le cadre de cet accord, cet actionnaire « *s'engage de manière irrévocable à présenter à l'Offre la totalité des Actions, au prix qui sera stipulé dans le projet d'Offre qui sera déposée auprès de l'Autorité des marchés financiers soit 1,70 euro par Action* ».

Il « *s'engage par ailleurs à ne pas solliciter ou faciliter toute offre concurrente qui pourrait être initiée par un tiers.* »

L'analyse des dispositions de cet accord nous amène à conclure que celui-ci n'est pas de nature à remettre en cause l'équité des conditions offertes dans le cadre de l'Offre ou l'égalité de traitement entre actionnaires.

VI. SYNERGIES LIEES A L'OFFRE ET CONSEQUENCES DE L'OPERATION

Il nous a été indiqué que des synergies de coûts centraux sont attendues de l'Opération à travers la mise en commun de moyens avec le groupe Casigrangi.

Ces économies ont été prises en compte dans le plan d'affaires établi par l'Initiateur et validé par la Société, utilisé dans le cadre de nos travaux.

VII. ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

1. Méthodes et références retenues

ODDO BHF (ci-après l'« Établissement Présentateur ») retient comme nous l'avons fait la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF) à titre principal.

Il ne retient pas, en revanche, la méthode des comparables boursiers, que nous présentons à titre indicatif.

L'Établissement Présentateur retient également, comme nous l'avons fait, les références d'évaluation suivantes :

- transactions récentes sur le capital de la Société ;
- analyse du cours de bourse (à titre indicatif).

Contrairement à nous, l'Établissement Présentateur ne retient pas la référence de l'actif net consolidé par action.

2. Méthode DCF

La mise en œuvre de la méthode DCF par l'Etablissement Présentateur conduit à une valeur centrale de 1,32 €, contre une valeur centrale de 1,53 € dans nos travaux.

Cet écart de -0,21 € (-14%) s'explique pour les deux tiers environ (-0,14 €) par l'application d'un taux d'actualisation supérieur au nôtre (10,5% pour l'Etablissement contre 9,7% pour Sorgem Evaluation).

Les écarts résiduels (-0,07 € soit moins de 5% de notre valeur centrale) proviennent principalement (i) de l'IS 2021 (pas de prise en compte par ODDO BHF d'un produit d'IS sur la perte attendue en 2021 soit un effet de -0,11 € par action) et (ii) de différences mineures sur le flux normatif.

3. Analyse du cours de bourse

L'analyse du cours de bourse, retenue à titre indicatif par l'Etablissement Présentateur, est similaire à la nôtre.

L'Etablissement Présentateur retient la période antérieure au 14 mai 2020[32], période que nous avons exclue car nous considérons que le cours était alors influencé par les conditions financières de l'acquisition envisagée du bloc de contrôle par Circus Casino France.

[32] Date de l'annonce, préouverture du marché, de la non-réalisation des protocoles d'accord concernant l'acquisition par Circus Casino France de 50,05% du capital.

VIII. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE

Nous avons été désignés par le conseil d'administration de SFC en application de l'article 261-1 I et 261-1 II du Règlement général de l'AMF.

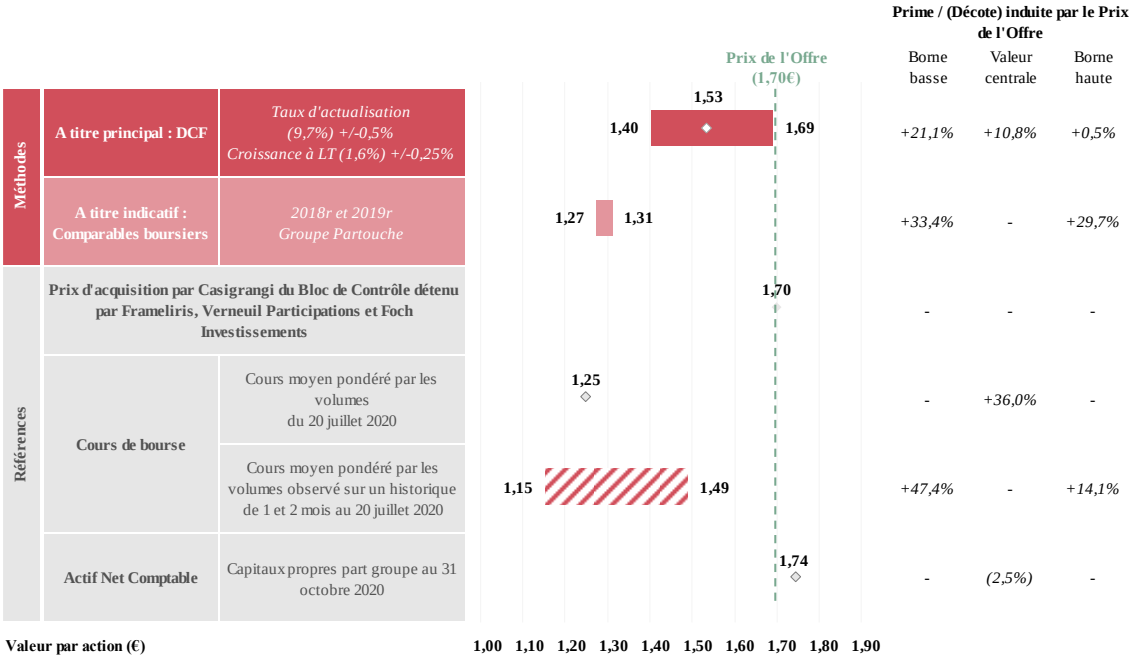
Au regard du contexte de l'Offre, du profil de l'Initiateur et de ses intentions annoncées vis-à-vis de la Société, notre conclusion est rendue au regard des considérations suivantes :

- l'actionnaire minoritaire est libre d'apporter ou non ses actions à l'Offre publique d'achat simplifiée. Ses actions non apportées seront en revanche nécessairement transférées à l'Initiateur dans le cadre d'une procédure de retrait obligatoire (RO) si les conditions sont réunies ;

- il existe un accord connexe à l'Offre (article 261-1 du RG-AMF, 4ème alinéa), que nous avons étudié et qui n'est pas de nature à remettre en cause l'équité des conditions offertes dans le cadre de l'Offre ou l'égalité de traitement entre actionnaires ;

- des synergies de coûts centraux sont attendues de l'opération par l'Initiateur, que le Retrait Obligatoire soit mis en œuvre ou non. Ces synergies ont été prises en compte dans le cadre de nos travaux d'évaluation.

La synthèse des résultats de nos travaux d'évaluation de SFC est présentée ci-dessous (en € / action).



Ainsi, le prix d'Offre de 1,70 €, qui correspond au prix d'Acquisition du Bloc de Contrôle par Casigrangi :

- est en ligne avec la borne haute de notre analyse DCF (1,69 €) menée à titre principal ;
- est supérieur de 30% à la borne haute ressortant de notre analyse des comparables boursiers (présentée à titre indicatif) ;
- est supérieur de 14% à la borne haute ressortant des références de cours de bourse ;
- est légèrement inférieur (-2,3%) à l'actif net comptable par action, lequel est notamment fondé sur les tests de déprécation des écarts d'acquisition n'incluant pas le résultat opérationnel négatif de la holding.

Dans ces conditions, nous considérons que les conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée suivie, si les conditions requises sont remplies, d'une procédure de retrait obligatoire, sont équitables pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 31 mars 2021, modifié le 13 avril 2021

Pour Sorgem Evaluation

Maurice NUSSENBAUM
Managing Partner
SORGEM EVALUATION

Annexes

1. Programme de travail

Sorgem Evaluation a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- Analyse du contexte de l'Offre et des éléments présentés dans le projet de note d'information ;
- Analyse de l'information publique disponible sur la Société, et notamment l'information financière (documents de référence depuis 2015, comptes semestriels, communiqués de presse, etc.) ;
- Recherche et analyse d'études sur les marchés dans lesquels intervient la Société ;
- Analyse financière à partir des comptes consolidés des 3 derniers exercices ;
- Revue de l'information juridique (Statuts, PV de CA, PV d'AG, etc.) ;
- Entretiens avec la Société sur les points suivants :
  - description des activités de la Société, de ses marchés et de l'environnement concurrentiel ;
  - présentation et explication de la performance historique ;
  - présentation du plan d'affaires ;
  - analyse du litige en cours avec Circus Casino France.
- Mise en œuvre de l'évaluation des actions la Société à travers :
  - la méthode DCF à titre principal (analyse du plan d'affaires, détermination des paramètres d'évaluation – taux d'actualisation, flux normatif, croissance à long-terme, passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des Fonds Propres) ;
  - la méthode des comparables boursiers à titre indicatif (choix de l'échantillon, analyse de la croissance et des marges, calcul des multiples, analyse des résultats) ;
  - les références d'évaluation (cours de bourse, actif net consolidé par action).
- Analyse des transactions intervenues historiquement sur le capital de sociétés du secteur ;

- Analyse du rapport d'évaluation établi par l'Etablissement Présentateur et échanges sur ce rapport ;
- Echanges avec l'Initiateur sur le contexte et les motifs de l'offre, ainsi que sur la stratégie du Groupe envisagée post-offre ;
- Obtention des lettres d'affirmation (Société et Initiateur) ;
- Rédaction d'un projet de rapport d'expertise indépendante ;
- Revue indépendante (en interne, par un associé extérieur au dossier).

2. Liste des personnes rencontrées ou contactées

Dans le cadre de la mission qui nous a été confiée, nous avons été amenés à échanger avec les personnes suivantes :

Groupe SFC
Dominique GORTARI : Président-Directeur Général

ODDO BHF (Etablissement Présentateur)
Romain ATTARD : Managing Director - Head of Public M&A / ECM France
Joséphine SCHNEIDER : Vice President
Xavier LALAU KERALY : Analyst

Groupe Philippe Ginestet (actionnaire de l'Initiateur)
Agnès COURTADE : Directrice de Participations
Alban DUCHENE : Chargé d'Affaires Senior
Julie HUMBERT : Avocate

Hoche Avocats (Conseil juridique de l'Initiateur)
Didier FORNONI : Associé
Antoine BOURGOIN : Collaborateur

3. Informations et documents utilisés

Documents	Source
Comptes consolidés de SFC	SFC
Détail des tests de dépréciation de SFC au 31 octobre 2020	SFC
Analyses de marché	Initiateur, sites internet
Données de marché (cours de bourse, consensus, etc.)	Bloomberg
Informations financières des sociétés comparables	Bloomberg, sites internet
Plan d'affaires de l'Initiateur	Initiateur
Rapport d'évaluation de l'Etablissement Présentateur	Etablissement Présentateur
Projet de note en réponse	Casigrangi
Lettres d'affirmation	SFC et Casigrangi

4. Calendrier de la mission

- Désignation de Sorgem Evaluation comme expert indépendant par le Conseil d'administration : 8 janvier 2021.
- Etablissement d'une lettre de mission : 12 janvier 2021.
- Recueil de l'information requise pour apprécier l'équité de l'opération, réalisation des travaux d'analyse, échanges avec la Société et l'Etablissement Présentateur et rédaction du projet de rapport : du 25 janvier (première réception documents de la Société) au 31 mars 2021.
- Obtention de lettres d'affirmation (31 mars 2021) et remise de la version finale de notre rapport (1er avril 2021).

5. Rémunération

Le montant des honoraires facturés à date par Sorgem Evaluation au titre de la présente mission s'élève à 64 700 euros hors taxes, représentant environ 260 heures de travail.

6. Lettre de mission

Société Française de Casinos
16 Cours Albert 1er
75008 Paris

Sorgem Evaluation
Monsieur Maurice Nussenbaum
11 rue Leroux
75116 Paris

Paris, le 12 janvier 2021,

Cher Monsieur,

Société Française de Casinos est une société cotée sur le compartiment C d'Euronext, spécialisée dans l'exploitation de casinos.

Casigrangi est la société holding du groupe de casinos connu sous la dénomination « Stelsia Casinos », qui exploite 3 casinos situés à Granville, Megève et Mimizan. Casigrangi est contrôlée au plus haut niveau par Monsieur Philippe Ginestet.

Le 21 décembre 2020, Casigrangi a acquis, par voie de cessions hors marché, l'intégralité des actions Société Française de Casinos détenues par Foch Investissements, Verneuil Finance et Framéliris, formant un bloc de contrôle représentant 75,07% du capital et des droits de vote de la Société à cette date.

Suite à cette acquisition, Casigrangi ayant franchi les seuils de 30% et de 50% des titres de capital et des droits de vote de la Société, Casigrangi déposera alors, à titre obligatoire, auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), un projet d'offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions de SFC à un prix de 1,70 € par action, suivie le cas échéant d'une procédure de retrait obligatoire (l' « **Offre** »).

Dans ce cadre, Société Française de Casinos n'étant pas en mesure de constituer un comité *ad hoc* composé au moins de trois membres dont une majorité d'indépendants au sein du conseil d'administration conformément à l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF, sur la base de votre proposition de services détaillée en date du 11 janvier 2021, le conseil d'administration a proposé la

1593492_1

nomination de votre cabinet à l'AMF, qui n'a pas formé d'opposition. Le conseil d'administration a donc désigné votre cabinet le 8 janvier 2021 en tant qu'expert indépendant.

Cadre réglementaire de la mission

Vos diligences seront effectuées selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, en vigueur depuis le 8 février 2020, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF ; l'instruction et les recommandations ayant été modifiées le 10 février 2020.

Société Française de Casinos n'étant pas en mesure de constituer un comité *ad hoc* composé au moins de trois membres dont une majorité d'indépendants au sein du conseil d'administration, conformément aux dispositions de l'article 261-1 I 1° et II du règlement général de l'AMF, vous avez été désigné sur proposition de Société Française de Casinos à l'AMF, qui ne s'y est pas opposé. Le conseil d'administration vous a ensuite désigné à l'unanimité.

Objectif de la mission

Conformément à la réglementation, l'expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres Société Française de Casinos qui sera proposé aux actionnaires et à se prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre du 1° de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF :

- « *Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre* » ;

L'intention de l'Initiateur étant, le cas échéant, d'aboutir à un retrait obligatoire, la mission de l'expert indépendant s'inscrit également dans le cadre l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF.

Il a été convenu que vos travaux comporteront de manière non-exhaustive les étapes suivantes :

- Entretiens réguliers avec le management de Société Française de Casinos ;
- Analyse des éléments prévisionnels de Société Française de Casinos (budget et plan d'affaires) ;
- Evaluation des titres de Société Française de Casinos en application de la réglementation applicable (approche multicritères détaillée ci-après) ;
- Prise de connaissance et analyse des travaux de l'établissement présentateur de l'Offre (ODDO BHF SCA) ;
- Gestion des éventuels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF ; et
- Rédaction de votre rapport.

1593492_1

Méthodologie d'évaluation

L'évaluation sera fondée sur une approche multicritère qui reprendra les méthodes couramment utilisées et admises par l'AMF pour valoriser une société comme Société Française de Casinos. Les méthodes suivantes pourraient être retenues :

- Actualisation des flux de trésorerie disponibles (« *Discounted Cash-Flow* ») ;
- Analyse de sociétés cotées comparables ;
- Comparaison avec des transactions récentes du secteur ; et
- Analyse du cours de bourse.

Nous nous engageons à vous fournir un accès à toutes les données disponibles qui seraient demandées et nécessaires à l'accomplissement de votre mission.

Calendrier

L'article 262-1 II du règlement général prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'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, et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.

Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport.

A cet égard, nous envisageons le calendrier d'Offre suivant :

- Semaine du 18 janvier : remise de l'ensemble des informations nécessaires à vos travaux ;
- Semaine du 1er février : premier entretien avec les membres du conseil d'administration ;
- Semaine du 8 mars : second échange avec les membres du conseil d'administration ;
- Semaine du 22 mars : dernier entretien avec les membres du conseil d'administration et présentation de vos conclusions ;
- Semaine du 29 mars : finalisation de vos travaux et remise de votre rapport final au conseil d'administration de Société Française de Casinos ; et
- 1er avril : dépôt du projet d'Offre, du projet de note d'information et du projet de note en réponse incluant votre rapport auprès de l'AMF.

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis.

Conflit d'intérêt

Nous comprenons que le cabinet Sorgem Evaluation, son président, ses associés et collaborateurs sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec ces sociétés et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et à l'article 1 de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 prise en application du titre VI du livre II du règlement général de l'AMF.

1593492_1

***

Si les termes de la présente lettre vous agréent, je vous remercie de bien vouloir nous retourner un exemplaire signé de votre part avec la mention « *bon pour accord* ».

Je vous prie de croire, Cher Monsieur, à l'expression de mes salutations distinguées,

Monsieur Dominique Gortari
Président directeur général de Société Française de Casinos