

OFFRE PUBLIQUE DE RACHAT INITIEE PAR



PORTANT SUR 1 657 313 DE SES PROPRES ACTIONS EN VUE DE LA REDUCTION DE SON CAPITAL

Présentée par



BNP PARIBAS

PRIX DE L'OFFRE : 75 EUROS PAR ACTION, DIVIDENDE ATTACHE

DUREE DE L'OFFRE : 20 JOURS CALENDAIRES MINIMUM

NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR GAUMONT

AVIS IMPORTANT

L'offre publique de rachat sera ouverte, conformément aux dispositions des articles 231-32 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers et R.225-153 et R.225-154 du Code de commerce, postérieurement, d'une part, à la publication par Gaumont d'un communiqué, indiquant que la résolution relative à la réduction du capital par voie de rachat d'actions a été valablement adoptée par l'Assemblée Générale Mixte du 16 mai 2017 et, d'autre part, à la publication par Gaumont des avis d'achat dans un journal d'annonces légales et au Bulletin des Annonces Légales Obligatoires.



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

En application de l'article L.621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'AMF a, en application de la décision de conformité de l'offre publique du 25 avril 2017, apposé le visa n°17-173 en date du 25 avril 2017 sur la présente note d'information. Cette note d'information a été établie par la société Gaumont 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.

La note d'information est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Gaumont (www.Gaumont.fr) et peut être obtenu sans frais auprès de :

- Gaumont : 30 avenue Charles de Gaulle - 92200 Neuilly sur Seine ;
- BNP Paribas : 4, rue d'Antin - 75002 Paris.

Une traduction en langue anglaise de la note d'information est également disponible sur le site Internet de Gaumont (www.Gaumont.fr), et peut être obtenue sans frais auprès de :

- Gaumont : 30 avenue Charles de Gaulle - 92200 Neuilly sur Seine
- BNP Paribas : 4, rue d'Antin - 75002 Paris

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

TABLE DES MATIERES

1. PRESENTATION DE L'OPERATION.....	5
1.1. Conditions générales de l'Offre	5
1.2. Motifs de l'Offre et intentions de la Société.....	5
1.2.1. Motifs de l'Offre.....	5
1.2.2. Répartition du capital et des droits de vote de Gaumont avant l'Offre	7
1.2.3. Intentions de la Société pour les douze mois à venir.....	7
<i>Stratégie et orientation en matière d'activité</i>	7
1.3. Caractéristiques de l'Offre.....	8
1.3.1. Conditions de l'Offre	8
1.3.2. Termes de l'Offre.....	9
1.3.3. Titres visés par l'Offre.....	9
1.3.4. Instruments financiers donnant accès au capital de la Société	10
1.3.5. Mécanismes de réduction	10
1.3.6. Modalités de l'Offre.....	10
1.3.7. Calendrier indicatif de l'Offre	12
1.3.8. Engagements des principaux actionnaires de Gaumont.....	13
1.3.9. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	14
1.4. Régime fiscal de l'Offre	15
1.4.1. Personnes physiques résidentes fiscales de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations.....	15
1.4.2. Personnes morales résidentes de France assujetties à l'impôt sur les sociétés en France, pour lesquelles les actions de la Société ne revêtent pas le caractère de titres de participation (ou de titres assimilés)	18
1.4.3. Non-résidents	19
1.4.4. Actionnaires de la Société soumis à un régime d'imposition différent.....	19
1.4.5. Taxe sur les transactions financières.....	20
1.4.6. Autres situations	20
1.5. Modalités de financement et frais liés à l'Offre.....	20
1.6. Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière de Gaumont	20
1.6.1. Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote	20
1.6.2. Incidence sur les comptes de Gaumont	22
1.6.3. Incidence sur la capitalisation boursière	23
1.7. Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue	24

2. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE.....	24
2.1. Synthèse – Eléments d’appréciation du prix de l’Offre	24
2.2. Références et méthodes d’évaluation	25
2.2.1. Méthodes et références d’évaluation retenues.....	25
2.2.2. Méthodes non retenues.....	26
2.3. Données financières ayant servi à l’évaluation.....	27
2.3.1. Structure du plan d’affaires et hypothèses d’extrapolation.....	27
2.3.2. Autres données financières prises en compte dans l’évaluation	28
Dans le cadre de l’évaluation du segment TV US, deux méthodes ont été retenues :	29
2.3.3. Nombre total d’actions sur une base diluée.....	29
2.3.4. Ajustement de valeur des capitaux propres	29
2.4. Description des méthodes d’évaluation retenues	30
2.4.1. Actualisation des flux de trésorerie futurs.....	30
2.4.2. Analyse du cours de l’action	31
3. RAPPORT DE L’EXPERT INDÉPENDANT.....	33
4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE.....	124
5. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE.....	124
6. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION	125

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

1.1. Conditions générales de l'Offre

Après en avoir envisagé le principe le 28 février 2017, le Conseil d'administration de la société Gaumont, société anonyme au capital de 34 242 152 €, dont le siège social est situé 30 avenue Charles de Gaulle - 92200 Neuilly sur Seine et dont le numéro d'immatriculation est 562 018 002 RCS Nanterre (ci-après « **Gaumont** » ou la « **Société** »), a, dans sa séance du 4 avril 2017, décidé de soumettre à l'assemblée générale mixte des actionnaires convoquée pour le 16 mai 2017 une résolution autorisant la mise en œuvre d'un rachat d'actions Gaumont auprès des actionnaires de la Société dans le cadre d'une offre publique de rachat (ci-après l'« **Offre** ») en vue de leur annulation, en application des articles L. 225-204 et L. 225-207 du Code de commerce. Les actions de la Société sont admises aux négociations d'Euronext Paris (Compartiment B) sous le code ISIN FR0000034894.

Cette Offre est réalisée conformément aux dispositions du titre III du livre II et plus particulièrement des articles 233-1 5° et suivants du Règlement général de l'AMF, sous la condition de l'approbation par l'Assemblée Générale Mixte des actionnaires de Gaumont convoquée pour le 16 mai 2017, de la résolution autorisant la cession à Pathé de la participation de la Société dans le capital de la société Les Cinémas Gaumont Pathé et de la résolution autorisant la réduction du capital d'un montant nominal maximal de 13 258 504 € par voie d'offre publique de rachat d'actions portant sur un nombre maximum de 1 657 313 actions d'une valeur nominale de 8 €, en ce compris 137 710 actions nouvelles susceptibles d'être émises au profit des titulaires d'options de souscriptions d'actions en cours de validité.

L'Offre, au prix de 75 € par action Gaumont dividende attaché, porte comme indiqué ci-avant sur un nombre maximum de 1 657 313 actions représentant au maximum 37,43 % des actions et 29,64 % des droits de vote¹ et se décomposant en 1 519 603 actions existantes ainsi qu'en 137 710 actions supplémentaires susceptibles d'être émises au profit des titulaires d'options de souscriptions d'actions en cours de validité si ces derniers exercent leurs options dans un délai leur permettant de les apporter à l'Offre.

En application des dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, BNP Paribas garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société dans le cadre de l'Offre.

1.2. Motifs de l'Offre et intentions de la Société

1.2.1. Motifs de l'Offre

Le conseil d'administration de Gaumont a accueilli favorablement, lors de sa séance du 28 février 2017, la promesse faite par Pathé d'acquérir la participation de 34% détenue par Gaumont dans le capital de la société Les Cinémas Gaumont Pathé au prix de 380 M€ et envisagé corrélativement d'offrir aux actionnaires minoritaires la possibilité de céder leurs actions dans le cadre d'une offre publique de rachat (OPRA) au prix de 75 € par action. Le conseil d'administration de Gaumont, suivant la recommandation de son comité ad hoc d'administrateurs indépendants, a nommé comme expert indépendant le cabinet Sorgem

¹ Droits de vote calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

Evaluation représenté par Monsieur Maurice Nussenbaum chargé d'apprécier les conditions financières du prix d'acquisition offert par Pathé et celle de l'Offre.

En cas de réalisation de la cession, son paiement serait échelonné : la moitié du prix serait payé à la conclusion de la cession, et le solde en trois versements d'égal montant à la fin du premier semestre 2018, à la fin du premier semestre 2019 et à la fin du premier semestre 2020. La transaction projetée avec la société Pathé prévoit également la prorogation des accords de licence concernant la marque Gaumont liant Gaumont à la société Les Cinéma Gaumont Pathé et ses filiales du 31 décembre 2020 au 31 décembre 2023.

Le 10 mars 2017, le comité d'entreprise de l'Union Economique et Sociale Gaumont a rendu un avis unanimement favorable au projet de cession et d'Offre.

Lors de sa séance du 4 avril 2017, le Conseil d'administration de Gaumont, après avoir pris connaissance du rapport de l'expert indépendant Sorgem Evaluation concluant que les conditions financières de la cession notamment le prix stipulé sont conformes à l'intérêt social de Gaumont et de ses actionnaires, a approuvé la cession de la participation de Gaumont dans le capital de la société Les Cinémas Gaumont Pathé à la société Pathé au prix de 380 M€ (sous réserve d'approbation par l'assemblée générale mixte des actionnaires de la cession de la participation de Gaumont dans le capital de la société Les Cinémas Gaumont Pathé).

La cession de la participation de Gaumont dans la société Les Cinémas Gaumont Pathé, une fois autorisée par l'assemblée générale mixte des actionnaires, entraînera un afflux important de liquidités pour la Société. En conséquence, il est corrélativement proposé de redistribuer une partie de ces produits aux actionnaires sous la forme d'une offre publique de rachat d'actions (OPRA). La société Ciné Par et M. Nicolas Seydoux se sont engagés à ne pas participer à cette Offre afin d'offrir une liquidité à l'ensemble des autres actionnaires souhaitant apporter leurs titres (sous réserve des restrictions concernant l'Offre à l'étranger exposées au paragraphe 1.3.9.).

1.2.2. Répartition du capital et des droits de vote de Gaumont avant l'Offre

Répartition du capital au 31 mars 2017

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote ²	% des droits de vote
Ciné Par*	2 764 628	64,44 %	5 494 030	71,54 %
M. Nicolas Seydoux	526	0,01 %	1 052	0,01 %
Sous-total Ciné Par* et M. Nicolas Seydoux	2 765 154	64,45 %	5 495 082	71,55 %
First Eagle	507 603	11,83 %	507 603	6,61 %
Bolloré	408 852	9,53 %	817 704	10,65 %
Groupe Industriel Marcel Dassault	232 670	5,42 %	465 340	6,06 %
Public	370 478	8,64 %	389 307	5,07 %
Actions auto-détenues	5 317	0,12 %	5 317	0,07 %
TOTAL	4 290 074	100,00 %	7 680 353	100,00 %

(*) Société contrôlée par M. Nicolas Seydoux.

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

Stratégie et orientation en matière d'activité

Gaumont entend poursuivre ses activités dans la continuité de la stratégie actuelle, en restant attentif aux opportunités et aux évolutions qu'appellerait le contexte économique global.

La cession de la participation de Gaumont dans Les Cinémas Gaumont Pathé permettra à Gaumont de renforcer la production de films de cinéma, d'accélérer le développement de ses activités de production de séries télévisées aux Etats-Unis et en Europe et d'envisager l'expansion de ses activités en Europe.

Composition des organes sociaux et de direction après l'Offre

La réalisation de l'Offre n'entraînera pas de changement au sein des organes sociaux et de la direction générale de Gaumont.

Conséquence en matière d'emploi

Aucune conséquence en matière d'emploi n'est à signaler.

Actions auto-détenues

La Société n'envisage pas d'annuler, à la suite de la réalisation de l'Offre, en sus de celles qui auront été rachetées dans le cadre de l'Offre, les 5 317 actions Gaumont auto-détenues acquises dans le cadre du contrat de liquidité.

² Droits de vote calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

Statut juridique de la Société

La Société n'envisage pas d'apporter de modifications à ses statuts à la suite de l'Offre, à l'exception de celles requises afin de refléter l'annulation des actions qui auront été apportées à l'Offre.

Intention concernant la cotation des actions de la Société à l'issue de l'Offre

L'Offre n'aura pas de conséquence sur la cotation des actions Gaumont sur Euronext Paris compartiment B.

Ni la Société, ni son actionnaire de contrôle Ciné Par n'ont l'intention de demander la radiation de la cotation des actions sur Euronext compartiment B. Il n'est pas dans l'intention de la société Ciné Par et de Monsieur Nicolas Seydoux d'initier une offre publique visant les actions Gaumont qui serait suivie, le cas échéant, de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

Distribution de dividendes

La réalisation de l'Offre n'affectera pas la politique de distribution de dividendes de la Société. Le dividende au titre de l'exercice 2016 de 1 € par action, dont la distribution sera soumise au vote de l'assemblée générale des actionnaires du 16 mai 2017, sera mis en paiement après le 25 juillet 2017.

Synergies, gains économiques et perspective d'une fusion

S'agissant d'une offre publique de rachat par Gaumont de ses propres actions, l'Offre ne s'inscrit pas dans un projet de rapprochement avec d'autres sociétés. Elle n'entraîne la réalisation d'aucune synergie ou gain économique.

1.3. Caractéristiques de l'Offre

1.3.1. Conditions de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, BNP Paribas, agissant pour le compte de Gaumont, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF, laquelle l'a déclarée conforme dans les conditions précisées au paragraphe 1.3.6 ci-après.

L'Offre sera mise en œuvre après adoption par l'Assemblée Générale Mixte des actionnaires de Gaumont convoquée pour le 16 mai 2017, de la résolution autorisant la cession de la participation de la Société dans le capital de la société Les Cinémas Gaumont Pathé et de la résolution autorisant le Conseil d'Administration à procéder à une réduction de capital d'un montant maximum de 13 258 504 € par voie de rachat pour un prix maximum de 124 298 475 € par la Société d'un nombre maximum de 1 657 313 de ses actions Gaumont suivi de leur annulation.

Conformément à l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, BNP Paribas garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par Gaumont dans le cadre de l'Offre.

1.3.2. Termes de l'Offre

A l'issue de l'Assemblée Générale Mixte de Gaumont convoquée pour le 16 mai 2017 et sous réserve qu'elle ait approuvé les résolutions nécessaires, la Société proposera à ses actionnaires de racheter en numéraire au prix de 75 € par action, par voie d'offre publique de rachat d'actions, un nombre maximum de 1 657 313 actions de la Société en vue de leur annulation, en application des articles L. 225-204 et L. 225-207 du Code de commerce.

La Société publiera le 16 mai 2017, dans les conditions de l'article 231-37 du Règlement général de l'AMF, un communiqué indiquant si les résolutions auxquelles il est fait référence ci-dessus ont été approuvées par ladite Assemblée Générale Mixte. Ce communiqué sera mis en ligne sur le site Internet de la Société (<http://www.Gaumont.fr>).

1.3.3. Titres visés par l'Offre

Au 31 mars 2017, le capital de la Société est composé de 4 290 074 actions et de 7 680 353 droits de vote de la Société³.

Comme indiqué ci-avant, l'Offre porte sur un nombre maximum de 1 657 313 actions représentant au maximum 37,43 % des actions et 30,44 % des droits de vote³ et se décomposant en 1 519 603 actions existantes ainsi qu'en 137 710 actions supplémentaires susceptibles d'être émises au profit des titulaires d'options de souscriptions d'actions en cours de validité si ces derniers exercent leurs options dans un délai leur permettant de les apporter à l'Offre.

Options de souscription d'actions Gaumont:

Au 31 mars 2017, le détail des 137 710 options de souscription d'actions Gaumont en cours de validité susceptibles d'être exercées avant la clôture de l'Offre figure ci-après :

	Plan V	Plan VI	Plan VII	Plan VIII
Date d'assemblée générale	02.06.1994	25.04.1996	30.04.1998	29.04.2004
Date d'attribution	15.02.1996	12.03.1998	09.04.2002	28.02.2005
Date d'expiration	14.02.2046	11.03.2048	08.04.2046	27.02.2049
Nombre d'options en cours de validité	4.455	10.283	12 878	110 094
Prix d'exercice ajusté	44,14	56,17	42,11	56,26

Les titulaires des options susvisées pourront apporter à l'Offre les actions auxquelles ces options donnent droit à condition d'avoir exercé leurs options dans un délai leur permettant de les apporter à l'Offre au plus tard le dernier jour de l'Offre. La fiscalité s'appliquant à leur cas particulier est indiquée au paragraphe **1.4.1.5**.

³ Droits de vote calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

Les titulaires d'options qui n'auront pas exercé leurs options dans un délai leur permettant d'apporter les actions reçues préalablement à la clôture de l'Offre bénéficieront d'un éventuel ajustement du nombre d'actions auxquelles ces options donnent droit, conformément aux dispositions des articles R. 225-138 et R. 225-140 du Code de commerce.

1.3.4. Instruments financiers donnant accès au capital de la Société

A l'exception des actions et des options visées ci-dessus, il n'existe, à la date du présent document, aucun autre instrument financier pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société.

1.3.5. Mécanismes de réduction

Toutes les demandes de rachat d'actions Gaumont dans le cadre de l'Offre seront intégralement servies et aucune réduction ne sera appliquée aux demandes de rachat, compte tenu du nombre d'actions visées et des engagements de la société Ciné Par et de M. Nicolas Seydoux tels que rappelés au paragraphe 1.3.8 de la présente note d'information. En conséquence, lors de leur demande de rachat, les actionnaires ne seront pas tenus de faire bloquer les actions non présentées au rachat et dont ils auront déclaré être propriétaires sur le compte tenu par leur intermédiaire financier jusqu'à la publication du résultat de l'Offre.

1.3.6. Modalités de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, la banque BNP Paribas, agissant pour le compte de la Société, a déposé le 6 avril 2017 auprès de l'AMF le projet d'Offre, dont la mise en œuvre est subordonnée à l'approbation par l'Assemblée Générale Mixte des actionnaires de Gaumont convoquée pour le 16 mai 2017 de la résolution autorisant la cession de la participation de la Société dans le capital de la société Les Cinémas Gaumont Pathé et de la résolution autorisant la réduction du capital d'un montant nominal maximal de 13 258 504 € par voie d'offre publique de rachat d'actions portant sur un nombre maximum de 1 657 313 actions d'une valeur nominale de 8 €.

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

Le calendrier indicatif de l'Offre figure au point 1.3.7 ci-après.

L'Offre sera ouverte le 26 mai 2017 :

- après diffusion par la Société, prévue le 16 mai 2017, d'un communiqué de presse dans les conditions de l'article 231-37 du règlement général de l'AMF indiquant qu'ont été valablement adoptées par l'Assemblée Générale Mixte du 16 mai 2017 la résolution autorisant la cession de la participation de la Société dans le capital de la société Les Cinémas Gaumont Pathé et la résolution autorisant le Conseil d'Administration à procéder à une réduction de capital d'un montant maximum de 13 258 504 € par voie de rachat par la Société pour un prix maximum de 124 298 475 € d'un nombre maximum de 1 657 313 de ses actions Gaumont suivi de leur annulation, et
- postérieurement à la publication par la Société des avis d'offre de rachat d'actions visés aux articles R. 225-153 et R. 225-154 du Code de commerce.

Conformément à l'article 231-27 du Règlement général de l'AMF, la note d'information visée par l'AMF ainsi que les autres informations (notamment juridiques, comptables et financières) relatives à la Société seront mises à disposition gratuitement au siège de la Société, 30 avenue Charles de Gaulle - 92200 Neuilly sur Seine ainsi qu'auprès de la banque présentatrice BNP Paribas, 4 rue d'Antin - 75002 Paris. Elles seront également mises en ligne sur les sites Internet de la Société et de l'AMF. La Société diffusera des communiqués précisant les modalités de mise à disposition de ces documents. Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les modalités de l'Offre et le calendrier de l'opération.

L'Offre sera ouverte pendant une durée de 22 jours de négociation et de 32 jours calendaires jusqu'à la clôture de l'Offre. Elle sera centralisée par Euronext Paris.

Transmission des demandes de rachat par les actionnaires

Les actionnaires de Gaumont qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre dans les conditions proposées devront remettre un ordre d'apport à l'Offre suivant les modalités retenues par l'intermédiaire financier chez qui leurs actions sont inscrites en compte.

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

Les actions Gaumont inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société devront être converties au nominatif administré pour être apportées à l'Offre, à moins que leur titulaire ne demande la conversion au porteur, auquel cas ces actions perdront les avantages attachés à la forme nominative. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les détenteurs d'actions inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société devront demander à BNP Paribas Securities Services dans les meilleurs délais la conversion de leurs actions au nominatif administré ou au porteur.

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

Les actions apportées à l'Offre devront être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit.

Règlement du prix - annulation des actions rachetées

La date de paiement du prix de 75 €, dividende attaché, par action rachetée dans le cadre de l'Offre interviendra à l'issue de la centralisation et de la publication des résultats de l'Offre selon le calendrier publié par Euronext Paris et après l'expiration du délai d'opposition des créanciers et la purge de toute éventuelle opposition de créanciers.

Les actions rachetées dans le cadre de l'Offre seront annulées par Gaumont dans les conditions prévues par l'article R. 225-158 du Code de commerce. Les actions annulées ne conféreront plus aucun droit social et ne donneront, notamment, plus droit aux dividendes ou acomptes sur dividendes.

1.3.7. Calendrier indicatif de l'Offre

Mardi 4 avril 2017	Communiqués de presse sur la mise en œuvre du projet de cession de la participation de Gaumont dans le capital de la société Les Cinémas Gaumont Pathé à Pathé et le projet d'Offre et la date prévisionnelle de mise en paiement du dividende
Mercredi 5 avril 2017	Dépôt à l'AMF et mise à disposition du public du document de référence 2016 de la Société
Jeudi 6 avril 2017	Dépôt à l'AMF du projet de note d'information relative à l'Offre Publication par l'AMF du projet d'Offre Mise à disposition du public du projet de note d'information Communiqué de presse relatif à l'Offre
Lundi 10 avril 2017	Publication au BALO de l'avis de réunion valant convocation de l'assemblée générale mixte des actionnaires
Lundi 24 avril 2017	Publication dans un journal d'annonces légales de l'avis de convocation à l'assemblée générale mixte des actionnaires Convocation des actionnaires nominatifs Mise en ligne sur le site internet de la Société des documents préparatoires à l'assemblée générale mixte des actionnaires - communiqué précisant les modalités de mise à disposition des documents préparatoires à l'assemblée générale
Mardi 25 avril 2017	Décision de l'AMF sur la conformité de l'Offre sous condition suspensive de l'adoption par l'assemblée générale mixte des actionnaires de la résolution autorisant la cession de la participation de la Société dans le capital de la société Les Cinémas Gaumont Pathé et la résolution autorisant le conseil d'administration à lancer l'Offre en vue de l'annulation des actions rachetées dans le cadre d'une réduction de capital. Mise à disposition du public de la note d'information visée par l'AMF au siège de Gaumont et de BNP Paribas + Mise en ligne sur le site de l'AMF de la note d'information visée par l'AMF Publication par Gaumont d'un communiqué de mise à disposition de la note d'information visée par l'AMF
Mardi 16 mai 2017	Assemblée générale mixte des actionnaires de Gaumont statuant notamment : - sur l'autorisation de la cession par Gaumont à Pathé de sa participation dans Les Cinémas Gaumont Pathé - sur l'autorisation du projet d'Offre dans le cadre d'une réduction de capital Réunion du conseil d'administration décidant notamment de mettre en œuvre l'autorisation de l'assemblée générale concernant l'Offre Communiqué de presse concernant la levée des conditions

	suspensives de l'Offre
Jeudi 18 mai 2017	Dépôt au greffe d'un extrait du procès-verbal de l'assemblée générale mixte des actionnaires - Ouverture du délai d'opposition des créanciers (20 jours)
Mercredi 24 mai 2017	Publication de l'avis d'offre de rachat d'actions dans un journal d'annonces légales et au BALO conformément aux articles R 225-153 et R 225-154 du Code de commerce Publication par l'AMF de l'avis relatif à l'ouverture et au calendrier de l'Offre Mise à disposition du public du document comprenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, comptables et financières de la société prévues à l'article 231-28 du RG AMF au siège social et chez BNP Paribas - Publication d'un communiqué relatif à la publication de ce document et mise en ligne de ce document sur le site de l'AMF et de Gaumont
Vendredi 26 mai 2017	Ouverture de l'Offre
Jeudi 8 juin 2017	Fin du délai d'opposition des créanciers
Lundi 26 juin 2017	Clôture de l'Offre
Vendredi 30 juin 2017	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre
Mercredi 5 juillet 2017	Règlement livraison des actions apportées à l'Offre
Mardi 25 juillet 2017	Réunion du conseil d'administration pour notamment modifier l'article sur le capital dans les statuts

1.3.8. Intentions - Engagements des principaux actionnaires de Gaumont

A la date du dépôt de l'Offre, Ciné Par et M. Nicolas Seydoux détenaient 2 765 154 actions de la Société représentant 64,45 % du capital et 71,55 % des droits de vote de Gaumont⁴.

Ciné Par et M. Nicolas Seydoux ont fait part à la Société de leur intention de voter lors de l'Assemblée Générale Mixte des actionnaires de Gaumont convoquée pour le 16 mai 2017 en faveur de la résolution autorisant la cession à Pathé de la participation de la Société dans le capital de la société Les Cinémas Gaumont Pathé et de la résolution autorisant la réduction du capital d'un montant nominal maximal de 13 258 504 € par voie d'offre publique de rachat d'actions portant sur un nombre maximum de 1 657 313 actions.

Ciné Par et M. Nicolas Seydoux se sont par ailleurs engagés à ne pas apporter leurs actions à l'Offre.

Le groupe Bolloré a communiqué son intention d'apporter l'ensemble de ses actions à l'OPRA et le groupe Industriel Marcel Dassault a fait part à Gaumont de la même position en l'autorisant à en faire état.

⁴ Calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

A l'exception des intentions décrites ci-dessus, la Société n'a connaissance d'aucun autre engagement ou intention d'apport ou de non apport à l'Offre.

1.3.9. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite aux actionnaires de Gaumont situés en France, aux Etats-Unis et dans d'autres pays, à condition que le droit local auquel ils sont soumis leur permette de participer à l'Offre sans nécessiter de la part de la Société l'accomplissement de formalités supplémentaires.

La diffusion du présent document, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des actions peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions (y compris la nécessité de déposer un prospectus ou d'accomplir les démarches requises par le droit local). L'Offre n'est pas ouverte ou soumise au contrôle et/ou à l'autorisation d'une quelconque autorité réglementaire, ailleurs qu'en France et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens. Ni le présent document, ni aucun autre document relatif à l'Offre ne constituent une offre en vue de vendre ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale, ne pourrait être valablement faite (ailleurs qu'en France et aux Etats-Unis), ou requerrait la publication d'un prospectus ou l'accomplissement de toute autre formalité en application du droit local. Les actionnaires de la Société situés (ailleurs qu'en France et aux Etats-Unis) ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis ; l'Offre n'est donc pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra en aucune manière faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel elle fait l'objet de telles restrictions.

En conséquence, les personnes en possession du présent document sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière. La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne de ces restrictions.

Si vous êtes résident des Etats-Unis, vous êtes également invité à lire les paragraphes suivants :

L'Offre est faite aux Etats-Unis conformément à la Section 14(e) du U.S. Securities Exchange Act de 1934 tel que modifié et à la Règlementation 14E y relatif.

L'Offre concerne les titres d'une société de droit français et est soumise aux obligations d'information prévues par le droit français, lesquelles sont différentes des obligations d'information en vigueur aux États-Unis. Par ailleurs, les investisseurs résidant aux États-Unis doivent être conscients que la présente note d'information visée par l'AMF, a été préparée conformément aux standards français (tant pour ce qui est du format que pour ce qui est du style), lesquels sont différents des standards utilisés aux États-Unis. Ni la Securities and Exchange Commission ni aucune des autorités de régulation financière des États-Unis ne s'est prononcée favorablement ou défavorablement au sujet de l'Offre, ni ne s'est prononcée sur l'adéquation ou le caractère complet de ce document ou de tout autre document relatif à l'Offre.

1.4. Régime fiscal de l'Offre

Les informations qui suivent sont données à titre indicatif. Elles ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité de la Société ou de BNP Paribas.

Les développements suivants résument certaines conséquences fiscales susceptibles de s'appliquer aux actionnaires de la Société qui participeront à l'Offre, étant précisé que la Société n'est pas considérée comme à prépondérance immobilière au sens de l'article 219, I a sexies-0 bis du CGI

L'attention de ceux-ci est attirée sur le fait que ces informations ne constituent qu'un simple résumé du régime fiscal applicable en vertu de la législation en vigueur à ce jour, donné à titre d'information générale.

Les règles dont il est fait mention ci-après sont susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications législatives et réglementaires qui pourraient être assorties d'un effet rétroactif ou s'appliquer à l'année ou à l'exercice en cours.

Les informations fiscales ci-dessous ne constituent pas une description exhaustive de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer aux actionnaires de la Société qui participeront à l'Offre. Ceux-ci sont invités à s'informer auprès de leur conseiller fiscal habituel du régime fiscal applicable à leur situation particulière.

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

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

1.4.1. Personnes physiques résidentes fiscales de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations

Les personnes physiques qui réaliseraient des opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

1.4.1.1 Impôt sur le revenu

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants, 158-6 bis et 200 A du CGI, les gains nets de cessions de valeurs mobilières réalisés par des personnes physiques soumises aux dispositions de la présente section sont, sauf exception, pris en compte dans la détermination du revenu global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu après application, s'agissant des actions, d'un abattement pour durée de détention prévu à l'article 150-0 D du CGI égal à :

- 50% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins deux ans et moins de huit ans à la date de cession ;
- 65% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins huit ans à la date de cession.

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

Le cas échéant, l'apport des actions à l'Offre est par ailleurs susceptible de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures.

Les personnes disposant de moins-values nettes sur cession de valeurs mobilières reportables ou résultant de la cession d'autres valeurs mobilières au cours de l'exercice ou réalisant une moins-value dans le cadre de l'opération sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal.

1.4.1.2 Prélèvements sociaux

Les gains nets des cessions de valeurs mobilières sont également soumis, avant application de l'abattement pour durée de détention, à divers prélèvements sociaux au taux global de 15,5%, répartis comme suit :

- la contribution sociale généralisée (« CSG ») au taux de 8,2% ;
- la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« CRDS »), au taux de 0,5% ;
- le prélèvement social au taux de 4,5% ;
- la contribution additionnelle au prélèvement social au taux de 0,3% ; et
- le prélèvement de solidarité au taux de 2%.

Hormis la CSG, déductible à hauteur de 5,1% du revenu imposable de l'année de son paiement (art.154 quinquies du CGI), ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles de l'assiette de l'impôt sur le revenu.

1.4.1.3 Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus

En vertu de l'article 223 sexies du CGI, les contribuables passibles de l'impôt sur le revenu sont redevables d'une contribution assise sur le montant du revenu fiscal de référence du foyer fiscal tel que défini au 1° du IV de l'article 1417 du CGI lorsque celui-ci excède certains seuils, sans qu'il soit fait application des règles de quotient définies à l'article 163-0 A du CGI. Le revenu de référence visé comprend les plus-values réalisées par les contribuables concernés avant application de l'abattement pour durée de détention. Cette contribution est calculée en appliquant un taux de :

- 3% à la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 250 001 € et 500 000 € pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 500 001 € et 1 000 000 € pour les contribuables soumis à une imposition commune,
- 4% à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500 000 € pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 1 000 000 € pour les contribuables soumis à une imposition commune.

1.4.1.4 PEA (Plan d'Épargne en Actions)

Les personnes qui détiennent des actions de la Société dans le cadre d'un PEA peuvent apporter leurs actions de la Société à l'Offre.

Le PEA ouvre droit, sous certaines conditions, (i) pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values générés par des placements effectués dans le cadre du PEA, sous réserve notamment que ces produits et plus-values demeurent investis dans le PEA, et (ii) au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA, y compris du fait d'un retrait partiel intervenant après cinq ans et avant huit ans), ou lors d'un retrait partiel des fonds du PEA (si un tel retrait intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du PEA, ledit gain net demeurant cependant soumis aux prélèvements sociaux décrits au paragraphe 1.4.1.2. ci-avant, à un taux global qui est susceptible de varier selon la date à laquelle ce gain a été acquis ou constaté.

Des dispositions particulières, non décrites dans le cadre de la présente note d'information, sont applicables en cas de réalisation de moins-values, de clôture du plan avant l'expiration de la cinquième année qui suit l'ouverture du PEA, ou en cas de sortie du PEA sous forme de rente viagère. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

1.4.1.5 Actions détenues par des salariés et mandataires sociaux titulaires résultant de l'exercice d'options de souscription d'actions (autres que les options levées au moyen de l'épargne investie dans un plan d'épargne d'entreprise ou de groupe)

En cas d'apport à l'Offre d'actions souscrites ou acquises dans le cadre des plans d'options d'achat d'actions mentionnés point 1.3.3. et attribuées par la Société en 1996 (plan V), 1998 (plan VI), 2002 (plan VII) et 2005 (plan VIII), le gain d'acquisition (qui est égal à la différence entre (i) le premier cours coté de l'action au jour de l'exercice de l'option et (ii) le prix d'exercice de l'option, majoré le cas échéant de la fraction du rabais imposée à la date de levée de l'option dans la catégorie des traitements et salaires) sera soumis :

- s'agissant des plans V et VI : à l'impôt sur le revenu au taux spécifique de 30% ou, sur option, comme salaires sans application du système du quotient ;
- s'agissant des plans VII et VIII :

- o en cas de non-respect de la période de portage de 2 ans, à l'impôt sur le revenu au taux de 30% pour sa fraction n'excédant pas 152 500€, et 41% pour la fraction excédant ce montant ou, sur option, comme salaires sans application du système du quotient ;
- o en cas de respect de la période de portage de 2 ans, à l'impôt sur le revenu au taux de 18% pour sa fraction n'excédant pas 152 500€, et 41% pour la fraction excédant ce montant ou, sur option, comme salaire sans application du système du quotient.

En outre, le gain d'acquisition sera également soumis aux prélèvements sociaux en tant que revenu du patrimoine au taux de 15,5%. S'agissant de gains de levée se rapportant à des options attribuées avant le 16 octobre 2007, la contribution salariale de 10% prévue à l'article L 137-14 de code de la Sécurité Sociale n'est pas due.

Par ailleurs, le gain de cession éventuellement réalisé au titre de l'apport des actions susvisées à l'Offre, égal à la différence entre, d'une part, le prix de l'Offre, et d'autre part, le premier cours coté desdites actions au jour de l'exercice de l'option, sera soumis au régime fiscal de droit commun des plus-values réalisées par des personnes physiques conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants du CGI tel que décrit au 1.4.1.1. à 1.4.1.2 ci-dessus.

Les gains de cession ou d'acquisition mentionnés ci-dessus sont pris en compte dans le calcul du revenu fiscal de référence sur lequel est, le cas échéant, assise la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus décrite au paragraphe 1.4.1.3.

Les porteurs d'actions de la Société souscrites ou acquises dans le cadre d'un plan d'options qui apporteraient leurs actions à l'Offre pour un prix inférieur à leur valeur réelle à la date de la levée des options, sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

1.4.2. Personnes morales résidentes de France assujetties à l'impôt sur les sociétés en France, pour lesquelles les actions de la Société ne revêtent pas le caractère de titres de participation (ou de titres assimilés)

Les plus-values réalisées par les personnes morales soumises aux dispositions de la présente section à l'occasion de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre sont comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33^{1/3}% majoré de la contribution sociale de 3,3% (article 235 *ter* ZC du CGI), assise sur le montant de l'impôt sur les sociétés diminué d'un abattement qui ne peut excéder 763 000 € par période de douze mois. Cependant, les sociétés dont le chiffre d'affaires (hors taxes) est inférieur à 7 630 000 €, et dont le capital social, entièrement libéré, a été détenu de façon continue à hauteur d'au moins 75% pendant l'exercice fiscal en question par des personnes physiques ou par des sociétés remplissant elles-mêmes ces conditions, bénéficient d'un taux réduit d'impôt sur les sociétés de 15%, dans la limite d'un bénéfice imposable de 38.120 € pour une période de douze mois (art. 219, I-b du CGI). Ces sociétés sont également exonérées de la contribution additionnelle de 3,3%. Ces sociétés appliqueront en outre, pour leur exercice ouvert en 2017, le taux de 28% sur la fraction de leur bénéfice comprise entre 38.120 € et 75.000 € (la fraction supérieure à 75.000 € étant imposée au taux de droit commun de 33 1/3 %). Par ailleurs, au titre de 2017, les entreprises satisfaisant à la définition des micros, petites et moyennes entreprises (moins de 250 salariés et chiffre

d'affaires annuel inférieur à 50 M€ ou total de bilan n'excédant pas 43 M€) bénéficient d'un taux réduit de 28% sur leur résultat inférieur ou égal à 75.000 € (art.219, I-c du CGI).

En cas de moins-value constatée à l'occasion de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre, cette moins-value réduira le bénéfice imposable dans les conditions de droit commun. Il est en outre précisé que l'apport des actions à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires personnes morales dans le cadre d'opérations antérieures. Les actionnaires personnes morales soumis à l'impôt sur les sociétés susceptibles d'être concernées par ces dispositifs sont invitées à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel.

Les personnes dont les actions de la Société ont la nature de titres de participation ou de titres fiscalement assimilés à des titres de participation sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal pour déterminer le régime qui leur est applicable.

1.4.3. Non-résidents

Sous réserve des conventions fiscales applicables, les plus-values réalisées dans le cadre de l'Offre par un actionnaire ayant son domicile fiscal ou son siège social hors de France sont généralement exonérées d'impôt en France, sous réserve (i) que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou une base fixe soumis à l'impôt sur les sociétés en France et ne se rattache pas à l'exercice en France d'opérations formant un cycle commercial complet, (ii) que les droits détenus, directement ou indirectement, par le cédant avec son conjoint, leurs ascendants ou leurs descendants, dans les bénéfices sociaux de la société qui rachète ses titres n'aient, à aucun moment au cours des cinq années précédant la cession, dépassé ensemble 25 % de ces bénéfices (articles 244 *bis* B et 244 *bis* C du CGI), et (iii) que le cédant ne soit pas domicilié, établi ou constitué dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

Sous réserve des conventions fiscales applicables, les plus-values de cessions réalisées dans le cadre de l'Offre par des personnes ou organismes domiciliés, établis ou constitués dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI sont soumises à l'impôt au taux majoré de 75 %, et cela quel que soit le pourcentage de droits détenus par le cédant dans la société. La liste des Etats ou territoires non coopératifs est publiée par arrêté ministériel et mise à jour annuellement.

Les personnes qui ne rempliraient pas les conditions de l'exonération sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel. Les actionnaires non-résidents fiscaux français sont en outre invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseiller fiscal habituel afin notamment de prendre en considération le régime d'imposition applicable tant en France que dans leur pays de résidence fiscale

1.4.4. Actionnaires de la Société soumis à un régime d'imposition différent

Les actionnaires de la Société soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus et qui participent à l'Offre, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs actions à l'actif de leur bilan commercial, devront s'informer auprès de leur conseiller fiscal habituel du régime fiscal applicable à leur cas particulier.

1.4.5. Taxe sur les transactions financières

La taxe sur les transactions financières ne s'applique pas dès lors que la capitalisation boursière de Gaumont reste inférieure à 1 milliard d'euros.

1.4.6. Autres situations

Les actionnaires soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel.

1.5. Modalités de financement et frais liés à l'Offre

Le coût d'acquisition de 100% des titres visés par l'Offre (voir paragraphe ci-dessus 1.3.3 « Titres visés par l'Offre ») s'élèverait à un montant maximum d'environ 125,3 M€, qui se décomposerait comme suit :

- 124,3 M€ consacrés au paiement du prix d'acquisition de 100% des actions visées par l'Offre et
- environ 1,0 M€ au titre des honoraires et frais engagés en vue de la réalisation de l'Offre (notamment les honoraires et frais de ses conseillers financiers, conseils juridiques, commissaires aux comptes et autres consultants, ainsi que les frais de communication et taxes des autorités de marché).

Le financement de l'Offre sera réalisé au moyen de la trésorerie disponible de la Société résultant de la fraction payable comptant (190 M€) du prix de vente de la participation de la Société dans le capital de la société Les Cinémas Gaumont Pathé à Pathé.

1.6. Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière de Gaumont

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

Au 31 mars 2017, le capital de Gaumont était divisé en 4 290 074 actions. La répartition du capital et des droits de vote théorique (au nombre de 7 680 353)⁵ au 31 mars 2017, sur la base des seules déclarations reçues par Gaumont de franchissements des seuils légaux visés au 1^{er} alinéa de l'article L. 233-7 du Code de commerce, figure à la section 1.2.2 ci-avant. L'actionnariat évoluerait comme suit, après annulation des actions apportées à l'Offre dans les hypothèses selon lesquelles 50% et 100% des actions visées étaient effectivement rachetées et en prenant successivement pour hypothèse qu'aucune option de souscription ne sera exercée et que l'ensemble des 137 710 options de souscription d'actions seront levées avant la fin de l'Offre :

⁵ Calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

Hypothèse d'un rachat effectif de 50% des actions visées en l'absence d'exercice des options de souscription d'actions (soit 759 802 actions) et d'annulation desdites actions⁶

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote ⁷	% des droits de vote
Ciné Par*	2 764 628	78,31 %	5 494 030	83,36 %
M. Nicolas Seydoux	526	0,02 %	1 052	0,02 %
Sous-total Ciné Par* et M. Nicolas Seydoux	2 765 154	78,33 %	5 495 082	83,38 %
Autres	759 801	21,52 %	1 089 576	16,54 %
Actions auto-détenues	5 317	0,15 %	5 317	0,08 %
TOTAL	3 530 272	100,00 %	6 590 375	100,00 %

(*) Société contrôlée par M. Nicolas Seydoux.

Hypothèse de l'exercice préalable des options de souscription d'actions et d'un rachat effectif de 50% des actions visées (soit 828 657 actions) et d'annulation desdites actions⁸

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote ⁹	% des droits de vote
Ciné Par*	2 764 628	76,81 %	5 494 030	82,50 %
M. Nicolas Seydoux	526	0,02 %	1 052	0,02 %
Sous-total Ciné Par* et M. Nicolas Seydoux	2 765 154	76,83 %	5 495 082	82,58 %
Autres	828 656	23,02 %	1 158 831	17,40 %
Actions auto-détenues	5 317	0,15 %	5 317	0,08 %
TOTAL	3 599 127	100,00 %	6 659 230	100,00 %

(*) Société contrôlée par M. Nicolas Seydoux.

⁶ Aucun droit de vote double ne serait attaché aux actions apportées à l'Offre.

⁷ Droits de vote calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

⁸ Aucun droit de vote double ne serait attaché aux actions apportées à l'Offre.

⁹ Droits de vote calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

Hypothèse d'un rachat effectif de 100% des actions visées et d'annulation desdites actions¹⁰

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote ¹¹	% des droits de vote
Ciné Par*	2 764 628	99,77 %	5 494 030	99,88 %
M. Nicolas Seydoux	526	0,02 %	1 052	0,02 %
Actions auto-détenues	5 317	0,19 %	5 317	0,10 %
TOTAL	2 770 471	100,00 %	5 500 399	100,00 %

(*) Société contrôlée par M. Nicolas Seydoux.

1.6.2. Incidence sur les comptes de Gaumont

Un premier calcul de l'incidence de l'Offre sur les capitaux propres et les résultats consolidés de Gaumont, qui figurent au tableau ci-après, a été effectué à partir des comptes consolidés de Gaumont pour l'année 2016, sur la base des hypothèses suivantes :

- Rachat de 1 657 313 actions (soit l'intégralité des actions visées par l'Offre) au prix de 75€, dividende attaché, par action, soit un montant de 124 298 475 € puis annulation des actions rachetées ;
- Frais de transaction d'environ 1,0 M€ ;
- Produits de la levée des stock-options égal à 8,0 M€ ;
- Nombre d'actions de 2 765 154 post-annulation (et hors actions auto-détenues) ;
- Taux de placement de la trésorerie nette au taux moyen de 0 % par an avant impôt ; et
- Prise d'effet du rachat d'actions au 5 juillet 2017.

	Données consolidées au 31.12.2016	
	Avant rachat et annulation	Après rachat et annulation
Capitaux propres part du groupe (M€)	277,3	153,0
Endettement financier net (M€)	205,3	322,6
Résultat net part du groupe (M€)	18,9	18,9
Nombre d'actions (hors auto-détention)	4 275 554	2 765 154
Capitaux propres par action (€)	64,86	58,07
Résultat net consolidé par action (€)	4,43	6,85

Un second calcul de l'incidence de l'Offre sur les capitaux propres et les résultats consolidés de Gaumont, qui figurent au tableau ci-après, a été effectué à partir des comptes consolidés de Gaumont pour l'année 2016, sur la base des hypothèses suivantes :

¹⁰ Aucun droit de vote double ne serait attaché aux actions apportées à l'Offre.

¹¹ Droits de vote calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

- Aucune option de souscription n'est exercée ;
- Rachat de 1 519 603 actions au prix de 75 €, dividende attaché, par action, soit un montant de 113 970 225 € puis annulation des actions rachetées ;
- Frais de transaction d'environ 1,0 M€ ;
- Nombre d'actions de 2 765 154 post-annulation (et hors actions auto-détenues) ;
- Taux de placement de la trésorerie nette au taux moyen de 0 % par an avant impôt ; et
- Prise d'effet du rachat d'actions au 5 juillet 2017.

	Données consolidées au 31.12.2016	
	Avant rachat et annulation	Après rachat et annulation
Capitaux propres part du groupe (M€)	277,3	163,3
Endettement financier net (M€)	205,3	320,3
Résultat net part du groupe (M€)	18,9	18,9
Nombre d'actions (hors auto-détention)	4 284 757	2 765 154
Capitaux propres par action (€)	64,72	59,07
Résultat net consolidé par action (€)	4,43	6,85

Les deux calculs ci-dessus ont été effectués avant impact de la cession la participation de Gaumont dans Les Cinémas Gaumont Pathé pour un montant de 380 M€ à Pathé (dont 190 M€ payables à terme). En tenant compte de la cession, la Société afficherait une trésorerie nette positive d'environ 50 M€ et conserverait ainsi pleinement les moyens financiers permettant le développement de ses activités de production¹².

1.6.3. Incidence sur la capitalisation boursière

Sur la base du cours de clôture de l'action Gaumont au 24 février 2017¹³ de 57,50 €, la capitalisation boursière s'élevait à 246,15 M€, le capital de Gaumont étant représenté par 4.280.871 actions.

A l'issue de l'Offre, dans l'hypothèse où la totalité des actions visées seraient apportées à l'Offre puis annulées, le nombre d'actions de Gaumont serait de 2 770 471 et la capitalisation boursière de Gaumont s'élèverait sur la base du cours de clôture au 24 février 2017 (dernier jour de négociation précédant la date où la Société a annoncé les caractéristiques du projet d'offre) de 57,50 €, à 159,3 M€.

¹² En tenant compte du montant de 190 M€ payable à terme et avant paiement du dividende au titre de l'exercice 2016.

¹³ Correspondant au dernier jour de négociation précédant la date où la Société a annoncé les caractéristiques du projet d'Offre.

1.7. Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

Comme indiqué précédemment, Ciné Par et M. Nicolas Seydoux détenaient à la date du dépôt de l'Offre, 2 765 154 actions de la Société représentant 64,45% du capital et 71,55% des droits de vote de Gaumont¹⁴. Ciné Par et M. Nicolas Seydoux se sont engagés à n'apporter aucune de leurs actions à l'Offre.

A l'exception de ce qui précède, la Société n'a connaissance, à la date du dépôt de l'Offre, d'aucun autre accord ou engagement susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

2. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre présentés ci-dessous ont été préparés par BNP Paribas, agissant en tant qu'établissement présentateur de l'Offre pour le compte de Gaumont, conformément aux méthodes usuelles d'évaluation, et sur la base (i) d'informations publiques disponibles sur Gaumont et son secteur d'activité, (ii) des comptes annuels consolidés 2016 de Gaumont, (iii) du plan d'affaires préparé par Gaumont, extrapolé par BNP Paribas sur la base d'informations fournies par la direction de Gaumont et validé par celle-ci, ainsi que (iv) des informations complémentaires communiquées par Gaumont.

2.1. Synthèse – Eléments d'appréciation du prix de l'Offre

Le prix offert par Gaumont s'élève à 75,00 € par action Gaumont.

Sur la base des travaux de valorisation présentés ci-après, le prix de l'Offre fait apparaître les primes suivantes :

Critères	Valeur des capitaux propres par action (€)			Fourchette de prime offerte par action (%)		
	Plus bas	Moyenne pondérée par les volumes	Plus haut	Valeur min.	Val. centrale	Valeur max
<u>Cours de l'action</u>						
Dernier cours avant annonce de l'Offre (au 24/02/2017)		57,5			30,4%	
Référence 1 mois	55,5	57,8	59,1	35,1%	29,8%	26,9%
Référence 3 mois	52,2	55,9	59,1	43,8%	34,1%	26,9%
Référence 6 mois	47,1	53,3	59,1	59,2%	40,7%	26,9%
Référence 12 mois	43,4	50,6	59,1	72,8%	48,1%	26,9%
Somme des Parties	62,5	68,1	73,8	20,1%	10,1%	1,6%
Source: BNP Paribas, Factset						

¹⁴ Calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

Le prix de l'Offre est supérieur à la valeur haute de la Somme des Parties et présente une prime par rapport :

- au cours de clôture le dernier jour de bourse précédant l'annonce de l'Offre le 24 février 2017 (57,5€, +30,4% de prime) ;

et

- au cours de bourse le plus haut observé au cours des douze mois précédant l'Offre le 24 février 2017 (59,1€, +26,9% de prime).

2.2. Références et méthodes d'évaluation

Le prix de l'Offre a été apprécié selon l'approche multicritère décrite ci-dessous.

Les méthodes de valorisation fondées sur des agrégats financiers consolidés ne prennent pas en considération les spécificités (activité, profils de croissance et de marge, exposition géographique, risques) des divers segments de Gaumont, et n'ont donc pas été retenues.

Les approches de Somme des Parties, qui consistent à estimer la valeur d'entreprise en sommant les contributions de chaque segment, permettent de mieux appréhender leurs spécificités et apparaissent donc plus pertinentes.

Dans le cadre de cet exercice de valorisation, les segments suivants ont été retenus :

- Cinéma (dont films nouveaux et catalogue)
- TV (France / Europe) et Animation (France / US)
- TV US (production de séries télévisées américaines)
- Frais de structure
- Autres actifs (immobilier et redevance de marque)

2.2.1. Méthodes et références d'évaluation retenues

2.2.1.1 Actualisation des flux de trésorerie futurs

Compte tenu du développement stratégique de Gaumont, incluant notamment le développement de certaines activités (production de séries télévisées, y compris des séries d'animation, aux Etats-Unis et en Europe, production de films de cinéma), la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs a été retenue comme approche centrale d'évaluation.

Cette méthode d'évaluation a été appliquée au plan d'affaires préparé par Gaumont pour la période 2017-2019, extrapolé par l'établissement présentateur entre 2020 et 2025, sur la base d'informations communiquées par la direction de Gaumont. Cette extrapolation a ensuite été revue et validée par la direction de Gaumont.

2.2.1.2. Analyse du cours de l'Action

Les actions de Gaumont ont été admises pour la première fois au marché du comptant de la bourse de Paris le 26 août 1948. Depuis le 24 juin 1996, elles font l'objet de transactions sur le marché d'Euronext Paris et appartiennent au compartiment B de l'Eurolist (code ISIN : FR0000034894). Il n'existe pas d'autre place de cotation. Dû à la faible liquidité des actions de Gaumont, cette référence d'évaluation est retenue à titre d'information seulement.

2.2.2. Méthodes non retenues

2.2.2.1 La méthode de l'actif net comptable et la méthode de l'actif net réévalué

Les méthodes d'évaluation portant sur l'actif net consistent à évaluer une société sur la base de la valeur comptable de ses actifs ou sur la base de la valeur comptable corrigée des plus-values et moins-values latentes non reflétées dans le bilan.

Ces méthodes ne reflètent pas les perspectives futures d'une société et ne sont pas pertinentes pour évaluer une entreprise commerciale ou industrielle dans la mesure où elles ne tiennent pas compte de la génération de trésorerie future et qu'elles ne visent pas à évaluer une entreprise se situant dans une optique de continuité d'exploitation dans laquelle les actifs n'ont pas vocation à être cédés. De tels actifs sont mieux valorisés par une approche d'actualisation des flux de trésorerie futurs. A titre d'information, l'actif net comptable était de 277 M€ au 31 décembre 2016 (soit 64,7 € par action sur une base non diluée au 31 décembre 2016).

2.2.2.2 La méthode des dividendes actualisés

Cette approche n'a pas été retenue car elle dépend fondamentalement de la politique de distribution future de la société.

2.2.2.3 Multiples de sociétés cotées comparables

La méthode d'évaluation fondée sur les multiples de sociétés cotées comparables consiste à évaluer une société sur la base de ratios d'évaluation observés sur des échantillons de sociétés cotées présentant des caractéristiques semblables (activité, exposition géographique, taille et marges) à celles des segments de Gaumont.

En l'absence de sociétés cotées comparables qui exercent à la fois un métier de production cinéma et TV ou dont la couverture par des sociétés de courtages / analystes est suffisante pour établir des consensus de projections financières, cette méthode n'a pas été retenue.

2.2.2.4 Multiples de transactions comparables

La méthode fondée sur les multiples de transactions comparables consiste à évaluer une société sur la base de ratios d'évaluation observés sur un échantillon de transactions réalisées sur des sociétés du même secteur, comparables à la société évaluée en termes d'activité, d'exposition géographique, de taille et de marges.

En l'absence de transactions comparables concernant des sociétés qui exercent à la fois un métier de production cinéma et TV, cette méthode n'a pas été retenue

2.2.2.5 Objectif de cours des analystes

En l'absence d'analystes couvrant la société, cette référence d'évaluation n'a pas été retenue.

2.3. Données financières ayant servi à l'évaluation

2.3.1. Structure du plan d'affaires et hypothèses d'extrapolation

L'évaluation est fondée sur un plan d'affaires fourni par la Société et couvre quatre exercices fiscaux : 2016, 2017 (budget), 2018 et 2019 (le « **Plan d'Affaires** »). Le Plan d'Affaires ci-dessous tient compte de la cession de la participation dans Les Cinémas Gaumont Pathé.

Le Plan d'Affaires prévoit notamment :

- pour l'activité Cinéma des investissements d'environ 42 M€ par an pour un chiffre d'affaires escompté d'environ 50 M€ (hors catalogue existant) ;
- pour les frais de structure Cinéma et Catalogue, un montant d'environ 11 M€ ;
- pour les frais de structure de la direction générale et des directions fonctionnelles, un montant d'environ 15 M€ ;
- pour l'activité TV US, une forte progression du chiffre d'affaires pour atteindre 164 M€ en 2019 avec un niveau d'investissements de 144 M€ correspondant à la production de nouvelles séries;
- pour l'activité TV – France, Europe et animation, une forte progression du chiffre d'affaires à 53 M€ en 2019 reflétant le développement de séries françaises et européennes ainsi que le développement de l'activité animation US.

En raison du niveau élevé des taux de croissance anticipés pour les diverses activités dans le Plan d'Affaires, supérieurs à la croissance économique attendue dans les pays où la Société opère, l'établissement présentateur a extrapolé ce plan d'affaires pour six exercices fiscaux supplémentaires, jusqu'en 2025 (la « **Période d'Extrapolation** »).

Les hypothèses suivantes ont été utilisées pour la Période d'Extrapolation :

- le taux de croissance normatif des revenus retenu est de 2,0% en ligne avec les niveaux de croissance escomptés pour l'Europe et les Etats-Unis;
- le taux de croissance des revenus décroît de façon linéaire sur la période 2020-2025 à l'exception de l'activité Cinéma dont la valorisation est principalement conduite par l'évolution des investissements en films nouveaux et dont le taux de croissance augmente de façon linéaire sur la période 2020-2025 vers une croissance normative de 2,0%;

- les investissements convergent de manière linéaire vers leurs niveaux normatifs exprimés en pourcentage du chiffre d'affaires (entre 80% et 90% en fonction des activités), à l'exception des investissements pour l'activité Cinéma (voir paragraphe précédent) et pour l'activité TV – France, Europe et animation où ces derniers sont maintenus constants sur la période ;
- une convergence linéaire des niveaux de dotations aux amortissements, exprimés en pourcentage des investissements à partir de 2020 vers un taux normatif de 100% ;
- le taux d'imposition est maintenu constant à 34,43% pour l'ensemble des activités, à l'exception de l'activité TV US, pour laquelle un taux de 40,0% a été appliqué sur la période 2017-2025 ;
- les frais de structure et frais généraux valorisés séparément¹⁵ comportent d'une part les frais afférents aux activités cinéma et catalogue et d'autre part les frais de holding et des différentes directions fonctionnelles :
 - le taux de croissance des frais de structure liés aux activités de cinéma et de catalogue est maintenu constant à son niveau normatif de 2021 à 2025 ;
 - le taux de croissance des frais de structure liés aux directions fonctionnelles est maintenu constant à son niveau normatif de 2021 à 2025 ;
 - le taux de croissance normatif des frais de structure retenu est de 1,0%.

2.3.2. Autres données financières prises en compte dans l'évaluation

2.3.2.1 Immobilier

La Société détient plusieurs actifs immobiliers dont la valeur résulte de l'actualisation de futurs revenus locatifs en lien avec l'exploitation de ces derniers. Le plan de projection des loyers est fondé sur un rapport d'expertise du 2 février 2017 d'un cabinet indépendant. Les revenus considérés proviendraient de la mise en location future d'un espace commercial localisé avenue des Champs Elysées ainsi que de la mise en location de bureaux, et seraient comptabilisés à partir de 2019¹⁶ (date anticipée du premier loyer) et actualisés au 1^{er} janvier 2017.

2.3.2.2 Redevance de marque

La redevance de marque provenant de l'utilisation de la marque Gaumont par Les Cinémas Gaumont Pathé est également incluse dans l'évaluation de la Société. Suite à la cession de la participation de Gaumont dans Les Cinémas Gaumont Pathé, la redevance de marque sera prolongée jusqu'au 31 décembre 2023. Celle-ci est issue du plan d'affaires préparé par la Société et a été extrapolée jusqu'en 2023 puis actualisée au 1^{er} janvier 2017.

¹⁵ Les évaluations des segments TV (France / Europe) et Animation (France / US) ainsi que TV US prennent directement en compte les frais de structures qui leurs sont respectivement associés.

¹⁶ Sous réserve de l'obtention des autorisations requises

2.3.2.3 Segment TV US

Dans le cadre de l'évaluation du segment TV US, deux méthodes ont été retenues :

- une valeur basse obtenue par actualisation des flux de trésorerie futurs fondés sur le Plan d'Affaires,
- une valeur haute établie sur la base du rachat de cinq pour cents de la participation d'Evolution Media Capital LLC dans GTV USA par Gaumont USA Inc. en août 2016.

2.3.3. Nombre total d'actions sur une base diluée

Comme indiqué dans les tableaux ci-dessous, le nombre d'actions utilisé pour l'évaluation est le nombre d'actions en circulation au 31 mars 2017 augmenté du nombre d'instruments dilutifs (plans d'options exerçables au 31 mars 2017, cf. détail ci-dessous).

Actions	Nombre	Commentaires
Nombre total d'actions	4 290 074	Au 31/03/2017
Actions auto-détenues	(5 317)	Au 31/03/2017
Nombre total d'actions en circulation	4 284 757	Au 31/03/2017
Eléments dilutifs	137 710	Au 31/03/2017
Nombre total d'actions sur une base diluée	4 422 467	

Source: Société

Plan d'options	Exerçable		Prix d'exercice € / action	Nombre d'options
	du	au		
Plan V	15/02/2001	14/02/2046	44,1	4 455
Plan VI	12/03/2003	11/03/2048	56,2	10 283
Plan VII	09/04/2006	08/04/2046	42,1	12 878
Plan VIII	28/02/2009	27/02/2049	56,3	110 094
Total				137 710

Source: Société, BNP Paribas

2.3.4. Ajustement de valeur des capitaux propres

Les ajustements présentés ci-dessous (les « **Ajustements de Valeur** ») ont été établis sur la base des comptes annuels consolidés de la Société au 31 décembre 2016 ainsi que sur les informations fournies par la Société ou estimées par l'établissement présentateur. Les produits de la cession de la part de Gaumont dans Les Cinémas Gaumont Pathé sont pris en compte séparément.

Ajustements	Valeur M€	Commentaires
Dettes financières	214,0	Au 31/12/2016
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(8,7)	Au 31/12/2016
Dette financière nette	205,3	
Provisions non-courantes (post-taxes)	2,5	Totalité des provisions post-taxes, au 31/12/2016
Provisions courantes (post-taxes)	0,6	Totalité des provisions post-taxes, au 31/12/2016
Provisions (post-taxes)	3,2	
Plus value sur cession et impacts fiscaux	13,2	Actualisés au 01/01/2017
Autres actifs financiers	(0,2)	Estimés au 31/12/2016
Conversion des stock-options	(8,0)	Impact cash suite à l'exercice des stock-options
Autres intérêts minoritaires	3,0	Estimés au 31/12/2016
Total Actifs MEQ	(0,6)	Estimés au 31/12/2016
Autres	7,4	
Total	215,9	

Source: Société, BNP Paribas

2.4. Description des méthodes d'évaluation retenues

2.4.1. Actualisation des flux de trésorerie futurs

Cette méthode consiste à calculer la valeur d'entreprise de la Société (valeur intrinsèque) en actualisant les flux de trésorerie futurs générés par les actifs de la Société.

La valeur des capitaux propres de la Société s'obtient en soustrayant les Ajustements de Valeur de la valeur obtenue par la méthode de la Somme des Parties de la Société.

L'évaluation sur la base de l'actualisation des flux de trésorerie futurs a été effectuée au 1^{er} janvier 2017, en utilisant une convention de réception des flux à mi année. La valeur terminale pour chaque activité a été calculée en utilisant la formule de Gordon et Shapiro, fondée sur les taux de croissance susmentionnés.

Le coût moyen pondéré du capital (CMPC) utilisé pour l'actualisation des flux futurs de trésorerie a été estimé pour chaque activité, à l'exception du catalogue et des actifs immobiliers pour lesquels le CMPC est obtenu à partir des rapports d'expertise respectifs. L'absence de comparables boursiers pertinents pour les activités de production de films et de séries ne permettant pas de déterminer un CMPC de manière quantitative, celui-ci a été dérivé en appliquant une prime de risque additionnelle d'environ 2,0%¹⁷ sur le CMPC de l'activité Cinéma – Catalogue (7,6%), cette activité bénéficiant d'une plus forte récurrence et visibilité que la production de films et de séries. Il a ainsi été retenu un CMPC de 9,5% pour les activités de production.

Un CPMC de 7,5% est utilisé pour valoriser les frais de structure et la redevance de marque, activités qui bénéficient chacune d'une forte visibilité.

¹⁷ Prime de risque calculée en comparant le CMPC d'un échantillon de sociétés cotées fortement exposées à des projets de développement nouveaux (projets « Greenfield ») au CMPC d'un échantillon de sociétés du même secteur faiblement exposées à ces projets Greenfield.

Les coûts retenus par activité sont les suivants :

- 9,5% pour l'activité Cinéma – films nouveaux
- 7,6% pour l'activité Cinéma – Catalogue
- 9,5% pour l'activité TV – Séries américaines
- 9,5% pour l'activité TV – France, Europe et animation
- 7,5% pour les frais de structure
- 7,5% pour la redevance de marque
- 4,0% et 5,0% pour les activités d'immobilier de commerce et de bureaux respectivement

Les principaux éléments de l'évaluation par la somme des parties sont synthétisés dans le tableau ci-dessous :

	Valeur (M€)		
	Valeur min.	Val. centrale	Valeur max
Production & Distribution	214	239	264
Cinéma – films nouveaux	26	26	26
Catalogue de films	115	115	115
Frais de structure Catalogue et Cinéma	(113)	(113)	(113)
TV – France, Europe et animation	27	27	27
TV – US	167	202	238
Intérêts minoritaires TV – US	(18)	(28)	(38)
Redevance de marque	11	11	11
Les Cinémas Gaumont Pathé - sur base du prix d'offre de Pathé	380	380	380
Immobilier	98	98	98
Frais de structure	(200)	(200)	(200)
Evaluation par la somme des parties	492	517	542
Ajustement de valeur des capitaux propres	216	216	216
Valeur des capitaux propres	276,3	301,4	326,5
Nombre total d'actions sur une base diluée (en milliers)	4 422		
Valeur des capitaux propres par action (€)	62,5	68,1	73,8

Source: Société, BNP Paribas

Sur la base de ces analyses, la valeur des capitaux propres par action de Gaumont est comprise entre 62,5 € et 73,8 €, avec une valeur centrale de 68,1 €.

2.4.2. Analyse du cours de l'action

Le capital de Gaumont est composé d'une seule catégorie d'actions ordinaires, admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (Compartiment B) sous le code ISIN : FR0000034894.

Le cours de référence de l'action retenu est le cours de clôture au 24 février 2017, à savoir le dernier jour des négociations précédant la date où Gaumont a annoncé son intention de lancer l'Offre.

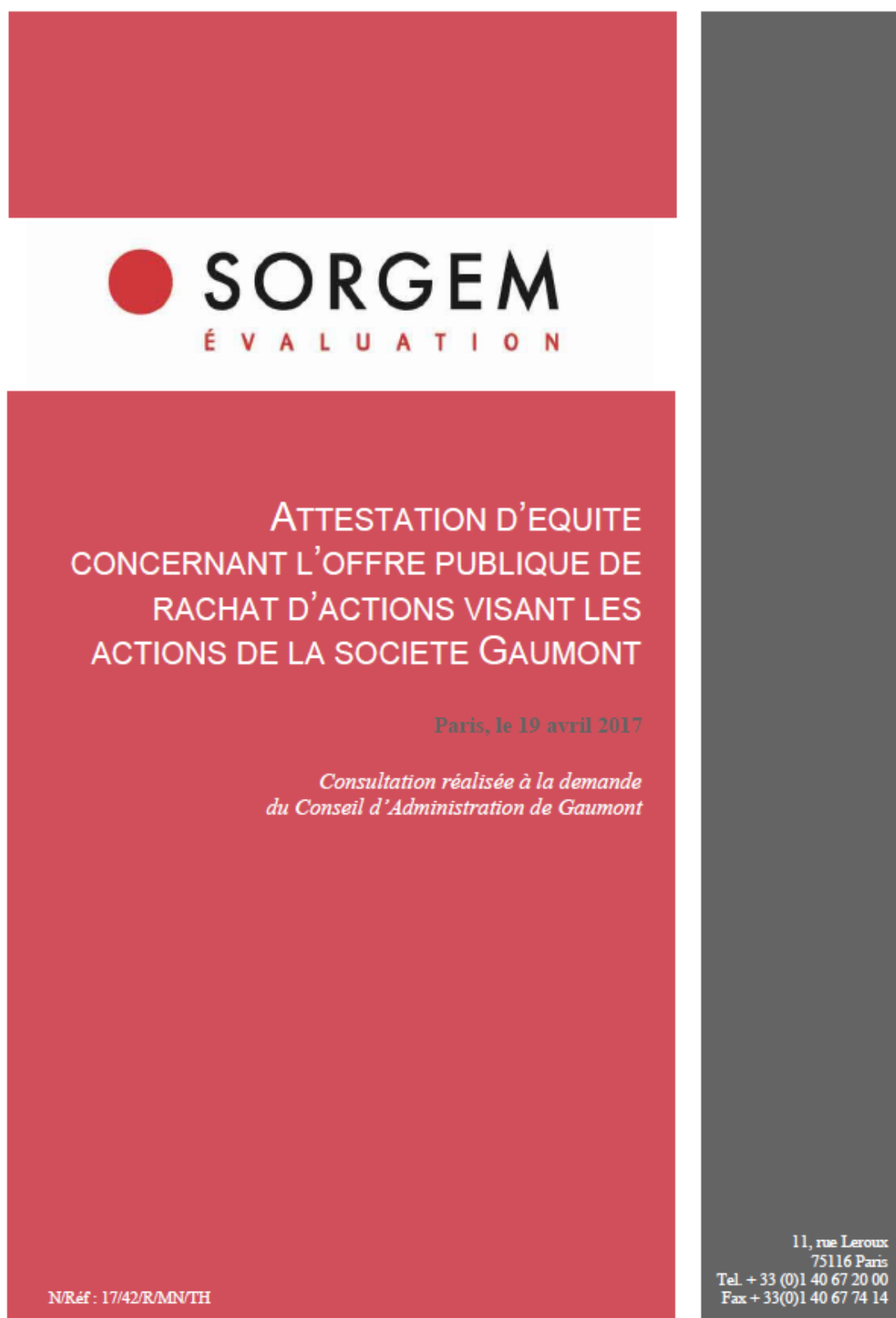
Le volume moyen des échanges quotidiens sur les douze mois précédant l'Offre est proche de 330 Actions, correspondant à 0.04% du flottant sur la même période.

Le tableau ci-dessous présente les primes offertes, s'échelonnant entre 29.8% et 48.1%, déterminées sur la base du cours de clôture de l'action Gaumont au 24 février 2017 (dernier jour de bourse avant l'annonce) et des moyennes des prix pondérés par les volumes correspondant à différents horizons.

Au 24/02/2017	Cours de bourse (€)	Prime offerte par action (%)	Volume moyen échangé par jour	Volume échangé (en % du flottant)
Cours de référence de l'action	57,5	30,4%	635,0	0,07%
Moyenne 1 mois pondérée par les volumes	57,8	29,8%	256,5	0,03%
Moyenne 3 mois pondérée par les volumes	55,9	34,1%	212,9	0,02%
Moyenne 6 mois pondérée par les volumes	53,3	40,7%	262,9	0,03%
Moyenne 9 mois pondérée par les volumes	51,5	45,7%	272,9	0,03%
Moyenne 12 mois pondérée par les volumes	50,6	48,1%	330,1	0,04%

Source: Factset, BNP Paribas

3. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT



Sommaire

LIMINAIRE	5
I. PRESENTATION DE LA TRANSACTION AVEC LCGP.....	6
1. Présentation de l'Acquéreur et du Bénéficiaire	6
1.1 Pathé (l'Acquéreur).....	6
1.2 Gaumont (le Bénéficiaire)	6
2. Motifs de la transaction avec Pathé	8
3. Modalités de la transaction avec Pathé	8
4. Conséquences de l'opération sur les activités de Gaumont.....	9
4.1 Modification de l'activité et impact sur le risque de l'investissement dans la Société à long terme	9
4.2 Impact sur le compte de résultat de Gaumont	11
4.3 Impacts fiscaux.....	12
5. Synthèse de notre avis sur l'équité de l'opération avec LCGP	12
II. PRESENTATION DE L'OFFRE	14
1. Présentation de l'Initiateur.....	14
2. Présentation des motifs et des termes de l'Offre	14
3. Définition du caractère équitable de l'Offre.....	15
III. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION	16
1. Présentation de Sorgem Evaluation	16
2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission.....	17
3. Déclaration d'indépendance.....	18
4. Réserves	18
IV. PRESENTATION DE LA SOCIETE	19
1. Présentation des activités de la Société et de leurs marchés	19
1.1 Activités de Gaumont.....	19
1.1.1. Aperçu global des activités	19
1.1.2. Production et distribution d'œuvres cinématographiques	20
1.1.3. Production et distribution de fictions télévisuelles et d'animation	22
1.2 Principales tendances de marché.....	23
1.2.1. Un marché fortement impacté par les évolutions technologiques.....	23
1.2.2. Un risque majeur lié aux évolutions de la chronologie du cinéma	23
1.2.3. Des fondamentaux en baisse dans l'exploitation cinématographique.....	24
1.2.4. Une forte hausse de la demande de fictions télévisuelles	25
1.3 Synthèse sur les forces et faiblesses de la Société et les opportunités et menaces sur son marché.....	26
2. Analyse des caractéristiques financières de la Société	27
2.1 Des revenus très volatils portés par les séries américaines	27
2.1.1. Un relais de croissance majeur apporté par les séries américaines	27
2.1.2. Une forte volatilité des revenus liée au succès des sorties cinémas	28
2.2 Des résultats essentiellement générés par le catalogue et les séries.....	29
2.2.1. Des résultats historiquement portés par le catalogue.....	29

2.2.2.	Des frais de structures qui pèsent sur la rentabilité globale	30
2.3	Un besoin d'investissement permanent élevé	30
3.	Incidences sur les travaux de valorisation	32
V.	EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE	33
1.	Méthodes et références écartées	33
1.1	Méthode de l'actualisation des dividendes	33
1.2	Méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs	33
1.3	Référence au prix d'une transaction récente sur le capital	34
1.4	Référence aux objectifs de cours des analystes financiers	34
1.5	Méthode des multiples boursiers	34
1.6	Méthode des transactions comparables	35
2.	Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action	36
2.1	Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des titres	36
2.2	Nombre de titres pris en compte	38
3.	Méthode d'évaluation par la somme des parties	39
3.1	Principe	39
3.1.1.	Principe de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)	40
3.1.2.	Principe de la référence transactionnelle	41
3.1.3.	Principe de la méthode de capitalisation du revenu locatif	41
3.2	Mise en œuvre des méthodes d'actualisation des flux de trésorerie futurs	42
3.2.1.	Présentation des prévisions retenues	42
3.2.2.	Détermination des taux d'actualisation	48
3.3	Référence transactionnelle	53
3.4	Valorisation des actifs immobiliers de la Société	54
3.4.1.	Estimation de la valeur de l'Immobilier des Champs-Élysées	54
3.4.2.	Estimation de la valeur de l'Immobilier de Neuilly	55
3.4.3.	Estimation de la valeur de la Maison de Chatou	56
3.5	Valeur par action à partir de la méthode de la somme des parties	57
3.5.1.	Valeur par action	57
3.5.2.	Sensibilité des valeurs	58
4.	Référence au cours de bourse	59
4.1	Analyse de la liquidité	59
4.2	Référence au cours de bourse jusqu'au 27 février 2017, avant l'annonce de l'Offre	61
4.3	Evolution du cours de bourse depuis le 27 février 2017	64
5.	Synthèse de nos travaux de valorisation	65
VI.	ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS PAR LA BANQUE PRESENTATRICE	66
1.1	Mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie	68
1.2	Valorisation des actifs immobiliers	70
1.2.1.	L'Immobilier des Champs-Élysées	70
1.2.2.	L'Immobilier de Neuilly	70
1.2.3.	La Maison de Chatou	71
1.3	Référence transactionnelle	72
1.4	Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action	72

VII. INCIDENCE DE L'OFFRE SUR L'ACTIONNARIAT ET LA STRUCTURE FINANCIERE	73
VIII. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE.....	74
ANNEXES	76
1. Paramètres retenus par les analystes suivants des valeurs comparables	76
2. Programme de travail.....	77
3. Liste des personnes rencontrées ou contactées	78
4. Informations et documents utilisés.....	78
5. Calendrier de l'étude	79
6. Rémunération.....	79
7. Méthode des multiples boursiers	79
8. Méthode des transactions comparables	82
9. Eléments d'information à la suite d'un courrier envoyé à l'AMF par un actionnaire minoritaire.....	85
9.1 L'Actionnaire Minoritaire remet en question la déclaration d'indépendance du Rapport par rapport aux attestations d'équité que Sorgem Evaluation a pu réaliser dans le passé	85
9.2 Selon l'Actionnaire Minoritaire, l'expert indépendant aurait dû évaluer le titre Gaumont dans le cadre d'une OPR.....	85
9.3 Sur la mise en œuvre de la référence à l'actif net comptable	86
9.4 Sur les taux d'actualisation	87
9.5 Sur la valorisation du catalogue de films	88
9.6 Sur la valorisation des actifs immobiliers	90
9.7 Sur le traitement de l'impôt	90

Liminaire

Pathé SAS (ci-après « Pathé ») a consenti une promesse unilatérale d'achat à Gaumont SA (ci-après, « Gaumont » ou « la Société ») le 1^{er} mars 2017 sur ses 3.256.588 actions de la société Les Cinémas Gaumont Pathé SAS (ci-après « LCGP »), dont l'activité principale consiste en l'exploitation de salles de cinéma. Cette transaction valorise la participation de Gaumont dans LCGP à 380 millions d'euros¹.

La participation de Gaumont dans LCGP constitue un actif significatif au sens de la position-recommandation AMF DOC 2015 n°2015-05. La cession de la participation de Gaumont dans LCGP se traduirait en effet par une modification substantielle de la physionomie de la Société.

L'AMF recommande notamment, dans un tel contexte, la nomination d'un expert indépendant ayant pour mission de donner un avis sur l'intérêt et la valorisation de l'actif ayant vocation à être cédé, à savoir la participation de Gaumont dans LCGP.

Une fois le projet d'achat de la participation de Gaumont dans LCGP confirmé, Gaumont envisage d'offrir aux actionnaires minoritaires la possibilité de céder leurs actions dans le cadre d'une offre publique de rachat d'actions (OPRA) (ci-après « l'Offre ») au prix de 75€ par action (ci-après « le Prix d'Offre »). Ciné Par, actionnaire de référence de Gaumont, qui détient 65% de son capital, et M. Nicolas Seydoux ne participeraient pas à cette opération. L'opération viserait ainsi 35% du capital pour un montant d'environ 124 millions d'euros².

Dans ce cadre, Sorgem Evaluation a été désignée en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de Gaumont le 28 février 2017 en application de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF, et plus spécifiquement de ses alinéas 1, 3 et 4 qui visent respectivement les cas où « la société visée est déjà contrôlée (...) avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre », où « l'actionnaire qui la contrôle au sens de l'article L-233-3 du code de commerce n'apporte pas ses titres à l'offre publique de rachat lancée (...) sur ses propres titres » et où « 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 ».

¹ En cas de réalisation de la cession, le paiement des 380 millions d'euros serait échelonné : la moitié du prix serait payé à la conclusion de la cession, et le solde en trois versements d'égale montant les 29 juin 2018, 28 juin 2019 et 30 juin 2020.

² Sur la base d'un nombre d'actions en circulation non détenues par Ciné Par et M. Nicolas Seydoux de 1.510.400, d'un nombre d'actions auto-détenues de 5.317 et d'un nombre de stock-options exerçables au 28 février 2017 qui pourraient donner accès à 146.913 actions nouvelles.

I. PRESENTATION DE LA TRANSACTION AVEC LCGP

1. Présentation de l'Acquéreur et du Bénéficiaire

1.1 Pathé (l'Acquéreur)

Pathé est une société par actions simplifiée au capital de 20.587.515 euros, dont le siège social est situé au 2 rue Lamennais, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce des sociétés de Paris sous le numéro 307 582 866. MM. Jérôme Seydoux et Eduardo Malone co-président Pathé, et M. Marc Lacan est le directeur de l'entreprise.

Pathé est principalement présent dans trois métiers : la production et la distribution de films, et l'exploitation de salles, au travers de sa participation de 66% dans LCGP, l'un des plus importants réseaux de salles en Europe, présent en France, aux Pays-Bas, en Belgique et en Suisse.

En 2015, Pathé a réalisé un chiffre d'affaires de 155 millions d'euros sur son activité de production et de distribution de films, avec 17 films sortis en France et au Royaume-Uni et 800 longs métrages dans son catalogue. Sur le même exercice, LCGP 710 millions d'euros de chiffre d'affaires, avec 110 cinémas (1.051 écrans) et 64,5 millions d'entrées en salle. En 2016, le nombre d'entrées à progresser à 66,8 millions.

1.2 Gaumont (le Bénéficiaire)

Gaumont est une société anonyme au capital de 34.242.152 euros, dont le siège social est situé au 30 avenue Charles de Gaulle, 92200 Neuilly-sur-Seine, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 562 018 002. M. Nicolas Seydoux est le Président du Conseil d'administration, Mme Sidonie Dumas est la Directrice Générale de la société et M. Christophe Riandée est Directeur Général Adjoint.

La Société a été constituée sous la dénomination Société Nouvelle des Etablissements Gaumont le 11 août 1938.

Les actions de la Société ont été admises pour la première fois au marché du comptant de la bourse de Paris le 26 août 1948. Depuis le 24 juin 1996, elles font l'objet de transactions sur le marché d'Euronext Paris et appartiennent au compartiment B de l'Eurolist (code ISIN : FR0000034894).

Gaumont exerce des activités de production et de distribution à tous les niveaux de la chaîne de valeur de l'industrie :

- la production ;
- la distribution en France ou à l'étranger par tous moyens et sur tous les supports (salles, télévision, vidéo, vidéo à la demande) ;
- l'exploitation de salles de cinéma au travers de sa participation dans LCGP.

Gaumont dispose d'une participation de 34,0% dans la société LCGP, qui est comptabilisée par mise en équivalence.

Gaumont a réalisé en 2016 un chiffre d'affaires consolidé de 188,7 millions d'euros³, en baisse de -13,0% par rapport à l'exercice précédent. 60% du chiffre d'affaires a été généré par l'activité de production cinématographique (distribution de films en salles, distribution en vidéo et vidéo à la demande, ventes de droits de diffusion aux chaînes de télévision, ventes de droits à l'international) et 36% par l'activité de production télévisuelle.

La Société a généré en 2016 un résultat opérationnel après quote-part de résultat des entreprises associées de 23,2M€ (21,4M€ en 2015), dont 19,9M€ correspondant à la contribution de LCGP (hors redevance de marque de 3,9M€).

Le capital de Gaumont était composé au 28 février 2017 de 4.280.871 actions⁴ dont 64,6% détenu par Ciné Par⁵, 11,9% par First Eagle IM, 9,6% par le Groupe Bolloré et 5,4% par le Groupe Industriel Marcel Dassault (le flottant est ainsi estimé à 8,4%).

Au 28 février 2017, 146.913 options de souscription d'actions étaient exerçables, chacune pouvant donner droit de souscrire une action Gaumont à un prix d'exercice inférieur à 75€.

³ Pour l'exercice 2016, les procédures d'audit sont effectuées et le rapport d'audit est en cours d'émission.

⁴ Le nombre d'actions auto-détenues était de 5.317 au 31 décembre 2016.

⁵ Société contrôlée par M. Nicolas Seydoux.

2. Motifs de la transaction avec Pathé

La note d'information indique que la cession de la participation de Gaumont dans LCGP permettra à Gaumont :

- de renforcer la production de films de cinéma, d'accélérer le développement de ses activités de production de séries télévisées aux Etats-Unis et en Europe et d'envisager l'expansion de ses activités en Europe ;
- de redistribuer une partie des produits de cession aux actionnaires sous la forme d'une offre publique de rachat d'actions. La société Ciné Par et M. Nicolas Seydoux ont indiqué qu'ils ne participeraient pas à cette offre afin d'offrir une liquidité à l'ensemble des autres actionnaires souhaitant apporter leurs titres.

3. Modalités de la transaction avec Pathé

La société Pathé a consenti le 1^{er} mars 2017 une promesse unilatérale d'achat à Gaumont aux termes de laquelle elle s'engage à acquérir, sur simple demande de Gaumont, les 3.256.588 actions détenues par Gaumont dans LCGP pour un prix d'acquisition de **380 millions d'euros** (ci-après « le Prix d'Acquisition »), **coupon attaché** (cela signifie que le paiement du dividende relatif à l'exercice 2016 sera perçu par Pathé⁶).

Il est prévu que le Prix d'Acquisition soit réglé à hauteur de 50% le jour de la signature du contrat d'acquisition, et le solde en trois versements d'égale montant les 29 juin 2018, 28 juin 2019 et 30 juin 2020. Il est également prévu que les sommes en attente de paiement porteront intérêt au taux de 2% par an à compter de la signature du contrat d'acquisition jusqu'à leur date de paiement (Pathé conservant la possibilité d'effectuer un paiement anticipé).

La promesse d'achat pourra être exercée jusqu'au 30 septembre 2017 par Gaumont à tout moment à compter de la signature par Pathé d'une documentation contractuelle ne prévoyant plus de condition suspensive à l'octroi d'un financement bancaire d'un montant défini dans la promesse. A la date de ce rapport, cette documentation a été signée et les conditions suspensives levées.

⁶ Dans le cas contraire, le Prix d'Acquisition serait réduit du montant du dividende effectivement versé à Gaumont et relatif à l'exercice 2016.

4. Conséquences de l'opération sur les activités de Gaumont

4.1 Modification de l'activité et impact sur le risque de l'investissement dans la Société à long terme

L'actif cédé, bien qu'il constitue une participation minoritaire dans la société LCGP, représente un actif significatif de Gaumont si l'on se réfère aux cinq critères définis par l'AMF dans sa position-recommandation DOC 2015-05, qui indique qu'il est suffisant pour que l'actif soit considéré significatif qu'au moins deux critères soient atteints. Cela est notamment le cas pour les critères suivants :

- le chiffre d'affaires de LCGP en 2015 s'est élevé à 710 millions d'euros, soit 241M€ si l'on en retient 34% (correspondant à la participation de Gaumont dans LCGP) de ce montant. Cela représente environ 1,1 fois le chiffre d'affaires de Gaumont réalisé en 2015 sur ses activités de production et distribution cinématographie, de production télévisuelle et autres revenus (redevance de marque, locations immobilières, etc.). Le même calcul sur 2014 donne un ratio de 1,2 fois ;
- le Prix d'Acquisition représente environ 1,9 fois la capitalisation boursière moyenne de Gaumont en 2015 et 2,2 fois celle observée sur 2014⁷ ;
- le résultat courant avant impôt généré par la participation de Gaumont dans LCGP a représenté en 2015 94% du résultat opérationnel après quote-part du résultat des entreprises associées, et 88% en 2014.

Au regard des analyses ci-dessus, l'actif cédé représente un actif significatif de l'actif de la Société.

En cédant cet actif, Gaumont va essentiellement se concentrer sur ses activités de production cinématographique et télévisuelle, ainsi que sur la gestion de son catalogue, qui constituent son cœur de métier.

Le secteur de la production et de la distribution de films est un marché extrêmement concurrentiel où le succès des films auprès du public a un impact significatif sur les résultats. Malgré l'expérience très significative de Gaumont dans le domaine, l'aléa autour de cette activité demeure fort, le succès d'un film étant très dépendant à de multiples facteurs externes à ses qualités artistiques (sensibilité du public au sujet abordé, popularité des acteurs au moment de la sortie du film en salles, attrait des films concurrents, météo, etc.).

⁷ Source : Bloomberg.

Le marché de la production télévisuelle présente, en France, un risque important de dépendance vis-à-vis des diffuseurs, relativement peu nombreux et fortement concentrés. Par ailleurs, les séries françaises, notamment face à la concurrence des séries américaines, ont du mal à séduire le public. Aux Etats-Unis, le marché est également très concurrentiel.

Le marché de l'animation est dynamique, mais également fortement concurrentiel du fait en particulier de périodes de diffusion limitées.

Par nature, l'activité de gestion du catalogue de films est quant à elle moins aléatoire : cette activité est en effet caractérisée par une visibilité sur le chiffre d'affaires et sur les charges à venir relativement importante, ainsi que par une certaine récurrence.

L'activité d'exploitation d'un important réseau de salles de cinéma a montré historiquement une certaine stabilité du chiffre d'affaires et du résultat généré. Cette visibilité sur les résultats attendus de l'activité de LCGP est cependant pondérée par le fait que la société Gaumont ne détient qu'une participation minoritaire dans LCGP, et est donc soumise à un aléa sur le taux de distribution en dividendes (qui a montré une certaine variation ces dernières années⁸).

En cédant sa participation dans LCGP, Gaumont va donc modifier l'équilibre de son modèle économique, qui associait historiquement des activités par nature aléatoires (activités de production et distribution) à deux activités présentant une visibilité plus élevée (activités d'exploitation d'un catalogue et participation dans un important réseau de salles de cinéma). Au global, l'activité de la Société Gaumont, hors considération relatives au niveau d'endettement, présentera donc un risque plus élevé post-cession de sa participation dans LCGP.

⁸ Entre 2012 et 2015, le taux de distribution a été compris entre 31% et 45%.

4.2 Impact sur le compte de résultat de Gaumont

La cession de la participation dans LCGP va modifier le compte de résultat de Gaumont.

Gaumont a l'habitude de présenter dans son document de référence un compte de résultat où le « *Résultat opérationnel après quote-part du résultat net des entreprises associées* » est présenté. Ce résultat correspond au résultat net des sociétés LCGP, Lincoln Cinema Associates (USA), Légende et LGM, pondéré par le pourcentage de détention de Gaumont dans ces sociétés.

Le tableau ci-dessous présente l'impact de la cession sur le compte de résultat⁹, tel qu'il a été présenté en p.66 du document de référence 2015 de la Société.

en milliers d'euros	avec la participation dans LCGP		sans la participation dans LCGP	
	2015	2014	2015	2014
Chiffres d'affaires	217 004	190 074	217 004	190 074
Résultat opérationnel courant	2 109	4 886	2 109	4 886
Résultat opérationnel	2 104	2 919	2 104	2 919
Quote-part du résultat net des entreprises associées	19 254	18 300	-770	-386
Résultat opérationnel après quote-part du résultat net des entreprises associées	21 358	21 219	1 334	2 533

Source : document de référence 2015 de Gaumont.

Le dividende reçu par Gaumont en 2015 de sa filiale LCGP s'est élevé à 8,8M€, contre 6,1M€ en 2014. Les dividendes de LCGP ont donc représenté des parts significatives du résultat opérationnel de Gaumont.

Sur les exercices 2014 et 2015, hors prise en compte de la quote-part du résultat net de LCGP ou des dividendes versés par LCGP à Gaumont, le résultat opérationnel de Gaumont s'est avéré relativement limité, représentant 0,6% du chiffres d'affaires 2015 (1,3% en 2014).

⁹ Sur les principaux agrégats jusqu'au résultat opérationnel après quote-part du résultat net des entreprises associées.

4.3 Impacts fiscaux

Historiquement, Gaumont recevait des dividendes de LCGP. Sous le régime mère-fille, une taxation effective de ces dividendes au taux de 1,72% a lieu (avant prise en compte des autres éléments impactant la fiscalité, tels que les déficits reportables).

En cédant sa participation dans LCGP, Gaumont enregistrera une plus-value de cession : la valeur comptable de sa participation dans LCGP est de 66 M€ ; la plus-value qui serait enregistrée à la suite de la cession serait donc de 314 M€. La quote-part de la plus-value qui donne lieu à imposition est de 12%. Le montant d'impôt effectivement payé est cependant dépendant des autres éléments impactant la fiscalité, et en particulier des déficits reportables (au 31 décembre 2015, les reports déficitaires indéfiniment reportables du groupe d'intégration fiscale Gaumont sur lesquels il existe une probabilité d'imputer des bénéfices futurs s'élevaient à 80 M€).

5. Synthèse de notre avis sur l'équité de l'opération avec LCGP

La conclusion de notre rapport sur l'équité de l'opération envisagée avec Pathé est reproduite ci-après.

« La condition pour que la cession de la participation de Gaumont dans LCGP puisse être considérée comme conforme à l'intérêt social de Gaumont est que le prix de 380 millions d'euros ne soit pas inférieur à la valeur de marché de cette participation.

Compte tenu des conditions de règlement du prix, qui prévoient un règlement en plusieurs fois, il est nécessaire que le mode de règlement ne fasse pas porter un risque de défaut significatif à Gaumont : au regard des indications qui nous ont été communiquées, nous estimons que le risque de défaut est très limité.

Notre avis sur la valeur de marché de la participation s'est fondé sur la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères (méthode DCF à titre principal, méthode par les multiples boursiers et les transactions comparables à titre de recoupement), sans prise en compte d'une décote de minorité ou d'une prime de contrôle.

La décote de minorité est parfois retenue dans le cadre de l'évaluation de participations non cotées ne donnant pas le contrôle, et peut trouver des justifications notamment dans la difficulté d'influer sur la politique de distribution de dividendes¹⁰. Dans le contexte de la cession de la participation significative de Gaumont dans LCGP (34%) et compte tenu de l'importance de la taille du bloc qui confère une minorité de blocage et de la

¹⁰ Bien qu'en théorie, celle-ci n'affecte pas la valeur de la société.

régularité de la fréquence des paiements de dividendes dans le passé, il ne nous est pas apparu opportun de retenir une telle décote.

De la même manière, la participation de Gaumont dans LCGP ne conférant pas le contrôle de LCGP, une prime de contrôle, qui représente le prix supplémentaire par rapport à la valeur *stand-alone* de la société qu'un investisseur serait prêt à payer pour détenir le contrôle du capital de cette société, n'a pas été retenue¹¹.

Nos analyses font ressortir que le Prix d'Acquisition de 380 millions d'euros offre une prime (décote) comprise entre -3% et +1% par rapport à notre estimation de la valeur de marché. Dès lors, il nous apparaît que les conditions financières de l'opération avec Pathé, et notamment le prix de 380M€ perçu en contrepartie de la cession de la participation de Gaumont dans LCGP, sont conformes à l'intérêt social de Gaumont et de ses actionnaires. »

¹¹ Dans le cadre de la valorisation par les multiples observés sur des transactions comparables, nous avons ajusté les multiples lorsque les transactions comparables identifiées ont porté sur une part majoritaire du capital.

II. PRESENTATION DE L'OFFRE

1. Présentation de l'Initiateur

La présentation de la société Gaumont a été réalisée au paragraphe I.1.2. de ce rapport.

2. Présentation des motifs et des termes de l'Offre

L'Offre s'inscrit dans le contexte de l'opération avec Pathé, décrite ci-avant, qui se traduira par une modification substantielle de la physionomie de l'activité de la Société.

Dans ce contexte, Gaumont envisage d'offrir aux actionnaires minoritaires la possibilité de céder leurs actions dans le cadre d'une offre publique de rachat d'actions (OPRA) au prix de 75€ par action (Offre annoncée le 1^{er} mars 2017). Ciné Par, actionnaire de référence de Gaumont, qui détient 65% de son capital, ne participerait pas à cette opération. L'opération viserait ainsi 35% du capital pour un montant de près de 125 millions d'euros¹².

L'Offre sera facultative, ouverte à tous les actionnaires de la Société (hors l'actionnaire majoritaire, Ciné Par, qui a indiqué qu'il ne participerait pas à l'Offre), qui auront la possibilité d'apporter leurs actions à l'Offre ou de les conserver à condition que le droit local auquel ils sont soumis leur permette de participer à l'Offre sans nécessiter de la part de la Société l'accomplissement de formalités supplémentaires.

A la date de ce rapport, l'intention des principaux actionnaires de la Société (autres que Ciné Par) concernant leurs réponses à l'Offre n'est pas connue.

¹² Sur la base d'un nombre d'actions en circulation non détenues par Ciné Par de 1.516.243 (source : Bloomberg, 21 mars 2017) et d'un nombre de stock-options exerçables au 14 mars 2017 et qui pourraient donner accès à 142.342 actions nouvelles.

3. Définition du caractère équitable de l'Offre

A titre liminaire, aucun accord connexe (article 261-1 du règlement général de l'AMF, 4^{ème} alinéa) susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation du prix de l'Offre n'a été porté à notre attention.

La présente offre constitue une OPRA dont le prix, contrairement aux offres publiques réalisées dans le cadre d'une prise de contrôle, n'a pas vocation à incorporer une prime par rapport à la valeur intrinsèque de l'action, au titre de synergies ou de gain économique par exemple : nous avons analysé la Société dans une perspective de continuité d'exploitation et de poursuite de la stratégie affichée par la Société et intégrée par le marché¹³.

L'Offre va permettre aux actionnaires minoritaires de se désengager s'ils ne souhaitent pas continuer à être investis sur une société dont la physionomie de l'activité va être modifiée et dont la liquidité du marché des titres ; déjà limitée avant l'Offre, risque de se restreindre. Dans ce cadre, la présente attestation a pour objet d'indiquer comment se situe le Prix d'Offre par rapport à la valeur intrinsèque de la Société, de manière à déterminer son caractère équitable.

Du point de vue des actionnaires minoritaires, il s'agit d'une offre facultative à laquelle ils sont libres de répondre favorablement ou non en décidant d'apporter ou de conserver leurs titres.

Néanmoins, la réalisation de l'opération avec Pathé impliquera une modification significative du modèle économique de la Société dans le cadre d'un changement de stratégie qu'aucun élément ne permettait de prévoir jusqu'à l'annonce de l'opération.

Les actionnaires minoritaires qui ne souhaiteraient pas être affectés par cette nouvelle stratégie doivent avoir l'opportunité d'apporter leurs titres à l'Offre dans des conditions équitables.

Les actionnaires minoritaires ont la faculté d'apporter l'ensemble de leurs titres à l'Offre et ainsi bénéficier, quand elle existe, d'une prime par rapport à la valeur de marché de la Société, telle qu'elle peut être raisonnablement appréciée à la date de l'Offre. Si des actionnaires minoritaires n'apportent pas leurs titres à l'Offre, cela relève d'un libre choix et de leurs propres anticipations sur l'évolution future de la valeur de l'action.

¹³ Sur les activités qui ont vocation à demeurer dans le périmètre de la Société.

III. 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'une vingtaine de consultants et effectue régulièrement des missions d'évaluation d'entreprises dans différents contextes (fiscal, comptable, boursier, contentieux).

Au cours des vingt-quatre derniers mois, Sorgem Evaluation a réalisé les expertises indépendantes listées ci-dessous :

Date	Opération	Cible	Initiateur	Banque présentatrice
avr-14	OPA	Systran	CSLI	Aforge Degroof
juin-14	OPA-RO	Ermo	INglass	Oddo
Nov-14	OPE	Havas	Bolloré	BNP Paribas, CACIB, Mediobanca Banca di Credito Finanziario, Barber Hauler Capital Advisers
Fév-15	OPAS-RO	Qiagen Marseille	Qiagen NV	Kepler
Juin-15	OPAS	EMME	SFPI	Aforge Degroof
Juil-15	OPA-RO	Lagardère Active Broadcast	Lagardère Active	Oddo
Juil-16	OPAS	Futuren	Concert mené par Boussard et Gavaudan	Oddo
Jan-17	OPAS	Tessi	PixelHolding	CM CIC, Keper Cheuvreux

Sorgem Evaluation est adhérente de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants) reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 et 2 de son règlement général. Maurice Nussenbaum, associé fondateur et président de Sorgem Evaluation, est également Président de l'APEI.

Les associés de Sorgem Evaluation sont également adhérents à des associations professionnelles dans le domaine de l'expertise judiciaire (CNEJFD) et de l'évaluation (SFEV) et, à 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 de 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 financier agréé par la Cour de Cassation, et Président de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants) ;
- Thomas Hachette, Directeur de mission, diplômé de l'EDHEC, enseignant au sein de la MSc in Finance de l'EDHEC, disposant d'une expérience professionnelle de plus de dix ans dans le domaine de l'évaluation financière ;
- Pierre-Alexis Billet, Consultant senior, diplômé de KEDGE Business School, disposant d'une expérience professionnelle de plus de cinq ans dans le domaine de l'évaluation et du conseil financier ;
- Pierre-Olivier Bouet, Consultant, diplômé de l'EDHEC, disposant d'une expérience professionnelle de plus de trois ans dans le domaine du conseil financier et de l'évaluation financière.

Ce rapport a fait l'objet d'un contrôle qualité réalisé par Claire Karsenti, Associée de Sorgem Evaluation. Cette dernière est diplômée de l'EM Lyon et de l'Université de Paris Dauphine, expert financier près la Cour d'Appel de Paris et auprès des Cours Administratives d'Appel de Paris et de Versailles et chargée de cours à l'Université Paris Dauphine et à HEC Paris.

3. Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 II, 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. Nous n'avons pas réalisé de missions pour le compte de la Société dans les 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 LCGP, la Société 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 des performances historiques, des explications orales et écrites obtenues auprès du management de la Société, et des performances historiques et prévisionnelles observées sur les sociétés comparables.

De plus, les analyses présentées dans le présent rapport reposent sur des paramètres financiers (taux sans risque, primes de risque, cours et données prévisionnelles des sociétés comparables) qui sont susceptibles de varier dans le temps, notamment en fonction des conditions économiques et des anticipations des agents économiques.

IV. PRESENTATION DE LA SOCIETE

1. Présentation des activités de la Société et de leurs marchés

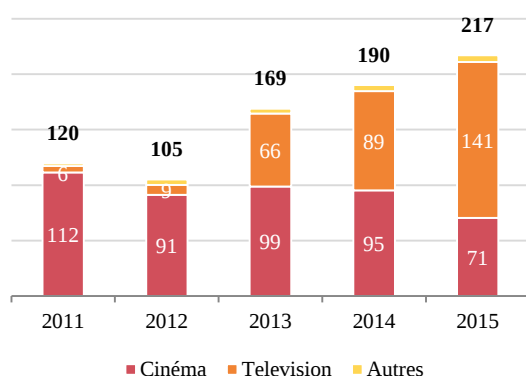
1.1 Activités de Gaumont

1.1.1. Aperçu global des activités

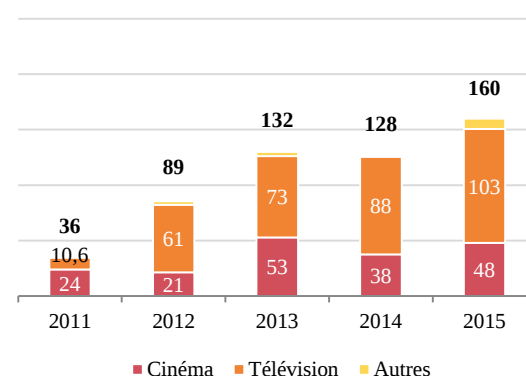
Créé en 1895, Gaumont est un acteur français emblématique du secteur du cinéma intervenant à la fois dans la production et la distribution d'œuvres cinématographiques (segment Cinéma), et dans la production et la distribution de contenus télévisuels (segment Télévision).

Historiquement présent sur le segment du Cinéma en France, Gaumont a étendu depuis 2012 ses activités au segment de la Télévision aux Etats-Unis, qui constitue aujourd'hui un axe de développement majeur, notamment grâce au succès de la série Narcos produite depuis 2015 pour Netflix.

Répartition du chiffre d'affaires par activité (M€)



Répartition des investissements par activité (M€)



En dehors de ces deux activités majeures, Gaumont est également présent dans la production et distribution de fictions télévisuelles françaises ainsi que de séries et films d'animation.

Enfin, la Société était jusqu'à présent indirectement intégrée en aval dans l'exploitation de salles de cinémas à travers sa participation de 34% dans Les Cinémas Gaumont Pathé, qui fait actuellement l'objet d'un projet de cession à Pathé.

1.1.2. Production et distribution d'œuvres cinématographiques

Sur le segment des films cinématographiques, Gaumont est susceptible d'intervenir sur l'ensemble de la chaîne de valeur amont, incluant la sélection des projets, la recherche ou la participation au financement et à la production ainsi que la distribution de l'œuvre finale auprès des exploitants.

Au niveau de la production, Gaumont, qui a longtemps privilégié le rôle de producteur délégué, préfère aujourd'hui s'associer aux projets en tant que co-producteur non délégué via des apports forfaitaires, tout en se laissant l'opportunité de déroger à cette ligne de conduite et d'assumer opportunément le rôle de producteur délégué pour les projets à plus fort potentiel.

Cette approche présente l'avantage de limiter le risque financier au seul montant forfaitaire apporté, par opposition au producteur délégué qui se porte garant du financement du film jusqu'à sa livraison effective en cas de dérapage du budget. Elle permet également de s'associer plus facilement aux projets externes les plus prometteurs que si elle cherchait à les développer en interne (en dépit d'une concurrence intense avec les autres studios français tels que Pathé ou Studio Canal).

Au niveau de la distribution, Gaumont s'assure systématiquement de la distribution des films auxquels elle participe en tant que producteur ou co-producteur. La Société demeure par ailleurs toujours propriétaire des droits des films qu'elle distribue.

Ce cumul des rôles de producteur et distributeur traduit une vision patrimoniale permettant un contrôle direct des projets auxquels la Société participe. Il permet en outre d'offrir une meilleure diversification du risque sur chaque film avec (i) des flux de revenus provenant à la fois des activités de production et de distribution (*upside* plus important) et (ii) la certitude de pouvoir exploiter les œuvres sur plusieurs cycles (catalogue).

L'exploitation des œuvres cinématographiques produites et distribuées par Gaumont, essentiellement françaises, suivent la chronologie des médias définie par la réglementation française qui impose des fenêtres d'exploitation successives en fonction des exploitants. A partir de leur sortie en salle, les films peuvent être exploités :

- après quatre mois, en vidéo physique et vidéo à la demande (VoD) ;
- après dix mois, par les chaînes de télévision payantes dont la contribution au financement des films est supérieure aux autres chaînes ;

- après vingt-deux mois, par les chaînes de télévision en clair ayant contribué au financement du film ;
- après trente-six mois, par les services de vidéo à la demande par abonnement (SVoD).

En plus de l'exploitation en France, Gaumont réalise une part substantielle de ses revenus à l'export, en vendant les droits de diffusion à des distributeurs étrangers qui les proposeront à leur tour aux différents exploitants à l'étranger.

En terme de flux de trésorerie, cela se traduit schématiquement pour Gaumont par :

- un investissement initial aux côtés des autres financeurs (producteurs, chaînes de télévision, etc.) réalisé plusieurs mois en amont des premiers revenus générés en salle à travers (i) un apport forfaitaire en tant que co-producteur et (ii) un apport en minimum garanti en tant que distributeur ;
- des revenus générés au cours du premier cycle d'exploitation :
 - > par la commission distributeurs sur les différentes fenêtres d'exploitation (salles, vidéo, export et télévision) et la récupération des frais d'édition ;
 - > par la part sur les éventuelles recettes nettes producteurs (recettes revenant aux producteurs et autres ayants-droits après remboursement du minimum garanti) lui revenant en tant que co-producteur ;
- des revenus complémentaires générés sur les cycles d'exploitation du film dans le cadre du catalogue.

Les données du CNC sur la rentabilité des films d'initiative française démontrent ainsi que, si le succès global d'un film et l'essentiel de ses revenus sont déterminés par la première fenêtre d'exploitation en salle, l'amortissement complet des films se fait en moyenne sur des cycles longs de plusieurs années.

Afin de réduire au mieux le risque important lié à chaque film, qui s'analyse comme un prototype unique soumis à des facteurs difficiles à appréhender a priori (concurrence des films en salles sur la même période, météo, contexte économique social et politique du moment au regard du sujet abordé,...), Gaumont adopte une approche d'investissement dans un portefeuille de films aux profils variés en termes de thème traité, budgets, casting, etc.

1.1.3. Production et distribution de fictions télévisuelles et d'animation

Sur le segment des fictions télévisuelles, Gaumont intervient, comme pour les films cinématographiques, en amont de la chaîne de valeur, c'est-à-dire sur la sélection des projets, leur prévente aux chaînes de télévision et leur production.

A la différence des films, dont le financement est mutualisé entre de nombreux acteurs afin de répartir le risque lié à l'incertitude sur le succès à venir, Gaumont intervient dans la production de fictions télévisuelles en tant que producteur délégué dans la mesure où le coût des fictions produites est systématiquement couvert (par la prévente aux chaînes de télévision, le soutien à la production audiovisuelle, le crédit d'impôt audiovisuel ...) avant leur mise en production.

Historiquement positionné sur les fictions télévisuelles françaises, Gaumont a investi depuis 2012 dans la production de fictions américaines afin (i) de limiter sa dépendance aux diffuseurs français très concentrés et (ii) de profiter de la forte demande mondiale de contenus liée à l'émergence des plateformes numériques indépendantes (qui recherchent des producteurs indépendants comme alternative aux studios des *majors* américains intégrés).

Contrairement aux œuvres cinématographiques qui s'amortissent sur des cycles d'exploitation de plusieurs années, les fictions télévisuelles françaises génèrent des revenus sur des cycles beaucoup plus courts, qui correspondent le plus souvent à leur première diffusion.

Les fictions américaines, bien que générant l'essentiel de leurs revenus sur des cycles plus courts que les films, offrent des débouchés plus importants grâce aux opportunités pouvant exister à l'international, leur possible extension sur plusieurs saisons et leur exploitation en vidéo et vidéo à la demande. En outre, les fictions américaines portent sur des budgets nettement plus importants que les fictions françaises en raison de leurs perspectives commerciales plus importantes.

Sur le segment de l'animation, Gaumont produit des séries destinées à la télévision et à la vidéo ainsi que des longs métrages pour le cinéma. Ce segment est fortement concurrentiel en raison de l'offre importante de contenu et du nombre restreint de créneaux de diffusion concentrés sur les périodes de vacances scolaires.

1.2 Principales tendances de marché

1.2.1. Un marché fortement impacté par les évolutions technologiques

A l'instar du marché de la musique, les évolutions technologiques liées à la numérisation du contenu et son accès en ligne ont entraîné des évolutions importantes pour la production cinématographique et audiovisuelle et constituent un élément clé influençant sur l'évolution du secteur.

La première conséquence de ces évolutions technologiques concerne le piratage d'œuvres cinématographique, dont l'effet est particulièrement visible sur le marché de la vidéo sur lequel les ventes sur support physique ont baissé de près de 60% au cours des dix dernières années en France (source : Gfk / Xerfi).

Sur ce marché de la vidéo, les innovations sur les supports physiques avec la démocratisation des offres haute définition en Blu-ray n'ont pas permis d'enrayer la baisse des volumes et des prix de vente. En outre, l'émergence des plateformes de vidéo à la demande en ligne, sur des modèles de vente à l'acte (VoD) ou plus récemment d'abonnement (SVoD), ne parviennent pas aujourd'hui à compenser la baisse des revenus sur le marché physique.

Une seconde conséquence importante des évolutions technologiques récentes concerne les investissements nécessaires pour permettre la diffusion d'œuvres numériques. Pour un distributeur disposant d'un catalogue, ces investissements se retrouvent à deux niveaux. Tout d'abord, au niveau de l'investissement dans la transformation du parc de salles de cinéma, à laquelle les distributeurs ont été tenus de participer. Ensuite, au niveau de l'investissement dans la numérisation des œuvres existantes, nécessaire pour répondre aux exigences des chaînes de télévision en la matière.

1.2.2. Un risque majeur lié aux évolutions de la chronologie du cinéma

L'émergence des technologies favorisant la numérisation des contenus et leur accès en ligne ont eu pour conséquence de radicalement changer les modes de consommation des contenus cinématographiques.

Ces changements pèsent fortement sur la chronologie des médias, qui régit en France et dans de nombreux pays les fenêtres d'exploitation possibles sur les différents médias. Ces pressions ont déjà induit une première évolution de la réglementation en France en 2009, avec un raccourcissement du délai d'exploitation d'une œuvre en vidéo à la demande de huit à quatre mois.

Les pressions continuent de s'intensifier avec des discussions importantes actuellement en cours aux Etats-Unis notamment, où les acteurs intégrés verticalement (studios et chaînes de télévision) font pression pour réduire les fenêtres d'exploitation sur les différents médias afin d'exploiter plus rapidement les œuvres sur les différents supports.

D'ailleurs, face à l'augmentation du nombre de productions sorties chaque année en salles, passées de 588 en 2009 à un record de 727 en 2016 (source : CNC), pour un niveau de fréquentation des salles globalement stable à 200 millions d'entrées par an depuis 2009 (source : CNC), certains acteurs tels que Wild Bunch ont déjà investi le segment des sorties directes en VoD (e-cinema) afin de répondre à la surabondance d'offres.

1.2.3. Des fondamentaux en baisse dans l'exploitation cinématographique

Outre la baisse du segment de la vidéo physique, aujourd'hui non compensée par la vidéo à la demande, les distributeurs et producteurs cinématographiques sont également affectés par une évolution peu favorable des segments des salles de cinéma et des chaînes de télévision.

Concernant l'exploitation en salles, la surabondance d'offres dans un contexte de stagnation du nombre d'entrées engendre une concurrence accrue pour les distributeurs, qui renchérit le coût d'exploitation des films en salles tout en augmentant l'aléa sur le succès du film (concurrence plus importante pour chaque sortie).

L'exploitation des films par les chaînes de télévision est également affectée par l'augmentation de l'offre, et notamment, au-delà des films cinématographiques, par l'offre de séries (américaines en particulier) qui sont de plus en plus demandées par les diffuseurs. Parallèlement, la baisse des recettes publicitaires dans un contexte économique peu favorable pour les chaînes de télévision affecte négativement les prix de vente aux diffuseurs.

Cette baisse des prix et des volumes au niveau des grandes chaînes est toutefois en partie compensée par les possibilités d'exploitation supplémentaires par les chaînes de la TNT qui, malgré des prix de vente très inférieurs, permettent globalement une augmentation des volumes de vente.

1.2.4. Une forte hausse de la demande de fictions télévisuelles

La demande globale de séries au niveau mondial constitue une source de croissance potentielle très importante pour les producteurs et distributeurs de fictions.

Cette tendance, notamment portée par l'émergence des plateformes numériques par abonnement (Netflix constitue aujourd'hui le premier acheteur de séries originales à l'international), constitue une opportunité de montée en puissance importante, plus particulièrement pour les studios indépendants, qui offrent pour les plateformes indépendantes une alternative intéressante aux studios intégrés à des chaînes de télévision concurrentes.

Néanmoins, les acteurs indépendants de la production et distribution pourraient être affectés par la tendance à l'intégration verticale entre les studios et plateformes (de nombreux studios intégrés avec des chaînes de télévision ont dernièrement lancé leur propre plateforme – e.g. HBO Now ou CBS All Acces), qui pourrait conduire à favoriser la production de contenus en interne directement par les diffuseurs au détriment des acteurs indépendants, par ailleurs en concurrence entre eux.

1.3 Synthèse sur les forces et faiblesses de la Société et les opportunités et menaces sur son marché

Forces	Faiblesses
✓ Acteur historique disposant d'une marque reconnue dans le cinéma ✓ Succès mondial dans la production de fictions avec Narcos produit pour Netflix lui conférant une forte notoriété dans le secteur ✓ Large catalogue bien construit permettant de proposer une offre cohérente ✓ Production et distribution intégrée permettant la valorisation d'une approche patrimoniale (propriétaire de l'ensemble des œuvres distribuées)	✓ Taille modeste comparée aux grands majors du cinéma (l'échec d'un film a un impact d'autant plus significatif sur les résultats) ✓ Forte dépendance vis-à-vis des diffuseurs, relativement peu nombreux et fortement concentrés en France ✓ Niveau de frais de structure élevés
Opportunités	Menaces
✓ Forte croissance de la demande de fictions, portée notamment par l'émergence des plateformes de streaming	✓ Risque de modification défavorable de la chronologie des médias en France ✓ Risque de diminution de la place faite au cinéma dans les grilles de programmation et de diminution du prix moyen des cessions des droits de diffusion ✓ Risque de piratage avec l'amélioration constante du débit des connexions et la numérisation des œuvres de cinéma et de déclin du marché du DVD sans remplacement présentant des conditions similaires pour la Société ✓ Risque de limitation des politiques de soutien au secteur ✓ Risques spécifiques au marché du film cinématographique, qui ne peuvent être aisément couverts (popularité des acteurs, attrait des films concurrents, météo, etc.) ✓ Risque d'intensification de la concurrence sur le segment des fictions

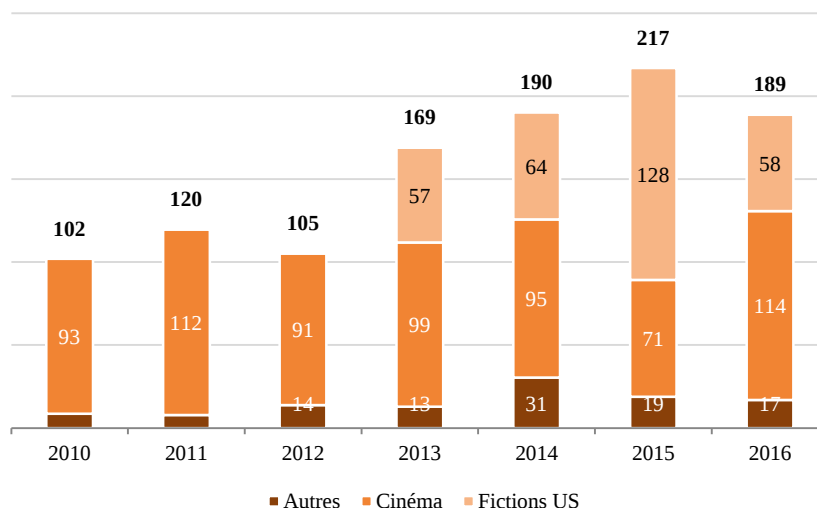
2. Analyse des caractéristiques financières de la Société

2.1 Des revenus très volatils portés par les séries américaines

2.1.1. Un relais de croissance majeur apporté par les séries américaines

Gaumont, dont le chiffre d'affaires oscillait historiquement autour de 100 M€ jusqu'en 2012, a trouvé un important relais de croissance avec la production et la distribution de fictions télévisuelles aux Etats-Unis.

Evolution des revenus par activité entre 2009 et 2016 (M€)



Source : Documents de référence Gaumont - En millions d'euros

Note : la catégorie Autres inclut pour l'essentiel la Fiction et l'Animation France

Le segment de la télévision aux Etats-Unis, extrêmement porteur du fait de la forte demande de contenus télévisuels, de la part des plateformes numériques indépendantes comme des chaînes de télévision internationales, a représenté depuis son lancement en 2013 plus de 40% du chiffre d'affaires de Gaumont (307 M€ sur 756 M€).

Néanmoins, en dépit de la forte croissance de ce segment depuis 2013, le chiffre d'affaires de l'exercice 2016 s'affiche en baisse à 67,7 M€ (contre 127,7 M€ en 2015), en raison de la baisse du nombre de séries produites, passé de deux à quatre.

Parallèlement au développement de cette nouvelle activité, Gaumont maintient un niveau d'activité globalement constant dans la production et la distribution de films cinématographiques. Dans ce domaine, l'année 2016, s'avère particulièrement exceptionnelle avec à la fois :

- un chiffre d'affaires sur les films sortis en salle en forte hausse à 30 M€ (contre 15 M€ en 2015) avec 15 films sortis pour un total de 12,2 millions d'entrées ;
- un chiffre d'affaires également en hausse à 37,1 M€ (contre 18,5 M€ en 2015) sur la vente de droits de diffusion aux chaînes de télévision, notamment grâce aux préventes aux chaînes de télévision (avec quatre films en tant que producteur délégué) ;
- des ventes à l'export là encore en hausse à 30 M€ (contre 20 M€ en 2015), portées par la vente des films sortis au cours de l'année.

2.1.2. Une forte volatilité des revenus liée au succès des sorties cinémas

Comme l'illustrent les exercices 2015 et 2016, l'évolution des revenus de Gaumont présente un profil très volatil, ceux-ci se concentrant chaque année sur un nombre relativement limité de productions (typiquement, une quinzaine de films par an et deux à quatre séries aux Etats-Unis), dont les plus importantes peuvent représenter une part très significative du chiffre d'affaires (par exemple, plusieurs dizaines de millions de dollars pour une série comme Narcos).

Bien que commune à l'ensemble des activités, cette forte volatilité des flux de revenus s'observe plus particulièrement au niveau des sorties de films nouveaux, dont les revenus sont fortement dépendants de leur succès en salle, par opposition aux revenus du catalogue, moins importants mais qui se répartissent sur un plus grand nombre de films.

Cette forte volatilité des activités cinématographiques s'explique par la nature très incertaine du succès des films avant leur sortie en salle, qui dépend en partie de facteurs imprévisibles tels que la météo. Le nombre relativement limité de sorties annuelles par Gaumont (entre dix et quinze par an) ne permet pas véritablement d'atténuer ce risque en dépit d'une stratégie active de diversification (en termes de budgets de films, thématiques abordées, castings, etc.).

Néanmoins, cette forte volatilité sur le premier cycle d'exploitation, en particulier au niveau des revenus générés en salles, est atténuée par la possibilité d'exploitation des œuvres en catalogue sur des cycles pouvant aller jusqu'à plusieurs dizaines d'années pour les plus gros succès.

En outre, si les activités de fictions ont pu présenter un profil d'évolution erratique ces dernières années en raison du lancement encore récent de cette activité aux Etats-Unis et

des budgets très importants des séries sur lesquelles travaille Gaumont, la volatilité de cette activité (i) se trouve atténuée par la possibilité de renouvellement annuel des séries et (ii) devrait se réduire pour Gaumont avec la multiplication des séries produites à moyen terme.

2.2 Des résultats essentiellement générés par le catalogue et les séries

2.2.1. Des résultats historiquement portés par le catalogue

L'analyse des résultats par activité met en évidence, comme évoqué ci-avant, le rôle fondamental joué par le catalogue dans la contribution aux résultats de Gaumont.

Résultats 2014-2016 avant frais de structure par activité

En millions d'euros	2014	2015	2016
Films nouveaux	0,1	2,0	11,9
Films catalogue	21,0	17,9	19,3
Fictions US	11,5	18,8	10,8
Fictions FR	2,5	0,4	1,3
Animation	(0,8)	2,1	2,6
Frais préliminaires	(2,7)	(4,2)	(4,1)
Résultat opérationnel production et distribution	31,6	37,0	41,8
<u>Marge opérationnelle par activité</u>			
Films nouveaux	0,2%	6,6%	17,4%
Films catalogue	61,0%	49,3%	47,2%
Fictions US	17,9%	14,7%	18,7%
Fictions FR	13,7%	8,2%	59,1%
Animation	(11,8)%	26,3%	34,7%

Note : Résultat opérationnel hors quote-part des sociétés de production mises en équivalence

Source : Management de Gaumont

Ces résultats indiquent en effet que, malgré l'importance fondamentale du succès en salle, l'amortissement d'un film se fait généralement sur des cycles s'étalant sur plusieurs années. Cette observation au niveau de Gaumont est d'ailleurs en ligne avec ce qui s'observe globalement dans le secteur de la production et distribution cinématographique¹⁴.

L'analyse des résultats sur la période 2014-2016 permet également de confirmer à la fois (i) le poids significatif aujourd'hui représenté par les séries américaines dans l'activité de Gaumont et (ii) la forte volatilité du résultat sur les sorties de films.

¹⁴ Voir notamment sur le sujet l'étude du CNC de décembre 2013 intitulée « l'économie des films Français ».

2.2.2. Des frais de structures qui pèsent sur la rentabilité globale

Les frais de structure du Groupe ont fortement augmenté au cours des dernières années, en lien avec l'effort nécessaire pour soutenir le développement de Gaumont dans ses nouvelles activités et son expansion à l'international.

Le montant très élevé de ces frais proportionnellement à l'activité conduit à fortement obérer le résultat opérationnel du Groupe, qui s'avère tout juste positif avant prise en compte des revenus générés par la redevance de marque.

Evolution des frais de structure 2014-2016

En millions d'euros	2014	2015	2016
Résultat opérationnel production et distribution	31,6	37,0	41,8
Frais de structure	(30,6)	(36,1)	(39,7)
Résultat opérationnel après frais de structure	1,0	0,9	2,1
Redevance de marque	3,8	3,7	3,8

Note : Frais de structure avant intéressement

Source : Management de Gaumont

2.3 Un besoin d'investissement permanent élevé

L'activité de Gaumont nécessite un effort d'investissement permanent très important afin d'alimenter en continu le flux de nouvelles productions chaque année. Cet investissement s'est élevé en cumulé à près de 400 M€ au cours des trois dernières années.

Flux de trésorerie simplifiée 2014-2016

En millions d'euros	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
Flux d'exploitation	143	142	132
Flux d'investissement	(131)	(150)	(114)
Flux de financement	10	(10)	(20)
Variation globale de trésorerie	22	(18)	(2)

Source : Document de référence Gaumont

Pour financer ces investissements importants, Gaumont dispose, en dehors de ses fonds propres (qui totalisent à fin 2016 243 M€ de réserves cumulées) de sources de financement externes diversifiées qui incluent principalement :

- un financement obligataire de 60 M€ à fin décembre 2016 ;
- une ligne de crédit renouvelable de 125 M€ tirée à hauteur de 65 M€ à fin 2016 ;
- des dispositifs de mobilisations de créances, notamment aux Etats-Unis, qui totalisent 40 M€ à fin 2016 ;
- des crédits de production aux Etats-Unis garantis par les actifs produits qui s'élèvent à 41 M€ à fin décembre 2016.

Bilan simplifié 2014-2016

En millions d'euros	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
Actifs corporels	32	40	48
Actifs incorporels	171	172	160
Actifs financiers	210	222	228
Besoin en fonds de roulement	25	52	55
Capitaux employés	439	486	492
Capitaux propres	252	269	277
Intérêts minoritaires	3	3	3
Provisions	6	7	7
Dette financière nette	178	207	205
Capitaux investis	430	486	492

Source : Document de référence Gaumont

3. Incidences sur les travaux de valorisation

L'analyse des activités de la Société, des tendances observées sur ses marchés et de ses caractéristiques financières a permis de mettre en évidence des profils de croissance, de volatilité des flux, de niveau de rentabilité et de risques très différents en fonction de l'activité étudiée. Nous retenons notamment les éléments suivants :

- dans un contexte de forte croissance de la demande de fictions, notamment aux Etats-Unis, les activités de Gaumont dans ce domaine, et en particulier de sa filiale américaine, semblent présenter un profil de croissance plus prometteur que ses activités dans le cinéma ;
- en dépit d'une concurrence intense sur ce segment, les activités de production et distribution de fictions télévisuelles présentent un risque financier limité en raison de l'approche développée par Gaumont, qui, bien qu'intervenant en tant que producteur délégué, ne prend le risque de production qu'une fois la série vendue au diffuseur et le financement bouclé ;
- à l'inverse, en dépit de l'approche de Gaumont qui a privilégié les apports forfaitaires dans la production et la distribution d'œuvres cinématographique, ces activités présentent un risque élevé en raison des aléas importants pouvant affecter le succès d'un film (météo, notoriété des acteurs au moment de la sortie du film, contexte politique et social, etc.), qui nécessitent une mutualisation des financements avec de nombreuses parties prenantes ;
- bien que fortement dépendant des revenus générés lors de leur premier cycle d'exploitation, et en particulier au moment de leur sortie en salles, l'exploitation des films en catalogue permet de diversifier le risque à long terme sur les œuvres cinématographiques, en offrant des opportunités d'exploitation s'étalant sur plusieurs années.

Cette situation justifie une approche de valorisation par la somme des parties permettant de prendre en compte les spécificités propres à chaque périmètre d'activité de Gaumont, à la fois en termes de marché (œuvres cinématographiques, fictions télévisuelles et animation) et de zone géographique adressée (Europe et Etats-Unis).

De plus, l'importance des frais de structure, point d'attention important évoqué par le management de la Société, et leur non-affectation dans la comptabilité analytique de Gaumont, rendent nécessaires une valorisation séparée de ceux-ci dans l'optique d'une approche par la somme des parties.

V. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE

Afin d'apprécier l'équité du Prix d'Offre, nous avons estimé la valeur des titres de la Société au 27 février 2017.

Nous avons retenu à titre principal une méthode par la somme des parties (3.). Dans cette méthode, les parties ont été valorisées selon la ou les méthodes qui nous paraissaient les plus pertinentes (méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, référence transactionnelle, méthode par capitalisation du revenu locatif).

A titre purement indicatif, nous avons analysé le cours de bourse (4.).

Nous exposons au préalable les raisons pour lesquelles nous avons écarté certaines méthodes et références (1.) et les éléments retenus pour le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action (2.).

1. Méthodes et références écartées

1.1 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 dividende régulière et représentative de leur capacité de distribution.

Eu égard à l'absence de visibilité sur la future politique de distribution de dividendes de la Société, cette méthode a été considérée comme non pertinente.

1.2 Méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs

Cette méthode consiste à actualiser les flux de trésorerie futurs attendus et est usuellement retenue pour évaluer des sociétés.

Cette méthode n'a pas été mise en œuvre globalement, compte tenu des différences de dynamiques et de risques qui peuvent exister entre les différentes activités de la Société. Cette méthode a été retenue pour estimer, de manière séparée, la valeur du Catalogue, la valeur de l'activité de production et de distribution de films (films non inclus dans le Catalogue), de séries, la valeur actualisée des frais de structure et la valeur des redevances de marque.

1.3 Référence au prix d'une transaction récente sur le capital

Nous n'avons pas identifié de transactions récentes portant sur les actions de Gaumont (augmentation de capital, cession de bloc représentant une part substantielle du capital).

1.4 Référence aux objectifs de cours des analystes financiers

La Société Gaumont n'étant suivie par aucun bureau d'analystes financiers, nous n'avons pas retenu cette référence d'évaluation.

1.5 Méthode des multiples boursiers

Cette méthode consiste à appliquer à la Société les multiples moyens ou médians observés sur un échantillon de sociétés comparables cotées.

Nous avons procédé à une analyse des sociétés cotées présentes sur des activités de production et de distribution de films et de séries.

Nous avons notamment identifié les sociétés cotées suivantes : Entertainment One, Europacorp, Lions Gate Entertainment, Pantaleon Entertainment, Leone Film, Mondo TV, Highlight Communications, Splendid Medien, Xilam Animation, Constantin Medien, Wild Bunch, AMC Networks, CBS, Discovery Communications, Scripps Networks, Walt Disney Co, Time Warner, Toho, Twenty-First Century Fox, Viacom.

Beaucoup des sociétés cotées identifiées présentent une diversification qui n'est pas comparable avec Gaumont : certaines peuvent détenir des chaînes de télévision ou des régies publicitaires, d'autres sont spécialisées dans la production de programmes télévisuels (jeux, documentaires, etc.), d'autres encore ont pu se diversifier sur des secteurs complètement différents (parcs d'attraction par exemple).

En outre, la taille et la zone de marché adressée sont généralement différentes de Gaumont. Des cessions ou acquisitions récentes peuvent également rendre les multiples d'un certain nombre de sociétés cotées identifiées inexploitables.

Par ailleurs, le mix d'activités (part représentée par le catalogue de films, celle relative à la production ou la distribution de films ou de séries) et le *pipe* de films peuvent également différer, engendrant des différences de dynamiques et risques d'activité.

Enfin, la Société, hors prise en compte de la quote-part du résultat de LCGP, a réalisé historiquement des résultats limités, ce qui rend difficile l'application d'une méthode fondée sur des multiples de résultat.

Pour l'ensemble des raisons invoquées ci-dessus, il n'a pas été possible d'identifier un échantillon de sociétés comparables, même resserré, sur lequel les multiples de valorisation observés seraient pertinents pour valoriser la Société.

Nos recherches et analyses de notes d'analystes financiers suivant les sociétés cotées du secteur ont cependant été mises à profit dans le cadre de l'analyse de valeur par l'actualisation des flux de trésorerie : nous indiquons dans notre rapport les paramètres d'évaluation usuellement retenus par les analystes financiers sur le secteur dans leurs valorisations par l'actualisation des flux de trésorerie.

Nous présentons en annexe de ce rapport des données sur l'activité d'un certain nombre de sociétés cotées du secteur, ainsi que les multiples de valorisation.

1.6 Méthode des transactions comparables

La mise en œuvre de cette méthode se heurte souvent à la difficulté d'obtenir les informations nécessaires au calcul des multiples. Dans le cas d'espèce, la mise en œuvre d'une telle méthode trouve également ses limites dans les raisons invoquées concernant la pertinence limitée de l'approche par les multiples boursiers (cf. paragraphe **V.1.5.**).

Par ailleurs, dans le cadre de notre analyse de l'équité, nous avons considéré que la valorisation des actions de la Société devait se faire sans prime de contrôle alors que les multiples de transactions comportent le plus souvent de telles primes¹⁵.

Cette méthode n'est pas retenue à titre principal.

Nous présentons néanmoins en annexe de ce rapport les transactions que nous avons analysées, ainsi que les multiples moyens et médians ressortant de notre analyse.

¹⁵ Qu'il conviendrait donc de retraiter si la méthode était appliquée, ce qui ne pourrait se faire que de manière forfaitaire et approximative.

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

2.1 Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des titres

Sur la base des comptes au 31 décembre 2016, le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des titres de la Société nécessite de prendre en compte un ajustement négatif d'un montant de **268 M€**.

Tableau à insérer	31/12/2016
(-) Dette financière nette	(205)
(-) Dette financière	(214)
(+) Trésorerie	9
(-) Autres ajustements à caractère de dette	(5)
(-) Provisions pour retraite	(4)
(-) Provisions pour litige	(1)
(-) Intérêts minoritaires	(36)
(-) Intérêts minoritaires Gaumont TV US	(33)
(-) Autres intérêts minoritaires	(3)
(+) Actifs mis en équivalence	1
(-) Autres ajustements	(23)
(-) Valeur des stock-options	(3)
(-) Retraitement des impacts fiscaux	(27)
(+) Retraitement du loyer de Neuilly	4
(+) Ajustement lié à la date de valorisation ¹⁶	3
Passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Titres	(268)

La dette financière nette de la Société, d'un montant de **205 M€**, est constituée :

- des dettes financières pour 214 M€ ; minorée

¹⁶ La valorisation au 27 février 2017 a été inférée de l'estimation de la valorisation au 31 décembre 2016, sur la base du raisonnement suivant : du moment que les performances réelles de l'entreprise et ses perspectives restent les mêmes que celles retenues dans les analyses DCF (i.e. pas de bonnes ou mauvaises surprises), le taux de croissance de la valeur des fonds propres entre le 31 décembre 2016 et le 27 février 2017 correspond au coût des fonds propres sur la période considérée.

- de la trésorerie et des valeurs mobilières de placement d'un montant de 9 M€.

Les autres ajustements à caractère de dettes, d'un montant global de **63 M€**, appellent plusieurs commentaires :

- les provisions à caractère de dette retenues correspondent aux provisions pour retraites et provisions pour litiges, retenues pour leur valeur comptable (de respectivement 4M€ et 1 M€) ;
- les intérêts minoritaires relatifs à Gaumont TV Inc ont été valorisés à partir de la valeur de marché ressortant de notre analyse DCF sur le périmètre ;
- les autres intérêts minoritaires, qui correspondent à la part revenant aux actionnaires minoritaires de Gaumont Pathé Archives ont été retenus pour leur valeur comptable ;
- les actifs mis en équivalence, qui correspondent aux participations de Gaumont dans les sociétés Lincoln Cinema Associates et LGM ont été retenus pour leur valeur comptable ;
- les titres pouvant diluer le capital, à savoir des stock-options au nombre de 146.913 au 28 février 2017, toutes exerçables, ont été valorisées par nos soins sur la base d'un modèle binomial sur la base du Prix d'Offre, d'une volatilité attendue de 20%, d'une durée de vie résiduelle de 15 ans¹⁷, d'un taux sans risque de 1% et d'une marge de repo de 2% ;
- dans les analyses de valeur des parties françaises bénéficiant de l'intégration fiscale et valorisées sur la base d'une méthode par actualisation des flux de trésorerie attendus, un impôt égal à 34,43% des flux attendus a été, par construction, retenu. La consolidation des flux d'impôt de chaque partie ne correspond pas à notre estimation de l'impôt que la Société devrait payer dans le futur¹⁸. A moyen / long terme, la consolidation de l'ensemble des flux de trésorerie de chaque activité (méthode DCF par partie) fait ressortir un niveau d'impôt légèrement négatif¹⁹, alors que nos

¹⁷ Les stock-options ont une durée de vie résiduelle très longue (proche de 30 ans), mais leur levée est soumise à la condition que le bénéficiaire soit salarié de la Société (ou de l'une de ses filiales) au moment de la levée d'option (un délai limité est accordé en cas de décès du bénéficiaire).

¹⁸ Nous soulignons à ce titre que le niveau d'impôt sur les sociétés que la Société devrait être amenée à payer dans le futur est limité du fait notamment des déficits reportables. Nous soulignons également que la Société peut bénéficier de crédit d'impôt cinéma (le crédit d'impôt cinéma bénéficie aux sociétés de production qui réalisent sur le territoire français les travaux d'élaboration et de production de leurs œuvres cinématographiques) et de régimes d'amortissement dérogatoire.

¹⁹ L'impôt négatif, résultat purement calculatoire, serait un paiement de l'Etat à la Société.

estimations au niveau du flux d'impôt nous amène à considérer un impôt quasi-nul. Nous avons donc retenu, à ce titre, un ajustement négatif de la Valeur d'Entreprise.

2.2 Nombre de titres pris en compte

Le capital de la Société se composait au 28 février 2017 de 4.280.871 actions (les titres de capital, instruments financiers ou droits susceptibles de diluer ce nombre d'actions ont été valorisés à part et ont donné lieu à un ajustement de la Valeur d'Entreprise). Le nombre d'actions auto-détenus au 28 février 2017 s'élevait à 5.317. Nous avons ainsi considéré un nombre total d'actions net des actions auto-détenues égal à **4.275.554**.

3. Méthode d'évaluation par la somme des parties

3.1 Principe

La méthode d'évaluation par la somme des parties (*sum of the parts* en anglais) consiste à évaluer un groupe présentant des activités aux caractéristiques différentes en sommant dans une logique patrimoniale la valeur de ces différentes activités, estimées en utilisant la ou les méthodes d'évaluation qui paraissent les plus pertinentes pour valoriser chacune d'entre elles. Il faut ensuite enlever la valeur actuelle des frais de structure et l'endettement net consolidé. Cette méthode peut être vue comme une forme d'actif net réévalué.

Comme indiqué dans le tableau ci-dessous qui présente les différentes parties valorisées séparément et la méthode d'évaluation retenue pour chacune :

- les activités opérationnelles de Gaumont dans la production et la distribution cinématographique et audiovisuelle ont été valorisées à partir de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie attendus ;
- l'activité de production et distribution aux Etats-Unis a été valorisée à la fois à partir de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs et d'une référence transactionnelle sur le capital de l'entité portant cette activité ;
- les activités immobilières ont été valorisées à partir de la capitalisation du revenu locatif déterminée sur la base d'expertises immobilières ;
- la participation dans LCGP a été valorisée sur la base du produit de cession attendu d'après le prix proposé par Pathé.

Partie	Méthode de valorisation
Production & distribution de films (films non inclus dans le catalogue valorisé à part)	DCF
Catalogue de films	DCF
Production & distribution de séries télé en France	DCF
Production & distribution de séries télé aux Etats-Unis	DCF et référence transactionnelle
Production & distribution d'animations en France	DCF
Production & distribution d'animations aux Etats-unis	DCF
Redevances de marque	DCF
Frais de structure	DCF
Participation dans LCGP	Prix proposé dans le projet de cession à Pathé
Immobilier	Capitalisation du revenu locatif, sur la base d'expertises immobilières

Note : « DCF » fait référence à la méthode d'actualisation des flux de trésorerie attendus, ou *Discounted Cash Flows* en anglais.

3.1.1. Principe de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)

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 issue de cette méthode est constituée (i) de 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 (ii) de la valeur actualisée de la valeur terminale (le cas échéant).

Cette méthode requiert de déterminer :

- les résultats prévisionnels ;
- les investissements et le besoin en fonds de roulement ;
- le taux d'actualisation ;
- les hypothèses de calcul de la valeur terminale.

La méthode d'actualisation des flux futurs a été mise en œuvre par activité, en considérant de manière séparée :

- la valeur des flux de trésorerie futurs revenant à l'ensemble des apporteurs de capitaux, qui ont été actualisés à un taux sur fonds propres déterminé sur la base d'une structure financière sans dettes ;
- la valeur actualisée des économies d'impôts générées par l'endettement (la valeur actuelle des flux d'impôts a été prise en compte de manière séparée, afin de prendre en compte les spécificités fiscales de la Société, et notamment l'existence d'un déficit reportable²⁰).

²⁰ Au 31 décembre 2015, les reports déficitaires indéfiniment reportables du groupe d'intégration fiscale Gaumont sur lesquels il existe une probabilité d'imputer des bénéfices futurs d'élevaient à 80 M€.

A noter que, dans le cadre de l'approche d'évaluation retenue, **les valeurs allouées à chaque activité ne correspondent pas nécessairement à leur valeur de marché**. En effet, les frais de structure relatifs à chaque activité ont été regroupés et valorisés séparément, et un taux d'imposition théorique a été retenu sur chaque partie valorisée. Ce flux d'impôt n'est pas représentatif de l'impôt qui serait effectivement payé par chaque activité dans une vision *stand-alone*, du fait notamment de la non-allocation des frais de structure, des spécificités fiscales pouvant exister sur l'activité, des déficits reportables existants. L'ensemble de ces éléments (valeurs des frais de structure, valeur de la différence entre les flux réels d'impôts attendus et les flux théoriques inclus dans les plans d'affaires par activité) ont été valorisés séparément, de sorte que la somme de l'ensemble des valeurs calculées corresponde bien à la Valeur d'Entreprise de la Société.

3.1.2. *Principe de la référence transactionnelle*

Lorsqu'une transaction récente sur le capital d'une société a lieu, l'analyse de ces conditions est importante pour estimer si elle peut constituer une référence pertinente d'évaluation de la valeur intrinsèque de la société. Les éléments qui sont notamment à prendre en compte dans l'analyse sont les conditions de l'acquisition (conditions de paiement, pourcentage acquis, conditions de négociation spécifiques, etc.) et les événements ayant pu avoir lieu depuis la date de la transaction (évolution de l'activité, de ses perspectives et des marchés financiers).

3.1.3. *Principe de la méthode de capitalisation du revenu locatif*

La méthode d'estimation par capitalisation du revenu locatif, usuellement retenue pour valoriser des actifs immobiliers, est fondée sur le postulat que la valeur d'un bien est en relation avec le revenu qu'il procure ou peut procurer. Les experts immobiliers comparent le bien étudié au marché de la location de locaux similaires, afin d'estimer le loyer de marché. Un taux de rendement de marché est ensuite estimé, afin d'apprécier la valeur de marché de l'actif immobilier à l'étude. La valeur de marché, i.e. le prix auquel il est estimé que le bien pourrait être vendu sur le marché, est estimée en déduisant les droits (on parle de « valeur hors droits »). En l'espèce, le rapport de l'expert Robine définit la valeur vénale de l'ensemble immobilier par référence à la valeur hors droits.

3.2 Mise en œuvre des méthodes d'actualisation des flux de trésorerie futurs

3.2.1. Présentation des prévisions retenues

a) Sources d'informations utilisées

Pour l'ensemble des entités opérationnelles évaluées à l'exception du Catalogue, notre évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie futurs se fonde sur le budget 2017 préparé par le Management sur la base des estimations production par production. Ce budget, présenté au Conseil d'Administration de Gaumont en novembre 2016 inclut également des prévisions pour les exercices 2018 et 2019.

Les prévisions présentées dans ce document ont été ajustées de certains éléments communiqués par le Management en fonction des évolutions constatées par celui-ci depuis novembre 2016.

Nous avons extrapolé ces prévisions sur une période de six années complémentaires pour les faire converger vers nos hypothèses normatives.

Concernant le Catalogue, l'évaluation repose sur les prévisions préparées par le Management de Gaumont et le tiers expert mandaté pour l'évaluation du catalogue dans le cadre du calcul des covenants bancaires de la Société.

Les prévisions présentées ci-dessous et leur extrapolation prennent en compte la cession de la participation de 34% de Gaumont dans LCGP. L'impact potentiel de la cession de la participation de LCGP (e.g. : la fin des versements de dividendes) est appréhendé dans la valeur retenue pour LCGP dans la somme des parties, qui correspond au prix proposé par Pathé pour le rachat de la participation (voir paragraphe V.3.1 ci-avant).

b) Présentation des prévisions 2017 - 2019

Synthèse des hypothèses structurantes retenues par le Management

Les principales hypothèses structurantes ressortant du budget 2017 et des prévisions 2018 et 2019 préparées par le Management incluent :

- un atterrissage de l'activité Films Nouveaux à un niveau légèrement inférieur à la moyenne historique 2014-2016 dès 2018 ;

- une très forte croissance de l'activité Fictions aux Etats-Unis permettant de multiplier le résultat 2016 par un facteur de près de cinq à horizon 2019 grâce à un rythme de quatre productions par an dès 2018 ;
- une forte croissance de l'activité Fictions en France et en Europe grâce au lancement d'une nouvelle série en France et deux séries en Europe, permettant de dégager une marge opérationnelle positive dès 2017 ;
- une forte croissance de l'activité Animation en France, qui devrait permettre de dégager un résultat légèrement positif dès 2017 ;
- le lancement de l'activité Animation aux Etats-Unis, qui devrait générer une première année de bénéfice en 2019 après trois ans de pertes liées au lancement de l'activité ;
- un maintien des frais de structure Holding à leur niveau 2016 après la forte augmentation des années précédentes, nécessaire pour soutenir l'effort de diversification des activités ;
- les hypothèses d'investissement ont été déterminées sur la base des prévisions de chiffre d'affaires en s'assurant de la cohérence de la relation historiquement constatée entre les deux éléments ;
- une hypothèse de variation du besoin en fonds de roulement (BFR) nulle, considérant (i) que l'essentiel de la trésorerie mobilisée pour le développement des projets est déjà prise en compte par l'effort d'investissement et (ii) que les effets de BFR, extrêmement dépendants des résultats des films, s'inscrivent dans des cycles très volatils sur des horizons court-terme et sont difficilement prévisibles à moyen et long terme.

Prévision de l'activité Cinéma

L'évaluation de la partie Cinéma ayant été scindée entre le Catalogue et les Films nouveaux, les frais de structure attribuables à l'ensemble de l'activité Cinéma (qui contribuent à la fois au développement du Catalogue et des Films nouveaux) ont été valorisés à part afin de mieux analyser la contribution des Films nouveaux à la valeur globale de l'activité. Nous présentons donc ci-dessous les prévisions concernant les Films nouveaux. Les prévisions concernant les frais de structure de l'activité Cinéma & Catalogue sont présentés dans la partie sur les frais de structure globaux.

Après une très bonne année 2016, le Management anticipe une baisse du chiffre d'affaires en 2017 puis 2018 pour atteindre un niveau comparable à la moyenne constatée sur la période 2014-2016 et un résultat légèrement positif avant frais de structure.

Concernant le Catalogue, les prévisions ont été établies sous l'hypothèse d'une exploitation sur quinze ans, à l'exception des films les plus importants pour lesquels une rente complémentaire a été calculée au-delà. Des hypothèses spécifiques ont été retenues pour chaque film en fonction de l'historique de ses ventes, de la durée de ses cycles d'exploitation, de l'érosion des revenus sur chaque cycle et des taux de reversements aux ayants-droits.

Le résultat du Catalogue (indiqué à titre informatif, celui-ci étant directement valorisé sur la base des flux d'encaissement et décaissement) est attendu en forte baisse en 2017, à un niveau légèrement inférieur à son niveau de 2015.

A noter que le budget 2017 du Management sur la partie Films Nouveaux a été ajusté pour tenir compte de recettes liées à des films sortis en 2016 initialement inclus dans les flux utilisés pour la valorisation de la partie Catalogue.

Prévision de l'activité Fictions aux Etats-Unis

Le Management prévoit une hausse du chiffre d'affaires à plus de 160M€ avec un nombre de séries produites porté de deux à quatre dès 2018.

Le résultat est attendu en forte hausse à horizon 2019 à un niveau de l'ordre de 7% du chiffre d'affaires, en ligne avec la moyenne constatée sur la période 2014-2016.

A noter que le Management inclut une économie liée au déficit reportable de sa filiale américaine lui conférant une exonération d'impôt en 2017 et 2018.

Prévision de l'activité Fictions en France et en Europe

Le chiffre d'affaires est attendu en forte hausse à 10M€ dès 2017 sur le seul périmètre français, puis plus de 20M€ à horizon 2019 grâce au lancement de deux nouvelles séries en Europe.

Cette forte hausse de l'activité devrait permettre d'atteindre un niveau de marge opérationnelle positif de l'ordre de 10% du chiffre d'affaires.

Prévision de l'activité Animation en France

L'activité Animation France est attendue en forte hausse grâce à la poursuite des productions à succès puis au lancement de nouvelles productions à horizon 2019.

Cette hausse de l'activité devrait permettre de générer un résultat légèrement positif sur le périmètre dès 2017.

Prévision de l'activité Animation aux Etats-Unis

L'activité a été lancée en 2016 et le Management prévoit la livraison d'une première production aux Etats-Unis en 2018, puis deux supplémentaires en 2019.

Sur cette base, le résultat de l'activité est attendu légèrement positif dès 2019, après trois années de pertes liées au lancement de l'activité.

Prévision d'évolution des frais de structure Holding

Après une augmentation substantielle des frais de structure entre 2014 et 2016 (d'une dizaine de millions d'euros), le Management prévoit un maintien des frais de structure à horizon 2019 à un niveau proche du niveau actuel.

Ceci s'explique par le fait que, après avoir augmenté les frais de structure pour soutenir le développement des activités nouvelles de la Société, notamment à l'international, celle-ci à aujourd'hui atteint un effet de seuil lui offrant une base de développement importante de l'activité sans augmentation supplémentaire de la structure.

A moyen terme (horizon 2020), le Management nous a indiqué que le niveau des frais de structure restait un point d'attention important en raison du levier opérationnel élevé qu'ils impliquent et avoir déjà envisagé des ajustements possibles sur ceux-ci à partir de l'exercice 2020.

Prévision des revenus lié à la redevance de marque

Le management anticipe une baisse des revenus liés à l'utilisation de la marque Gaumont par Les Cinémas Gaumont Pathé en raison de la conversion prévue de plusieurs cinémas Gaumont sous l'enseigne Pathé sur l'horizon du plan.

Sur la base d'un contrat récent signé avec LCGP, des redevances de marque devraient être perçues jusqu'en 2023.

c) Extrapolation sur la période 2020 - 2025 et hypothèses normatives

L'extrapolation 2020-2025 des prévisions préparées par le Management repose sur les principales hypothèses suivantes :

- un niveau d'investissement de l'activité Films Nouveaux en croissance progressive jusqu'à atteindre 2% de croissance annuelle en 2025, avec un chiffre d'affaires qui augmente progressivement jusqu'à atteindre un multiple de 1,3 fois l'investissement en 2025 ;
- une croissance de l'activité Fictions aux Etats-Unis qui diminue pour atteindre 2% à horizon 2025, avec un montant d'investissement progressivement réduit à 80% du chiffre d'affaires ;
- une croissance de l'activité Fictions en France et en Europe qui décroît progressivement pour s'établir à 2% en 2025, avec un montant d'investissement égal à 87,5% du chiffre d'affaires dès 2020 ;
- une croissance de l'activité Animation en France et progressivement ramenée à 2% en 2025, avec un investissement stable à 85% du chiffre d'affaires ;
- une croissance de l'activité Animation aux Etats-Unis progressivement ramenée à 2,5% à horizon 2025, avec un investissement stable à 85% du chiffre d'affaires ;
- des frais de structure affichant une croissance nulle, pour tenir compte du point d'attention évoqué par le Management sur les frais de structure qui envisage des ajustement à horizon 2020 (la limitation des frais de structure, du fait de leur niveau élevé comparé aux résultats générés par les activités en Europe apparaît comme un enjeu majeur, mais ne devrait voir ses effets que sur le long terme du fait de leur

nature²¹ et du mode de fonctionnement qui n'a pas vocation à changer à court ou moyen terme).

d) Taux de croissance retenu

Nous avons retenu des taux de croissance différenciés pour les activités américaines et françaises afin de tenir compte de la plus forte dynamique de croissance sur le segment des Fictions et de l'Animation aux Etats-Unis (par ailleurs sous-tendu par un taux d'inflation plus important pour les Etats-Unis – 2,3% contre 1% en Europe à horizon 2025 d'après les prévisions du FMI).

Nous retenons un taux de croissance à long terme de 2,5% pour les activités de Fiction et d'Animation aux Etats-Unis. Ce taux s'inscrit dans le haut de la fourchette des taux de croissance long terme retenus par les analystes pour des sociétés opérant dans le secteur de la production et la distribution de films et séries aux Etats-Unis (taux allant de 0,8 à 3,0% pour les notes d'analystes étudiées)²².

Nous retenons un taux de croissance à long terme de 2,0% pour les activités de Fiction et d'Animation en France. Ce taux s'inscrit dans le haut de la fourchette des taux de croissance long terme retenus par les analystes pour des sociétés opérant dans le secteur de la production et la distribution de films et séries pour des sociétés européennes (taux allant de 0,0% à 2,5% pour les notes d'analystes étudiées)²³.

Pour les frais de structure valorisés à part (i.e. les frais de structure Holding et les frais de structure de l'activité Cinéma), nous retenons un taux de croissance nul, dans la mesure où, comme expliqué ci-avant, (i) la réduction des frais de structure à moyen et long terme fait partie des points d'attention clairement évoqués par le Management et (ii) nous constatons qu'après retraitement du résultat généré par la participation dans LCGP, ceux-ci conduisent aujourd'hui à un résultat limité.

²¹ Les frais de structure sont essentiellement assis sur des contrats à long terme (la majeure partie des frais de structure est relative à des frais de personnel).

²² Nous avons étudié 11 notes d'analystes publiées en 2016 et 2017 pour les sociétés LionsGate, CBS (lorsqu'une information spécifique à sa filiale CBS Films était disponible) et Entertainment One. Il ressort de ces notes 5 références de taux de croissance qui s'établissent entre 0,8 et 3% (voir le détail en annexe).

²³ Nous avons étudié 17 notes d'analystes publiées en 2016 et 2017 pour les sociétés EuropaCorp, Entertainment One, Pantaleon Entertainment, Xilam Animation, Mondo TV, Splendid Medien, Wild Bunch et ITV Studios. Il ressort de ces notes 11 références de taux de croissance qui s'établissent entre 0,0 et 2,5% (voir le détail en annexe).

3.2.2. Détermination des taux d'actualisation

a) 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.

Compte tenu de l'approche mise en œuvre, qui distingue les flux par activité et les flux d'impôts, les taux d'actualisation retenus correspondent à notre estimation du coût des fonds propres sans dette, relatif à chaque activité. L'impact de l'endettement sur les flux d'impôt (déductibilité des intérêts) a été pris en compte à part²⁴.

Le coût des fonds propres K_{FP} , pris en compte, a été déterminé à partir du Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) où :

$$K_{FP} = R_f + \beta \times \text{prime de risque moyenne du marché action} + \text{prime de risque éventuelle}$$

Avec :

R_f	Taux sans risque
Prime de risque pays	Cette prime vient rémunérer le risque supplémentaire supporté par l'ensemble des entreprises d'un pays (risque politique, risque monétaire, etc.)
β	Béta des actions de la société
Prime de risque moyenne du marché	Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché action dans son ensemble et le taux sans risque
Prime de risque éventuelle	Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille ou à une prime de risque pays

Chacun des paramètres utilisés pour la construction du taux d'actualisation a été déterminé de façon différencié en fonction des caractéristiques propres à chacune des activités évaluées. Nous présentons à la fin de cette partie une synthèse des paramètres retenus pour chacune des activités.

²⁴ Les flux d'impôt ont été actualisés à un taux moyen pondéré en fonction de la contribution des différentes activités à l'écart d'imposition constaté entre les flux projetés dans les DCF et les flux réels attendus (au cas d'espèce, la sensibilité de l'évaluation au taux d'actualisation est limitée).

b) Taux sans risque

Activités françaises et européennes & catalogue

Nous avons retenu pour les activités françaises et européennes ainsi que pour les frais de structure un taux sans risque égal à la moyenne 3 mois des obligations d'état françaises d'une maturité de 10 ans (OAT 10 ans).

Ce taux s'établit à 0,9% à fin février 2017 (source : Bloomberg).

Activités américaines

Nous avons déterminé le taux sans risque des activités américaines à partir :

- de la moyenne 3 mois des obligations d'état américaines d'une maturité de 10 ans ;
- ajustée du différentiel d'inflation observé entre les Etats-Unis et la France afin de tenir compte du fait que les flux actualisés sont en euros.

Sur la base d'un taux des obligations d'état américaines de 2,4% à fin février 2017 (source : Bloomberg) et d'une anticipation d'inflation à cinq ans de 1% en France et 2,3% aux Etats-Unis (source : FMI), le taux sans risque retenu s'élève à 1,1%.

Activités internationales

Pour les activités internationales (limitée à l'activité Cinéma), nous avons déterminé une moyenne des taux sans risque de chacune des zones géographiques concernées en fonction de leur poids dans le chiffre d'affaires total de l'activité.

Les taux sans risque de la France et des Etats-Unis correspondent aux taux calculés ci-avant. Les taux sans risque des zones Asie et Afrique ont été calculés en appliquant une prime de risque pays sur le taux de référence américain (source : Damodoran).

Le taux sans risque de ces activités ressort à 1,3%.

c) Bêta

Approche retenue

A l'exception des frais de structure et de la redevance de marque, nous avons déterminé le beta des différentes activités à partir :

- de la fourchette ressortant de l'analyse des betas d'un échantillon de comparables qui ressort entre 0,8 et 1 avec une médiane de 0,9 ;
- que nous avons ensuite ajusté à partir d'éléments qualitatifs pour tenir compte des facteurs communément considérés comme influençant le risque systématique²⁵ (sensibilité du volume d'activité à la conjoncture économique, degré de levier opérationnel et levier financier) spécifiques à chacune des activités.

Détermination des beta pour les activités opérationnelles

Nous avons considéré un beta en haut de fourchette égal à 1 pour les activités de Cinéma, dans la mesure où la visibilité sur les résultats futurs de cette activité est limitée (malgré l'effort de diversification sur les films produits et distribués et l'expérience de la Société dans le domaine, le caractère aléatoire de la réussite d'un film demeure élevé et peut peser sur les résultats).

A l'inverse, nous avons retenu pour le Catalogue²⁶ un beta de 0,6, en dessous de la borne basse de la fourchette, afin de tenir compte de la moindre sensibilité de cette activité aux fluctuations économiques et de la bonne visibilité qu'on peut avoir sur les flux futurs. En effet, cette activité repose sur un catalogue de films connus et diversifié.

Pour les activités de Fiction et d'Animation, nous avons retenu le beta médian, considérant une situation de risque intermédiaire entre les activités de Cinéma et de Catalogue, dans la mesure où les séries sont pré-vendues aux chaînes et ont une probabilité significative d'être renouvelées (plusieurs saisons).

²⁵ Rubinstein, Mark E., A mean-variance synthesis of corporate financial theory, The Journal of Finance, Vol. 28, No. 1. (Mar., 1973), pp. 167-181

²⁶ Pour le Catalogue, deux taux d'actualisation ont été retenus : un taux faible (correspondant à un taux de rendement d'obligations) a été appliqué aux ventes signées et un taux plus élevé (sur la base du bêta indiqué ici, soit 0,6) pour les flux résultant de ventes non encore signées.

Détermination du beta des redevances et frais de structure

Pour les frais de structure et les redevances, nous retenons une approche différente fondée sur la comparaison avec des secteurs disposant de flux de trésorerie en partie fixées contractuellement sur un horizon pluriannuel, ce qui nous semble être une caractéristique commune à ces deux éléments (base contractuelle pour la redevance, assise sur un chiffre d'affaire lui-même peu volatil – frais de structure surtout fondés sur des contrats à long terme, et en particulier composés en grande partie de frais de personnel).

Nous avons ainsi retenu un beta de 0,5, correspondant au beta sectoriels d'activités peu risquées tels que le secteur des *utilities* (source : Damodoran).

d) Prime de risque marché

Différentes approches permettent d'estimer la prime de risque de marché. Il peut s'agir de primes de risque historiques, de primes de risque anticipées ou de consensus de primes de risque.

Les primes de risque anticipées calculées de manière instantanée ont été écartées en raison des inconvénients suivants :

- elles sont calculées à partir de modèles complexes tenant compte d'un grand nombre de paramètres, pour certains subjectifs, comme la définition de période de prévision, les taux de croissance retenus dans les prévisions, le taux de croissance à long terme, les taux de distribution de dividendes... Il en résulte que les hypothèses prises en compte dans leur calcul ne sont pas forcément cohérentes avec celles utilisées dans le modèle de valorisation ;
- elles permettent de suivre l'évolution de l'aversion au risque des investisseurs mais ne correspondent pas nécessairement au taux de rendement supplémentaire attendu par des investisseurs en actions qui investissent sur le long terme, ce qui n'est pas le cas pour les arbitragistes et les gestionnaires de portefeuilles.

Nous privilégions les primes de risque anticipées calculées à partir de comparaisons sur une base historique du rendement des actions et du rendement des obligations, en ajustant l'écart constaté de phénomènes qui ne devraient pas se reproduire dans le futur. Ces primes de risque sont moins sensibles que les précédentes à la conjoncture immédiate.

A ce titre, nous retenons une prime de risque du marché action de 5,0%, déterminée notamment sur la base des travaux de Dimson, Marsh et Staunton²⁷.

e) Prime de taille

Plusieurs travaux académiques démontrent que le rendement attendu sur des entreprises de petite taille serait supérieur à celui exigé par la formule du Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers²⁸.

L'analyse des rendements historiques des entreprises cotées américaines par le cabinet Duff & Phelps aboutit à une estimation de la prime de taille pour les entreprises de taille comparable de 3,58%²⁹.

f) Taux d'actualisation retenus

Nous présentons ci-dessous la synthèse des paramètres retenus pour chaque activité et le taux d'actualisation ressortant sur la base de ces paramètres.

Paramètre	Cinéma	Cat. signé	Cat. non signé	Fiction / Anim FR	Fiction / Anim US	Frais de structure	Redevance
Taux sans risque	1,3%	n.a.	0,9%	0,9%	1,1%	0,9%	0,9%
Beta	1,0	n.a.	0,6	0,9	0,9	0,5	0,5
Prime de marché	5,0%	n.a.	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Prime de taille	3,6%	n.a.	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Coût du capital (arrondi)	10,0%	1,5%	7,5%	9,0%	9,0%	7,0%	7,0%

²⁷ Source : études d'Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton, voir notamment « The Worldwide Equity Premium : a smaller puzzle », 7 avril 2006, « Equity Premia Around the World », 7 octobre 2011, et Crédit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2014.

²⁸ 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 Betas 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, Foundations and Trends in Accounting, Vol. 9 n°2-3, 2015).

²⁹ Source : "2016 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital" – Duff & Phelps – Prime associée aux entreprises dont la capitalisation boursière est inférieure à 633 M\$.

Les taux d'actualisation retenus pour les activités de Cinéma, Fiction et Animation ressortent globalement en ligne avec (i) les taux retenus par les analystes pour des sociétés opérant dans des secteurs comparables (taux médian de de 8,3% pour les notes d'analystes étudiées)³⁰ et (ii) les taux constatés dans le cadre de tests de dépréciation sur des unités génératrices de trésorerie comparables à l'activité de Gaumont (e.g. Studio Canal pour Vivendi) avec un taux médian de 9,3%³¹.

3.3 Référence transactionnelle

Nous avons identifié une référence transactionnelle récente et pertinente pour valoriser la production et distribution télévisuelle aux Etats-Unis.

Fin juillet 2016, la Société a augmenté sa participation de 5% dans Gaumont Television USA (déjà détenue majoritairement³²) – acquisition à EMC (dont le pourcentage de détention est passé à 26,4% post-opération).

Le rachat a été réalisé à une valeur de 8M\$, soit 7,4M€³³, et valorisant 100% des fonds propres à 238,2M€³⁴.

Bien que cette référence transactionnelle ait porté sur une part minoritaire du capital, celle-ci constitue tout de même une référence pertinente, dans la mesure où le Management nous a indiqué qu'aucun élément spécifique n'avait à être souligné sur cette transaction, qui a été réalisée selon le Management de la Société aux conditions de marché de l'époque.

Cette référence transactionnelle fait ressortir une valeur de l'activité de production et distribution télévisuelle aux Etats-Unis supérieure à celle qui ressort de l'analyse par actualisation des flux de trésorerie futurs. Nous sommes d'avis qu'une telle valeur suppose un taux de croissance à moyen / long terme de l'activité importante et une capacité de l'entreprise à renouveler la production / distribution de plusieurs nouvelles

³⁰ Le taux médian de 8,3% ressort de l'étude de 27 notes d'analystes publiées sur les sociétés LionsGate, Entertainment One, Europacorp, Pantaleon Entertainment, Mondo TV, Splendid MEdien, Wild Bunch, et ITV Studios, dont 19 précisent explicitement l'hypothèse de taux d'actualisation retenue (voir le détail en annexe)

³¹ Le taux médian de 9,3% ressort de l'analyse des comptes de RTL, ITV Europacorp, et Vivendi, concernant leurs unités génératrices de trésoreries opérant dans le secteur de la production et de la distribution de films et séries télé (voir le détail en annexe).

³² Contrôle à 68,6% avant l'acquisition (source : rapport financier semestriel au 30/06/2016).

³³ Sur la base du taux eurodollar au 22 mars 2017.

³⁴ Après prise en compte les autres éléments de capitaux propres et de dette.

séries qui connaîtront un succès comparable à celui de Narcos (et prendre ainsi le relais, en termes de flux générés, après la sortie de la dernière série de Narcos), hypothèse qui peut paraître ambitieuse.

La valorisation ressortant de la référence transactionnelle a été retenue pour estimer la valeur haute de la Société.

3.4 Valorisation des actifs immobiliers de la Société

Nous avons identifié les trois actifs immobiliers détenus par la Société :

- un lot de copropriété dépendant d'un ensemble immobilier sis 50 avenue des Champs-Élysées, ainsi que d'un immeuble en mono-propriété sis 5 rue du Colisée, à Paris (ci-après « l'Immobilier des Champs-Élysées ») ;
- son siège social, i.e. un ensemble immobilier à usage principal de bureaux sis 30 avenue Charles de Gaulle et 13 rue du Midi, à Neuilly-sur-Seine (ci-après « l'Immobilier de Neuilly ») ;
- un ensemble immobilier résidentiel sis 7 avenue Roger, à Chatou (ci-après « la Maison de Chatou »).

3.4.1. Estimation de la valeur de l'Immobilier des Champs-Élysées

Concernant cet actif immobilier, la Société a obtenu la libération des locaux, dans le but de permettre la restructuration de l'ensemble immobilier.

La Société a mandaté le cabinet Robine & Associés afin d'estimer la valeur vénale au 2 février 2017 de l'ensemble immobilier.

Nous avons pu analyser le rapport d'expertise et discuter avec son signataire.

L'analyse de valeur a été réalisée par la méthode de capitalisation du revenu locatif, sur la base du loyer attendu à terme (après la restructuration de l'ensemble immobilier).

Deux hypothèses relatives au taux de rendement ont été retenues, permettant d'estimer une valeur basse et une valeur haute (taux de rendement compris entre 3,5% et 4,0% pour l'immobilier de commerce et entre 4,5% et 5,0% pour l'immobilier de bureaux).

L'expert immobilier a également retenu l'hypothèse d'une montée en régime progressive des loyers avant d'atteindre le niveau normatif estimé (ce mécanisme de loyer progressif est relativement usuel, en particulier pour des biens tels que l'ensemble immobilier à l'étude).

Le rapport d'expertise immobilière n'a pas estimé le coût des travaux de restructuration de l'ensemble immobilier, et a indiqué qu'il convient de le déduire de la valeur.

Le Management de la Société a estimé le coût des travaux après impôts à 13,0 M€. Nous avons également pris en compte l'impôt théorique qui serait payé sur les loyers (le calcul du différentiel entre les impôts théoriques et les impôts réellement attendus faisant l'objet d'un calcul distinct).

Nous avons retenu la valeur moyenne entre celle fondée sur l'estimation basse et sur l'estimation haute du rapport Robine & Associés.

La valeur hors droits et après impôts de l'Immobilier des Champs-Élysées ressort ainsi à 86,5 M€.

3.4.2. Estimation de la valeur de l'Immobilier de Neuilly

La Société a mandaté le cabinet Robine & Associés afin d'estimer la valeur vénale au 1^{er} novembre 2014 de l'ensemble immobilier.

Nous avons pu analyser le rapport d'expertise et discuter avec l'un de ses signataires.

Ce bien est actuellement occupé par la Société : la Société ne perçoit pas actuellement de loyers de cet ensemble immobilier (mais ne paye pas non plus de loyer relatif à son siège social) et aucune modification sur l'utilisation ou la cession de cet ensemble immobilier ne nous a été communiquée.

Nous avons estimé qu'il était pertinent d'estimer de manière séparée la valeur des activités de la Société et la valeur de son siège social. En effet, le fait de ne pas distinguer la valeur des activités de la Société de la valeur de son siège social pourrait conduire à fausser l'évaluation de ce dernier, si le taux d'actualisation retenu différait du taux de rendement attendu sur l'actif immobilier en question.

L'analyse de valeur retenue par l'expert immobilier a été réalisée par la méthode de capitalisation du revenu locatif. Ce dernier nous a confirmé que le niveau de loyer estimé fin 2014 pouvait être considéré comme une approximation correcte du loyer qui

pourrait être actuellement retenu, compte tenu des conditions de marché actuelles. En revanche, le taux de rendement devrait être revu à la baisse : nous avons retenu un taux compris entre 5,0% et 5,5% (contre 6,75% retenu dans le rapport d'expertise immobilière), qui tient compte des caractéristiques de l'immeuble.

La valeur estimée de l'Immobilier de Neuilly ressort ainsi proche de 20 M€. La valorisation des frais de structure, qui ne tient pas compte d'un loyer (qui n'existe pas, la Société détenant son siège social) combiné à un taux d'actualisation de 7,0% valorise implicitement l'Immobilier de Neuilly à une valeur inférieure. Nous avons ajusté la Valeur d'Entreprise afin de tenir compte de ce différentiel de valeur.

3.4.3. Estimation de la valeur de la Maison de Chatou

Cet actif est actuellement occupé et aucun loyer n'est perçu, en vertu d'un protocole d'accord daté du 27 octobre 1992. Ce droit d'usage et d'habitation nominatif, accordé à un couple âgé, s'éteindra au décès du dernier survivant à moins qu'ils n'y renoncent volontairement ou qu'ils n'occupent plus les lieux pendant une durée minimum de deux ans.

La Société avait mandaté un cabinet afin d'estimer la valeur vénale de la Maison de Chatou (rapport daté de mai 2010).

Nous avons pu analyser le rapport d'expertise, dont la valorisation est fondée sur la méthode de capitalisation du revenu locatif et sur la méthode par comparaison (méthode du multiple au m²), chacune renvoyant à des valeurs proches.

Nous sommes d'avis qu'il convient de prendre en considération le droit d'usage et d'habitation actuellement en vigueur : une décote sur la valeur vénale de la Maison de Chatou est à ce titre justifiée, et peut être estimée soit à partir des décotes usuellement observées sur les viagers soit à partir d'une méthode d'actualisation des loyers non perçus sur la durée résiduelle estimée du droit d'usage et d'habitation.

Nous avons également analysé l'évolution des prix des maisons sur le secteur (une expertise immobilière récente n'étant pas disponible – compte tenu du peu de significativité de cet actif au regard de l'ensemble des actifs de la Société, notre estimation de la valeur nous apparaît pertinent).

Sur ces bases, nous avons retenu une valeur de la Maison de Chatou de 1,0M€.

3.5 Valeur par action à partir de la méthode de la somme des parties

3.5.1. Valeur par action

Nos analyses font ressortir une valeur des fonds propres de la Société de **268 M€** sur la base de l'analyse DCF pour les activités de production et distribution de séries télévisuelles aux Etats-Unis, soit une valeur par action de **62,6 €** sur la base de 4 285 125 actions.

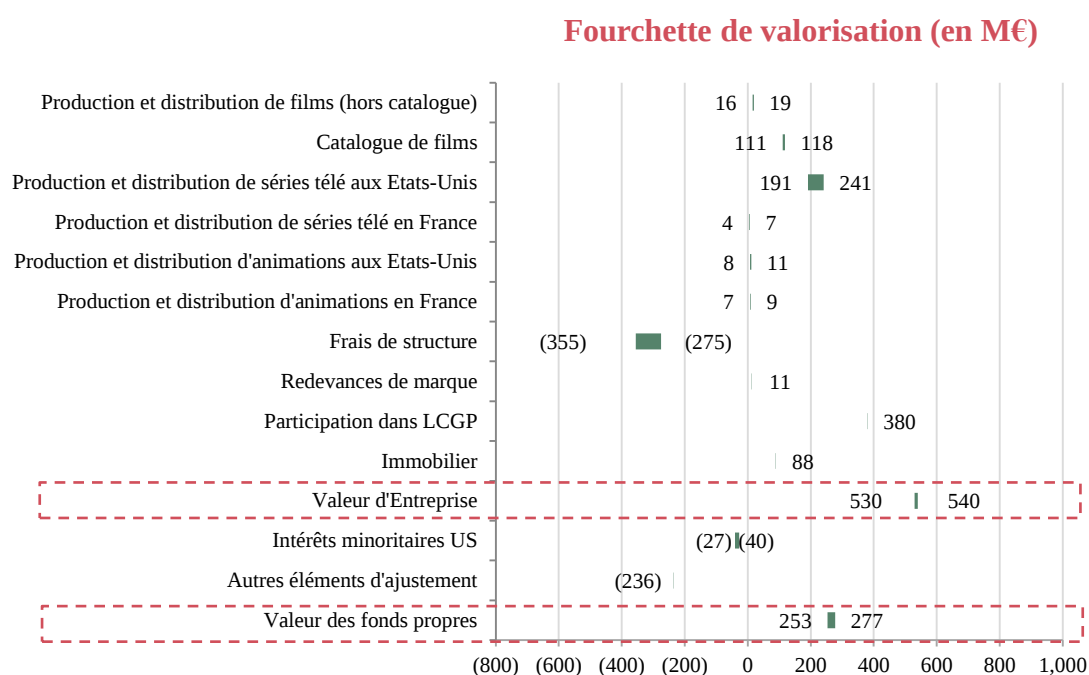
En retenant la référence transactionnelle comme valeur des activités de production et distribution de séries télévisuelles aux Etats-Unis, la valeur des fonds propres ressort à **287 M€³⁵**, soit une valeur par action de **67,0 €**.

En millions d'euros	Valeur basse	Valeur haute
Production et distribution de films (hors catalogue)	17	17
Catalogue de films	115	115
Production et distribution de séries télé aux Etats-Unis	213	238
Production et distribution de séries télé en France	5	5
Production et distribution d'animations aux Etats-Unis	9	9
Production et distribution d'animations en France	8	8
Frais Cinéma	(309)	(309)
Marque	11	11
Immobilier	88	88
Participation LCGP	380	380
Valeur d'entreprise	536	562
Ajustement à la valeur d'entreprise	(269)	(275)
Valeur des fonds propres	268	287
	4 275 554	4 275 554
Valeur par action (en €)	62,6	67,0

³⁵ A noter que l'utilisation de la référence transactionnelle sur Gaumont Television USA à la place de la valeur ressortant de notre analyse DCF a également un impact sur le passage de la valeur des fonds propres au niveau des intérêts minoritaires sur Gaumont Television USA, dont la valeur est calculée sur la base de la valeur des fonds propres retenue dans notre somme des parties (supérieure pour la référence transactionnelle).

3.5.2. Sensibilité des valeurs

Nous avons testé la sensibilité des valeurs à une variation de plus ou moins 0,5% du taux d'actualisation et du taux de croissance à long terme. Le diagramme ci-dessous présente les valeurs minimales et maximales obtenues (valorisations avec une méthode d'actualisation des flux futurs sur la production et distribution télévisuelle aux Etats-Unis, et non sur la base de la référence transactionnelle).



4. Référence au cours de bourse

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext Paris depuis le 24 juin 1996.

Dans une première partie (4.1.), nous avons analysé la liquidité du marché des titres, qui nous apparaît trop restreinte pour que la référence au cours de bourse puisse être considérée pertinente.

Par ailleurs, le fait que l'annonce de l'Offre ait été concomitante à l'annonce de la cession de la participation dans LCGP implique qu'on ne peut disposer, au travers de l'analyse du cours de bourse, d'une référence de valorisation avant l'annonce de l'Offre qui incorporerait les conséquences, telles qu'appréciées par le marché, de la cession de la participation dans LCGP.

A titre indicatif donc, nous présentons dans une deuxième partie notre analyse de l'évolution du cours de bourse de la Société sur une première période de 24 mois précédant l'annonce de l'Offre (4.2.), soit du 27 février 2015 au 27 février 2017, et une seconde période postérieure à cette annonce (4.3), comprise entre le 27 février 2017 et le 22 mars 2017.

4.1 Analyse de la liquidité

La liquidité d'un titre correspond en première analyse à la capacité d'acquérir ou de vendre, dans un délai limité, une assez grande quantité du titre correspondant sans provoquer de modification significative de son cours. Elle dépend à la fois de la taille relative du flottant³⁶ par rapport au nombre de titres de la société, mais aussi de la fréquence des transactions. On distingue souvent pour caractériser la liquidité d'un titre à la fois les écarts entre cours acheteur et vendeur (le *bid – ask spread*) et la profondeur, c'est-à-dire le volume de transactions pouvant être exécuté sans décalage de prix.

Dans un premier temps, il est clair que le flottant de Gaumont est très limité (8,3%³⁷).

³⁶ Le flottant correspond à la part du capital d'une société cotée en bourse qui n'est pas détenue par des actionnaires stables dont on présume qu'ils ne céderont pas à court terme leurs actions. Le flottant correspond donc à la part du capital d'une société qui est susceptible, à relativement court terme, d'être cédée en bourse.

³⁷ Le capital de Gaumont était composé au 31 décembre 2016 de 4.280.269 actions dont 64,7% détenu par Ciné Par, 12,0% par First Eagle IM, 9,6% par Bolloré et 5,4% par le Groupe Industriel Marcel Dassault.

L'Offre, en permettant à des actionnaires minoritaires d'apporter leurs titres, devrait avoir pour effet de réduire encore le flottant : la liquidité du marché du titre risque d'être encore plus restreinte après l'Offre qu'avant.

La seule référence au flottant ne permet pas d'apprécier réellement la liquidité du titre.

Il existe différents moyens de mesurer cette liquidité. Nous l'avons donc étudié suivant deux approches.

Nous avons tout d'abord mesuré la rotation du flottant du titre, ce paramètre étant généralement considéré comme un bon indicateur de la liquidité d'un titre. Il mesure la proportion du flottant échangé durant une période donnée. Ce critère est souvent exigé pour faire partie de certains indices boursiers.

En combinant les tailles respectives des flottants et leurs taux de rotation il en résulte que les actionnaires de Gaumont ont besoin d'une durée d'environ 90 jours pour liquider 1% du capital et d'environ 47 jours pour échanger des actions représentant un montant de 1M€.

En moyenne, entre le 27 février 2015 et le 27 février 2017, les volumes échangés ont représenté environ 21 K€.

Ces constatations, qui montrent que la liquidité du titre Gaumont est très restreinte, n'éclairent cependant pas sur l'influence qu'un certain volume de transactions peut avoir sur le cours de bourse.

Nous avons de ce fait mis en œuvre une autre mesure qui est souvent utilisée dans la littérature académique pour rendre spécifiquement compte de l'impact du volume des titres échangés sur les cours. Elle consiste à calculer le ratio rapportant la variation quotidienne (en valeur absolue) du cours d'un titre au volume échangé quotidiennement (calculé en euros). Un titre est d'autant plus liquide que ce ratio est faible, dans la mesure où cela signifie que la cession d'un montant important de titres entraîne une variation très faible du cours.

Ce ratio³⁸ ressort, pour le titre Gaumont, en moyenne à 148 sur un mois et 339 sur six mois, à comparer à une moyenne pour le SBF120 de 0,29 sur un mois et 0,17 sur six mois³⁹.

³⁸ Que nous avons multiplié par 10^8 pour plus de lisibilité.

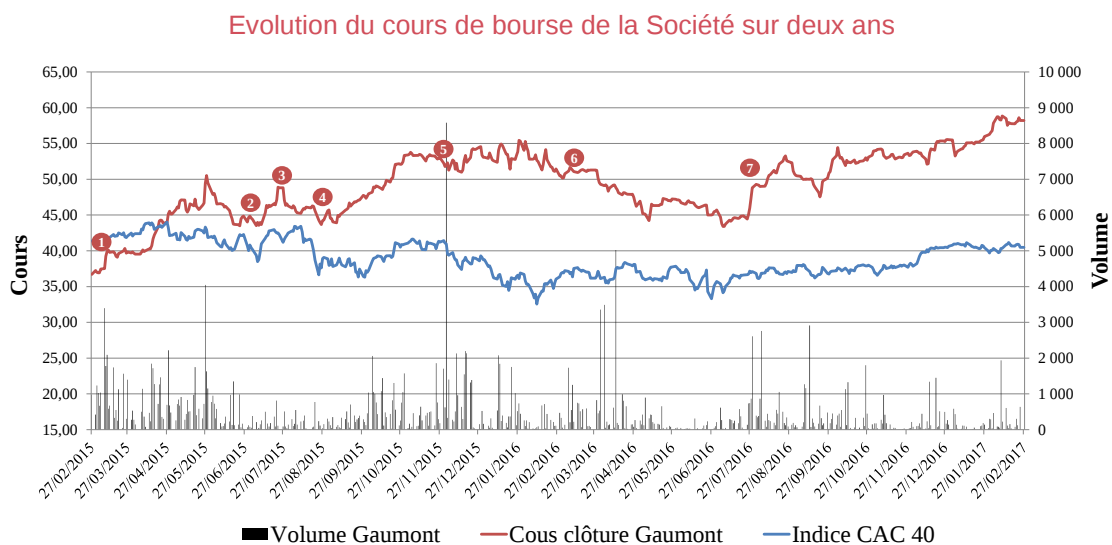
³⁹ Au 27 mars 2017.

De l'ensemble de nos analyses sur la liquidité, il ressort donc qu'elle est très restreinte et qu'il est difficile de céder (ou acquérir) un montant significatif d'actions sur le marché boursier : la cession d'un certain nombre d'actions a de fortes chances de peser sur le cours de bourse, et la cession d'un bloc sur le marché peut s'avérer très difficile, sinon impossible.

Pour ces raisons, nous considérons que la référence au cours de bourse, en matière d'évaluation de la Société, ne peut être vue que comme strictement indicative.

4.2 Référence au cours de bourse jusqu'au 27 février 2017, avant l'annonce de l'Offre

Le graphique suivant présente l'évolution du cours de l'action de la Société, ainsi que les volumes échangés et les événements majeurs ayant pu influencer sur le cours de bourse sur les deux dernières années, du 27 février 2015 au 27 février 2017, date du premier jour de la suspension de cotation du titre demandée par la Société jusqu'au 2 mars 2017 dans le cadre de l'annonce de la cession de sa participation de 34% dans LCGP et de son projet d'offre publique de rachat d'actions.



Légende	Date	Evènement
1	09/03/2015	Communication des résultats annuels consolidés 2014
2	09/07/2015	Déclaration d'acquisition d'un bloc d'actions par Cine Par (holding contrôlée par Nicolas Seydoux) pour un montant de 1,54 m€
3	28/07/2015	Communication des résultats semestriels au 30 juin 2015
4	28/08/2015	Diffusion de la série Narcos sur Netflix
5	01/12/2015	Annonce de l'acquisition par LCGP de Cinepointcom
6	10/03/2016	Communication des résultats annuels consolidés 2015
7	28/07/2016	Communication des résultats semestriels au 30 juin 2016

Source : Bloomberg, Société, Autorité des Marchés Financiers, Presse

Le graphique met en évidence cinq phases d'évolution du cours de bourse de la Société à partir du premier semestre 2015 :

- la première phase en tendance haussière est liée à la publication des résultats annuels consolidés 2014 de la Société faisant état d'une amélioration par rapport à 2013 de son chiffre d'affaires (+12,4%) et de son résultat net part du groupe (+44,4%), à la faveur de la vitalité de son activité de production télévisuelle ;
- la deuxième phase, baissière et de courte durée (environ un mois), correspond à la publication de résultats semestriels du premier semestre 2015 en recul par rapport aux résultats du premier semestre 2014. La baisse constatée du chiffre d'affaires (-40,8%), du résultat opérationnel après quote-part du résultat net des entreprises associées (-95,1%), et du résultat net part du groupe (-81,5%) tient principalement au fait de la différence de calendrier de livraison des séries américaines par rapport à celui de 2014, alors que l'essentiel des livraisons de l'année sont intervenues au second semestre 2015 ;
- la seconde phase à tendance haussière intervient à partir du 28 août 2015 et donne lieu à une progression du cours de bourse de 44,31€ à la clôture, à un plus haut de 55,43€ (28 janvier 2016) sur un an. Cette date marque la mise en ligne sur la plateforme mondiale Netflix de la série Narcos, produite par la Société ;
- la seconde phase à tendance baissière correspond à la publication des résultats annuels consolidés 2015, faisant état d'un résultat net part du groupe de -2,7% et d'un résultat opérationnel après quote-part du résultat net des entreprises associées (21,4 m€) en stagnation par rapport à 2014 (21,3 m€), bien que le chiffre d'affaires ait progressé de 14,2 m€ sous l'effet de la croissance des revenus de la production

télévisuelle venant surcompenser la perte de chiffre d'affaire sur l'activité cinématographique ;

- la dernière phase identifiée à tendance haussière débute sous l'effet de l'annonce des résultats du premier semestre 2016. A la faveur de la forte hausse de son chiffre d'affaires dans le cinéma, bénéficiant notamment de la forte affluence des films « Chocolat », « Pattaya » et les « Visiteurs - la Révolution », la Société a annoncé avoir multiplié son bénéfice net par cinq.

On constate que le cours du titre de la Société a connu une forte dynamique haussière sur une période de six mois précédant l'annonce de l'Offre, du fait, en outre de la tendance haussière des marchés financiers, des annonces de résultats en forte progression et de l'existence d'un calendrier de sortie de cinq films et de la livraison de cinq séries télévisuelles avant la fin de l'année 2016.

Le tableau ci-dessous donne des indications sur le cours de l'action et les volumes échangés sur plusieurs périodes, jusqu'au 27 février 2017.

Analyse du cours de bourse de la Société sur un an jusqu'au 27 février 2017

Au 27 février 2017	Spot	1 mois	3 mois	6 mois	1 an	20 jours	60 jours
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	57,50	58,01	55,85	53,29	50,19	58,02	55,91
Prime induite par le prix d'offre	30,4%	29,3%	34,3%	40,7%	49,4%	29,3%	34,2%
Cours le plus haut (€)	-	58,85	58,85	58,85	58,85	58,85	58,85
Cours le plus bas (€)	-	56,19	52,11	47,53	43,40	56,28	52,11
Volume moyen quotidien	-	268	215	263	331	279	227
Volume cumulé	-	5 619	14 001	34 147	85 390	5 576	13 635
Nb de jours avec échanges	-	20	64	129	257	19	59
Nb de jours de bourse	-	21	65	130	258	20	60

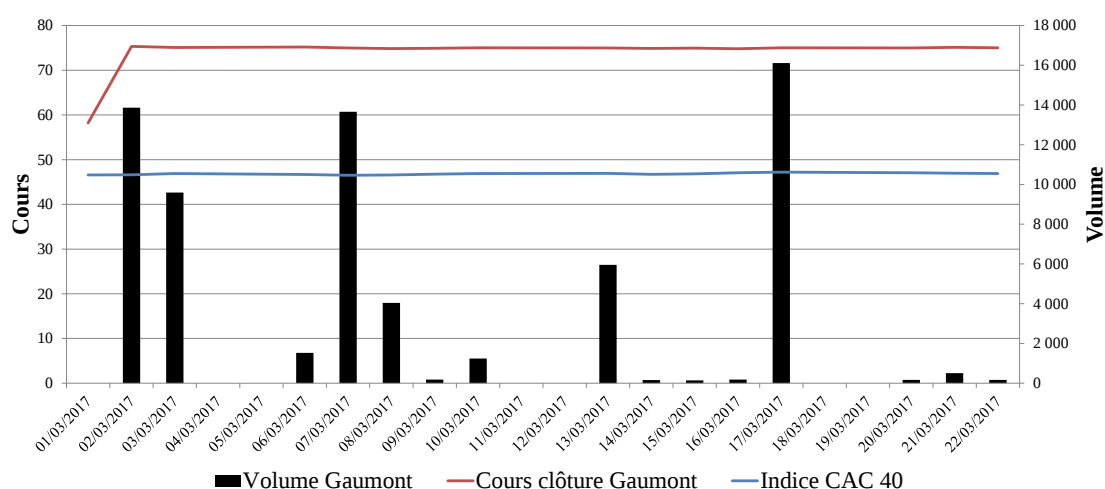
Source : Bloomberg

Selon la durée du calcul des moyennes pondérées des cours, le Prix d'Offre fait ressortir une prime s'élevant au minimum à 29,3% (par rapport au cours à 20 jours et 1 mois) et au maximum à 49,4% (par rapport à la moyenne un an).

4.3 Evolution du cours de bourse depuis le 27 février 2017

A la suite de l'annonce de l'Offre, le cours de Gaumont s'est immédiatement ajusté à un cours proche du prix d'Offre. Au 22 mars 2017, le cours de bourse n'a pas montré d'écarts significatifs avec le Prix d'Offre.

Evolution du cours de bourse de la Société depuis le 1^{er} mars 2017 jusqu'au 22 mars 2017



Le tableau ci-dessous donne des indications sur le cours de l'action et les volumes échangés sur la période s'étendant de la reprise de cotation du titre Gaumont au 22 mars 2017.

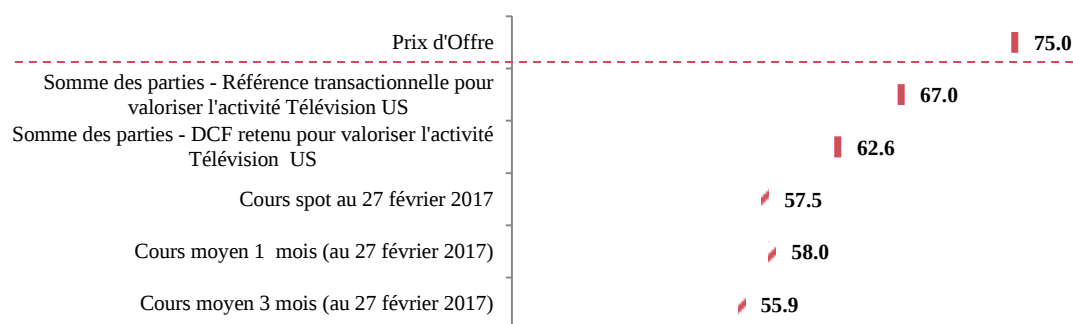
Analyse du cours de bourse de la Société depuis la reprise de cotation au 22 mars 2017

Au 22 mars 2017	Spot	Depuis 1e 02/03/2017
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	75,00	75,00
Prime/(Décote) induite par le prix d'offre	0,0%	0,0%
Cours le plus haut (€)	-	75,20
Cours le plus bas (€)	-	74,79
Volume moyen quotidien	-	3 831
Volume cumulé	-	53 632
Nb de jours avec échanges	-	14
Nb de jours de bourse	-	14

Source : Bloomberg

5. Synthèse de nos travaux de valorisation

Le graphique ci-dessous présente les fourchettes de valorisation l'action selon l'approche par la somme des parties, et la compare aux derniers cours de bourse (pré-annonce), à comparer au Prix d'Offre de 75,0 €.



Le Prix d'Offre présente une prime comprise entre **11,9%** et **19,8%** par rapport à notre approche de valorisation par la somme des parties (tenant compte du prix du projet de cession à Pathé de la participation dans LCGP).

VI. ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS PAR LA BANQUE PRESENTATRICE

Nous avons effectué la comparaison de nos travaux avec ceux de BNP Paribas (l'établissement présentateur).

Tout d'abord, il faut relever que la même approche d'évaluation a été retenue par l'établissement présentateur et nous-même : une approche par la somme des parties a été retenue, les parties identifiées sont les mêmes (à l'exception de l'Animation : nous avons valorisé séparément l'activité aux Etats-Unis et celle en France⁴⁰) et les méthodes et références d'évaluation retenues pour chaque partie sont globalement identiques.

⁴⁰ Pour les besoins de la comparaison, nous avons retenu dans le tableau les parties valorisées séparément par BNP Paribas.

Le tableau ci-dessous présente une comparaison, pour chaque partie, entre nos valorisations et celles de l'établissement présentateur (la valeur centrale des analyses par l'actualisation des flux de trésorerie futurs a été retenue).

Comparaison des travaux – Banque Présentatrice vs. Expert Indépendant

	Etablissement présentateur			Expert indépendant		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
Cinéma (M€)		26			17	
Catalogue de films (M€)		115			115	
TV France, Europe & Animation France et Etats-Unis (M€)		27			22	
TV Etats-Unis (M€)	167		238	213		238
Intérêts minoritaires TV US (M€)	-18		-38	-33		-39
Redevances de marque (M€)		11			11	
Coûts de structure (M€)		-313			-309	
Cession de la participation dans LCGP (M€)		380			380	
Immobilier (M€)		98			85	
Ajustement de la Valeur d'Entreprise pour estimer la valeur des fonds propres (M€)		-216			-230	
Nombre d'actions retraité de l'autocontrôle (en milliers)		4 422			4 276	
Valeur par action (€)	62,5		73,8	62,0		66,4

1.1 Mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie

Lorsque la méthode d'actualisation des flux de trésorerie a été retenue (activités Cinéma, Catalogue de films, TV France, Europe & Animation France et Etats-Unis, TV Etats-Unis, redevances de marque, Coûts de structure), la majeure partie des différences d'appréciation de la valeur provient d'une différence d'estimation du taux d'actualisation et de taux de croissance à long terme. Au niveau des prévisions, l'établissement présentateur et nous avons retenu une période d'extrapolation similaire.

Le tableau ci-dessous compare les différents paramètres d'actualisation et de taux de croissance à long terme retenus entre l'établissement présentateur et nous.

Comparaison des paramètres d'évaluation retenus – Banque Présentatrice vs. Expert Indépendant

	Etablissement présentateur		Expert indépendant	
	Taux d'actualisation	Croissance à long terme	Taux d'actualisation	Croissance à long terme
Cinéma	9,5%	2,0%	10,0%	2,0%
Catalogue de films	7,6%	Durée finie, taux d'inflation à 1,5%	7,5%	Durée finie, taux d'inflation à 1,5%
TV & Animation France - Europe	9,5%	2,0%	9,0%	2,0%
TV & Animation Etats-Unis	9,5%	2,0%	9,5%	2,5%
Redevances de marque	7,5%	Durée finie	7,0%	Durée finie
Coûts de structure de Holding	7,5%	1,0%	7,0%	0%
Coûts de structure du Cinéma	7,5%	1,0%	7,0%	0%

Nous avons également relevé une différence d'appréciation de la valeur de l'écart entre l'impôt modélisé dans les analyses DCF et l'impôt réel attendu entre l'établissement présentateur et nous : nous avons en effet considéré l'impact des intérêts déductibles (puisque nous avons considéré un coût des fonds propres sans dette pour actualiser les flux futurs attendus sur chaque activité) et nous avons également exclu du périmètre

l'activité d'Animation aux Etats-Unis⁴¹, ce qui nous a conduit à considérer un niveau d'imposition réel sur les Sociétés nul pour le périmètre d'intégration fiscale français (à l'exception de l'exercice 2017, où la prise en compte de l'impôt sur la plus-value de cession de la participation dans LCGP induit le paiement attendu d'un impôt de 5M€). L'établissement présentateur n'a pas retenu dans son calcul l'impact des intérêts déductibles et n'a pas scindé en deux l'activité d'Animation (pour séparer les résultats de cette activité aux Etats-Unis et en Europe).

Par ailleurs, nous avons également estimé la valeur des économies d'impôts aux Etats-Unis générées par l'endettement de manière séparée de la valorisation des activités américaines, approche qui n'a pas été retenue par l'établissement présentateur.

Concernant l'évaluation des frais de structure Groupe et Cinéma (évalué à -313M€ par l'établissement présentateur et -309M€ par nous), l'établissement présentateur a retenu l'hypothèse d'une baisse significative des frais de direction générale et directions fonctionnelles (-3,2%) et des frais de structure Cinéma France & Catalogue (-7,6%) sur l'exercice 2020, et a ensuite considéré une hypothèse de croissance de ces frais à 1,0% par an. De notre côté, nous avons retenu l'hypothèse d'une croissance nulle à partir de 2020, prenant l'hypothèse d'une limitation progressive de ces frais dans le temps.

Concernant les activités de production et distribution de séries télévisuelles en France et Europe et d'animations, nous avons retenu un taux de croissance des frais de structure directement imputables à ces activités égal au taux de croissance des revenus attendus sur les revenus de ces activités, considérant que pour ces activités relativement naissantes, l'augmentation des frais de structure est nécessaire à leur développement. L'établissement présentateur retient pour sa part des hypothèses de taux de croissance inférieures pour les frais de structures que pour les revenus de ces activités, en ligne avec leur hypothèse générale de réduction des frais de structure retenue par ailleurs.

⁴¹ Non concernée par l'intégration fiscale en France.

1.2 Valorisation des actifs immobiliers

Nous avons valorisé à part trois actifs immobiliers : l'Immobilier des Champs-Élysées, également valorisé à part par l'établissement présentateur, la Maison de Chatou, également valorisé à part par l'établissement présentateur et l'Immobilier de Neuilly, qui n'a pas fait l'objet d'une valorisation séparée (ou d'un ajustement de la Valeur d'Entreprise obtenue) de la part de l'établissement présentateur.

1.2.1. L'Immobilier des Champs-Élysées

L'Immobilier des Champs-Élysées constitue la majeure partie de la valeur des actifs immobiliers de la Société⁴².

L'établissement présentateur et nous-même avons fondé l'évaluation sur la base du rapport du cabinet Robine & Associés daté du 2 février 2017.

L'établissement présentateur a retenu la « Valeur basse » du rapport Robine & Associés. Il s'est fondé sur la valeur droits inclus et n'a pas retenu l'hypothèse de loyers progressifs les premières années de l'exploitation post-restructuration de l'ensemble immobilier.

Nous avons quant à nous fondé notre valorisation sur la valeur hors droits présentée dans le rapport Robine & Associés et avons retenu l'hypothèse de loyers progressifs les premières années de l'exploitation post-restructuration de l'ensemble immobilier. Nous avons retenu la moyenne entre la « Valeur basse » et la « Valeur haute » présentées dans le rapport Robine & Associés.

1.2.2. L'Immobilier de Neuilly

L'établissement présentateur n'a pas valorisé séparément des flux, l'Immobilier de Neuilly : cet ensemble immobilier est implicitement valorisé par l'établissement présentateur au travers de l'économie de frais de structure que représente la détention de cet actif (les frais de structure étant valorisés par l'établissement présentateur à un taux de 7,5%).

Nous avons quant à nous estimé la valeur de l'Immobilier de Neuilly, en nous fondant sur une expertise immobilière (rapport Robine & Associés estimant la valeur de cet actif

⁴² Périmètre Gaumont, hors sa participation dans LCGP.

au 1^{er} novembre 2014) et en actualisant la valorisation sur la base de l'évolution des taux de rendements immobiliers de marché. La différence implicite de valeur de cet actif avec celle ressortant de l'actualisation des frais de structure futurs a été retenue dans l'ajustement de la Valeur d'Entreprise.

1.2.3. La Maison de Chatou

L'établissement présentateur et nous-même avons fondé notre analyse de valeur de cet actif peu significatif au regard de l'ensemble des autres actifs de la Société sur la base d'un rapport du cabinet Collomé Frères daté de mai 2010.

1.3 Référence transactionnelle

L'établissement présentateur et nous-même avons retenu la même référence transactionnelle pour estimer la valeur de la production & distribution d'œuvres de télévision aux Etats-Unis.

1.4 Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action

La détermination des éléments de passage entre la Valeur d'Entreprise et la valeur des titres est relativement similaire entre nos travaux et ceux de l'établissement présentateur, aux exceptions suivantes près :

- nous avons déduit la valeur des options et considéré le nombre actuel⁴³ d'actions de la Société en circulation, alors que l'établissement présentateur a considéré un nombre d'actions après prise en compte de l'exercice de l'ensemble des options (au final, la différence de valorisation entre la méthode retenue par l'établissement présentateurs et notre méthode est peu significative) ;
- nous avons retenu un ajustement de valeur au titre de l'Immobilier de Neuilly (voir **VI.1.2.2.**) ;
- nous avons retenu un ajustement différent de l'établissement présentateur au titre de la différence entre l'estimation de l'imposition future de la Société et celle implicitement prise en compte dans l'actualisation des flux de trésorerie futurs (nous y avons notamment inclus l'impact de la déduction des intérêts) ;
- nous avons ajusté la valorisation obtenue au 31 décembre 2016, pour estimer la valeur par action au 27 février 2017 (cet ajustement n'a pas été réalisé par l'établissement présentateur, qui a ainsi estimé la valeur par actions au 31 décembre 2016).

⁴³ Nombre estimé sur la base des informations transmises sur le nombre d'actions et d'options au 17 mars 2017.

VII. INCIDENCE DE L'OFFRE SUR L'ACTIONNARIAT ET LA STRUCTURE FINANCIERE

La Société Gaumont est actuellement détenue à 64,6% par Ciné Par⁴⁴. Ciné Par ne participera pas à l'Offre. L'Offre n'aura donc pas d'incidence sur le contrôle effectif de Gaumont : elle renforcera la participation au capital de l'actionnaire majoritaire.

Les détenteurs d'options⁴⁵ sur le capital de la Société détiennent des options qui sont d'ores et déjà exerçables. S'ils exercent leurs options (qui sont dans la monnaie), ils détiendront des actions qu'ils pourront apporter à l'Offre⁴⁶. S'ils ne le font pas, ils conserveront leurs droits d'exercer leurs options : dans un tel cas, ils détiendraient des actions dont le marché du titre affichera probablement une liquidité restreinte.

Nous comprenons que l'Offre, qui pourrait représenter un montant maximal à financer de l'ordre de 125 millions d'euros⁴⁷, pourra notamment être financée grâce à la cession de 380 millions d'euros de la participation dans LCGP, dont 50% devrait être réglé le jour de la signature du contrat d'acquisition avec Pathé (le solde devant être versé en trois versements d'égal montant les 29 juin 2018, 28 juin 2019 et 30 juin 2020).

A court / moyen terme, la structure financière de la Société devrait donc être moins endettée (en contrepartie, la Société ne percevra plus les dividendes de LCGP)⁴⁸.

Cette situation apparaît appropriée dans la mesure où le risque de l'activité, post-cession de la participation dans LCGP, sera accru (l'impact de la cession de la participation dans la présentation du compte de résultat par la Société est présentée au paragraphe **I.4.2.**).

⁴⁴ Société contrôlée par M. Nicolas Seydoux ; détention qui nous a été communiquée au 27 février 2017.

⁴⁵ Stock-options au cas d'espèce.

⁴⁶ Dans ce cas, ils renonceraient à la valeur temps des options.

⁴⁷ Sur la base d'un nombre d'actions en circulation non détenues par Ciné Par de 1.516.243 (source : Bloomberg, 21 mars 2017) et d'un nombre de stock-options exerçables au 14 mars 2017 et qui pourraient donner accès à 142.342 actions nouvelles.

⁴⁸ Au 31/12/2016, la dette financière nette consolidée était de 205 millions d'euros.

VIII. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE

Dans le cadre de l'offre d'acquisition de Pathé sur la participation de Gaumont dans LCGP et dans le cadre de l'OPRA, Sorgem Evaluation, représentée par M. Maurice Nussenbaum, a été désignée par le Conseil d'administration de Gaumont, au cours de sa séance du 28 février 2017, en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF au titre du risque de conflit d'intérêts au sein du Conseil d'administration de la Société.

Nous avons remis un rapport daté du 3 avril 2017 présentant notre appréciation des conditions financières de l'offre d'acquisition de Pathé sur la participation de Gaumont dans LCGP.

Concernant l'OPRA, le Prix d'Offre a été fixé à 75,0 euros par l'Initiateur.

Notre appréciation du Prix d'Offre s'est fondée sur notre appréciation de la valeur intrinsèque de la Société, estimée sur la base d'une approche par la somme des parties, où chaque activité a été valorisée selon l'approche et les références qui nous sont apparues les plus pertinentes. Nous avons également analysé les éléments contextuels attachés à l'Offre, et notamment les conditions dans lesquelles Gaumont va céder sa participation de 34% dans LCGP dont nous avons conclu au caractère équitable au regard des actionnaires de Gaumont.

En particulier, notre avis s'entend sur la base des caractéristiques de l'Offre, qui est facultative pour les actionnaires (qui peuvent apporter l'ensemble de leurs titres) et proposée à tous, sur une base égalitaire.

L'Offre permet donc à tous les investisseurs qui ne souhaiteraient pas continuer à être actionnaires de la Société, notamment du fait du changement de physionomie de l'activité à la suite de la cession de la participation dans LCGP, de céder leurs titres : ainsi, l'Offre présente une fenêtre de liquidité alors que le marché du titre est caractérisé par une liquidité très restreinte.

Si des actionnaires choisissent de ne pas apporter leurs actions à l'Offre, cela relève de leur choix propre et de leurs anticipations sur l'évolution future de la valeur de l'action. En conservant leurs titres, ces actionnaires devront probablement continuer à faire face à un marché du titre peu liquide (d'autant plus que la liquidité pourrait se restreindre à la suite de l'Offre).

Dans un tel contexte, nous estimons que le prix proposé doit au moins se situer dans la fourchette de la valeur intrinsèque de la Société.

De nos analyses, il ressort que le Prix d'Offre est supérieur aux valeurs par action estimées sur la base de l'approche par la somme des parties tenant compte du prix du projet de cession à Pathé de la participation dans LCGP. La prime offerte ressort comprise entre 11,9% et 19,8%.

Dans ces conditions, nous considérons que le prix de 75,0 euros par action proposé dans le cadre de l'Offre est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 19 avril 2017



Maurice Nussenbaum
Président Sorgem Evaluation

Annexes

1. Paramètres retenus par les analystes suivants des valeurs comparables

Société	Broker	Date	Taux de croissance à l'infini	WACC de la société
Notes d'analystes				
Entertainment One	Credit Suisse	22/11/2016	1,0%	7,0%
Entertainment One	JP Morgan	22/11/2016		
Entertainment One	Peel Hunt	17/10/2016		
Entertainment One	Credit Suisse	24/05/2016		
Entertainment One	Royal Bank of Canada	08/12/2015	2,5%	10,5%
LionsGate	JBL Advisors	21/02/2017	3,0%	5,5%
LionsGate	Evercore	17/02/2017	0,8%	7,1%
LionsGate	Royal Bank of Canada	11/01/2017		6,4%
LionsGate	Cowen & Co	18/11/2016		8,3%
LionsGate	Piper Jaffray	10/01/2017		7,2%
LionsGate	Morgan Stanley	15/11/2016		8,9%
Europacorp	Natixis	06/10/2014		5,7%
Pantaleon Entertainment	Hauck & Aufhäuser	15/12/2015	2,0%	9,0%
Pantaleon Entertainment	SMC Research	10/01/2017	1,0%	8,3%
Xilam Animation	Euroland Corporate	25/05/2016	2,0%	12,8%
Mondo TV	Intermonte	22/05/2014	2,0%	10,4%
Mondo TV	Banca IMI	17/04/2013	0,0%	11,6%
Splendid Medien	DZ Bank	15/11/2016	0,8%	7,6%
Wild Bunch	First Berlin	06/10/2014	2,0%	13,6%
ITV Studios (dans le cadre d'un SOTP de ITV)	UBS	02/03/2017	2,0%	8,2%
ITV Studios (dans le cadre d'un SOTP de ITV)	Deutsche Bank	10/11/2016		
ITV Studios (dans le cadre d'un SOTP de ITV)	Jefferies	12/05/2016		
ITV Studios (dans le cadre d'un SOTP de ITV)	Redburn	20/05/2014	2,0%	9,0%
Moyenne			1,6%	8,7%
Médiane			2,0%	8,3%

Tests de dépréciation

Europacorp (UGT Prod cinéma)	2016	1,5%	7,6%
Vivendi / Studio Canal	2016	0,5%	9,3%
Europacorp (UGT Prod TV)	2016	1,7%	10,5%
ITV / ITV Studios	2016		10,1%
RTL / FremantleMedia	2015	2,5%	7,4%
Moyenne		1,6%	9,0%
Médiane		1,6%	9,3%

Source : Notes extraites de Bloomberg et Thomson One

2. Programme de travail

- Analyse du contexte de l'Offre ;
- Analyse des comptes consolidés de la Société 2015 et des comptes provisoires 2016 ;
- Entretiens avec la Société et l'établissement présentateur sur les points suivants :
 - > Description des activités de la Société, de ses marchés et de l'environnement concurrentiel ;
 - > Présentation de la performance historique par activité ;
 - > Présentation des perspectives d'évolution par activité ;
 - > Discussion sur les modalités de l'évaluation du catalogue par un tiers expert indépendant ;
- Mise en œuvre d'une approche multicritère pour l'évaluation de la Société ;
 - > Evaluation de la Société sur une approche par la somme des parties avec pour l'essentiel des parties la mise en œuvre d'une approche de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs ;
 - > Analyse de la liquidité et de l'évolution du cours de bourse ;
 - > Examen de la pertinence d'une évaluation fondée sur une approche analogique fondée sur des comparables boursiers et des transactions comparables (approche finalement non retenue) ;
- Analyse des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre par les Etablissements présentateurs ;
- Revue indépendante ;
- Rédaction du présent rapport d'expertise indépendante.

3. 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 :

Gaumont

M. Christophe Riandée : Directeur Général Adjoint
M. Fabrice Batieau : Directeur Financier

BNP Paribas :

M. Christophe Jalinot : Managing Director, Head of European M&A Execution
M. Nicolas Sudre : Managing Director, Media Telecom EMEA
M. Nicolas Elissalde : Directeur, Head of Business Valuation Team
M. Haroun Gambier : Analyste, Business Valuation Team

Robine & Associés

M. Benjamin Robine : Expert Immobilier

4. Informations et documents utilisés

Documents	Source
Comptes sociaux et comptes consolidés 2012 à 2015 de la Société Gaumont	Gaumont
Comptes consolidés 2016 de la Société Gaumont non audités	Gaumont
Compte consolidés de la société Gaumont USA Inc.	Gaumont
Budget 2017 Et prévisions 2018-2019	Gaumont
Accord relatif à la cession de la participation dans LCGP à Pathé	Gaumont
Rapport d'évaluation du catalogue par un expert indépendant	Expert indépendant
Rapports d'évaluation sur les actifs immobiliers détenus par Gaumont	Robine & Associés
Rapport d'évaluation de l'Etablissement présentateur	BNP Paribas
Contrats de licence pour l'utilisation de la marque Gaumont	Gaumont
Informations financières diverses (cours de bourse, bêtas,...)	Bloomberg
Notes d'analystes	Thomson One
Informations financières sur les sociétés citées dans le rapport	Bloomberg / sites internet / Thomson One
Analyse de marché	CNC / Xerfi / Société / notes d'analystes

5. Calendrier de l'étude

- Contact par la Société et établissement d'une lettre de mission : 21 février 2017.
- Désignation de Sorgem Evaluation comme expert indépendant par le conseil d'administration : 28 février 2017.
- Recueil de l'information requise pour apprécier l'équité de l'opération, réalisation des travaux d'analyse et échanges avec la Société et l'établissement présentateur : du 2 au 27 mars 2017.
- Finalisation des travaux d'évaluation et rédaction du projet de rapport : du 28 mars au 3 avril 2017.
- Remise de la version finale de notre rapport : 3 avril 2017.

6. Rémunération

Le montant des honoraires de Sorgem Evaluation relatif au projet de cession de la participation de Gaumont dans Les Cinémas Gaumont Pathé et à l'offre de rachat d'actions de Gaumont sur ses propres actions s'établit, au global, à 140.000 euros hors taxes, coût de traduction inclus.

7. Méthode des multiples boursiers

Nous avons procédé à une analyse de sociétés cotées présentes sur des activités de production et de distribution de films et séries nous ayant conduit *in fine* à écarter la méthode des comparables boursiers.

Le premier échantillon identifié présente des sociétés principalement européennes, à l'exception d'Entertainment One, Lions Gate Entertainment et Toho, au profil de répartition du chiffre d'affaires majoritairement concentré dans la production et la distribution de films cinématographiques et de séries télévisuelles.

Nos analyses des caractéristiques financières et opérationnelles nous ont amené à écarter ce premier échantillon de sociétés pour les raisons suivantes :

- Absence d'exhaustivité des consensus de prévisions des brokers, notamment en ce qui concerne les prévisions d'EBIT : Leone Film Groupe, Mondo TV, Splendid Medien, Xilam Animation et Wild Bunch ;
- Opérations de fusions-acquisitions significatives : Lions Gate Entertainment ;
- Zone de marché : Toho ;
- Diversification (plateforme de streaming, commercialisation de droits sportifs) : Pantaleon Entertainment, Highlight Communications ;
- Autres caractéristiques (importance de budget des films, *pipe*, profondeur du catalogue) : Europacorp, Entertainment One.

A titre indicatif, nous présentons en page suivante les multiples ressortant de ce premier échantillon, ainsi que les caractéristiques financières et opérationnelles des sociétés analysées dans les tableaux ci-après

Multiples boursiers

Société	Pays	Capi. boursière (M€)	Valeur d'entreprise (M€)	Flottant	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT		
					déc-16	déc-17	déc-18	déc-16	déc-17	déc-18	déc-16	déc-17	déc-18
Entertainment One	Canada	1 210	1 574	97%	1,35x	1,22x	1,12x	8,6x	7,5x	6,8x	9,8x	8,4x	7,7x
Europacorp	France	143	443	29%	3,74x	2,09x	2,17x	11,2x	5,2x	n.s.	n.s.	14,0x	n.s.
Lions Gate Entertainment	Etats-Unis	5 619	8 938	64%	2,70x	2,13x	2,00x	n.s.	13,9x	13,0x	9,1x	7,5x	6,3x
Pantaleon Entertainment	Allemagne	101	102	24%	4,13x	1,81x	0,88x	n.s.	n.s.	3,4x	n.s.	20,0x	18,0x
Leone Film Group	Italie	45	69	23%	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Mondo TV	Italie	118	120	41%	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Highlight Communications	Suisse	258	254	23%	0,65x	0,61x	0,59x	3,7x	3,2x	3,0x	9,1x	7,5x	6,3x
Splendid medien	Allemagne	18	30	30%	0,58x	0,49x	0,42x	2,3x	2,3x	2,0x	n.s.	n.s.	n.s.
Xilam Animation	France	48	65	31%	4,05x	2,84x	2,58x	4,1x	2,8x	2,5x	21,6x	13,2x	11,8x
Constantin Medien	Allemagne	178	477	60%	0,87x	0,87x	0,84x	3,3x	3,2x	3,2x	n.s.	n.s.	n.s.
Wild Bunch	Allemagne	53	201	75%	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Toho Co	Japon	5 065	4 475	58%	2,26x	2,29x	2,24x	9,0x	10,8x	10,6x	10,8x	11,7x	11,4x
Moyenne		1 071	1 396	46%	2,26x	1,59x	1,43x	6,0x	6,1x	5,6x	12,1x	11,8x	10,2x
Médiane		131	228	36%	2,26x	1,81x	1,12x	4,1x	4,2x	3,3x	9,8x	11,7x	9,5x

Source : Bloomberg, Sociétés, Brokers, analyses Sorgem Evaluation

Profils de croissance et niveaux de marges

Société	Chiffre d'affaires (M€)	# brokers consensus EBIT 17	Croissance CA			Marge EBITDA			Marge EBIT		
			déc-16	déc-17	déc-18	déc-16	déc-17	déc-18	déc-16	déc-17	déc-18
Entertainment One	1 165	3	23,5%	10,9%	8,5%	15,7%	16,2%	16,6%	13,9%	14,5%	14,5%
Europacorp	119	2	(19,6%)	78,9%	(3,8%)	33,3%	40,5%	(0,2%)	(29,0%)	14,9%	(0,2%)
Lions Gate Entertainment	3 304	11	49,3%	27,2%	6,3%	11,5%	15,3%	15,4%	6,4%	10,6%	11,1%
Pantaleon Entertainment	25	1	80,9%	127,7%	106,6%	(13,7%)	8,7%	25,6%	(6,5%)	22,7%	39,4%
Leone Film Group	37	1	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Mondo TV	17	-	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Highlight Communications	390	2	20,3%	7,3%	3,5%	17,6%	19,2%	19,5%	7,2%	8,0%	9,3%
Splendid medien	51	1	(10,6%)	20,0%	15,3%	25,5%	21,4%	21,3%	n.s.	n.s.	n.s.
Xilam Animation	16	1	41,6%	42,5%	10,1%	98,1%	101,8%	102,4%	18,8%	21,5%	21,9%
Constantin Medien	552	2	14,5%	(0,5%)	2,9%	25,9%	26,9%	26,7%	n.s.	n.s.	n.s.
Wild Bunch	119	-	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Toho Co	1 983	4	2,9%	(1,4%)	2,1%	25,2%	21,3%	21,1%	20,8%	19,6%	19,7%
Moyenne			22,6%	34,7%	16,8%	26,6%	30,1%	27,6%	4,5%	16,0%	16,6%
Médiane			20,3%	20,0%	6,3%	25,2%	21,3%	21,1%	7,2%	14,9%	14,5%

Source : Bloomberg, Sociétés, Brokers, analyses Sorgem Evaluation

Caractéristiques opérationnelles

Société	Répartition CA			# films produits ou distribués / an	# séries produites ou distribuées / an	Catalogue		
	Prod. & distrib. cinéma	Prod. & distrib. TV	Autres activités			# titres	Valorisation (M€)	% total VE
Entertainment One	64%	36%	-	210	>10	40 000	1323	112%
Europacorp	74%	15%	11%	6	~5	500	139	31%
Lions Gate Entertainment	72%	29%	-	~40	~20	16 000	n.d.	n.d.
Pantaleon Entertainment	~90%	~5%	~5%	~5	1	n.d.	n.d.	n.d.
Leone Film Group	~100%	-	-	16	1	500	n.d.	n.d.
Mondo TV	-	~100%	-	-	n.d.	~1 700	n.d.	n.d.
Highlight Communications	84%	16%	11	11	1	n.d.	n.d.	n.d.
Splendid medien	92%	8%	n.d.	n.d.	n.d.	1 500	n.d.	n.d.
Xilam Animation	-	~100%	-	-	5	~1 500	n.d.	n.d.
Constantin Medien	57%	43%	11	11	1	n.d.	n.d.	n.d.
Wild Bunch	100%	-	100	100	2	2 200	n.d.	n.d.
Toho Co	66%	34%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Source : Sociétés, Brokers, analyses Sorgem Evaluation

Nous avons identifié un second échantillon, uniquement composé de sociétés américaines, et écartées pour des raisons liées à :

- la diversification trop significative de leur activité, à l'instar de Walt Disney ;
- l'intégration trop importante de la chaîne de valeur des médias dans leur *business model*, à l'instar des *networks* ou conglomérats CBS, Amc Networks, Discovery Communications, Scripps Networks International, Viacom, Time Warner et Twenty-First Century Fox.

A titre indicatif, nous présentons les multiples ressortant de cet échantillon, ainsi que les caractéristiques financières et opérationnelles des sociétés analysées dans les tableaux ci-dessous.

Multiples boursiers

Société	Pays	Capi.	Valeur	Flottant	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT		
		boursière (M€)	d'entreprise (M€)		déc-16	déc-17	déc-18	déc-16	déc-17	déc-18	déc-16	déc-17	déc-18
Amc Networks	Etats-Unis	3 635	6 111	98%	2,35x	2,25x	2,17x	8,7x	7,3x	7,1x	9,9x	8,2x	8,0x
Cbs Corp	Etats-Unis	25 819	35 764	96%	2,88x	2,83x	2,71x	13,3x	12,0x	11,0x	14,5x	13,0x	11,9x
Discovery Communications	Etats-Unis	13 335	20 626	98%	3,37x	3,20x	2,99x	9,2x	8,7x	8,3x	10,6x	10,2x	9,7x
Scripps Networks International	Etats-Unis	9 522	14 229	87%	4,44x	4,19x	4,03x	11,2x	10,3x	9,9x	13,1x	11,5x	11,0x
Walt Disney Co	Etats-Unis	166 187	202 132	96%	3,85x	3,77x	3,55x	12,8x	12,1x	11,2x	15,1x	14,2x	13,0x
Time Warner	Etats-Unis	72 459	94 782	97%	3,43x	3,25x	3,09x	12,2x	11,4x	10,6x	13,3x	12,3x	11,5x
Twenty-First Century Fox	Etats-Unis	53 893	75 897	98%	2,79x	2,68x	2,51x	11,1x	10,5x	9,6x	12,2x	11,5x	10,4x
Viacom Inc	Etats-Unis	17 245	29 872	20%	2,54x	2,44x	2,38x	11,5x	10,3x	9,7x	12,5x	11,2x	10,5x
Moyenne		45 262	59 927	86%	3,21x	3,1x	2,9x	11,27x	10,3x	9,7x	12,65x	11,5x	10,7x
Médiane		21 532	32 818	97%	3,12x	3,0x	2,8x	11,38x	10,4x	9,8x	12,84x	11,5x	10,8x

Source : Bloomberg, Sociétés, Brokers, analyses Sorgem Evaluation

Profils de croissance et niveaux de marges

Société	Chiffre d'affaires (M€)	# brokers consensus EBIT 17	Croissance CA			Marge EBITDA			Marge EBIT		
			déc-16	déc-17	déc-18	déc-16	déc-17	déc-18	déc-16	déc-17	déc-18
Amc Networks	2 599	18	6,8%	4,5%	3,9%	26,9%	31,0%	30,3%	23,9%	27,6%	27,1%
Cbs Corp	12 416	29	3,9%	1,9%	4,5%	21,6%	23,5%	24,5%	19,9%	21,7%	22,8%
Discovery Communications	6 127	26	1,6%	5,2%	6,9%	36,6%	36,9%	35,9%	31,7%	31,4%	30,8%
Scripps Networks International	3 208	18	12,7%	5,8%	4,1%	39,5%	40,7%	40,8%	33,8%	36,3%	36,6%
Walt Disney Co	52 461	26	6,0%	2,2%	6,3%	30,1%	31,2%	31,7%	25,5%	26,5%	27,4%
Time Warner	27 647	29	4,3%	5,5%	5,1%	28,0%	28,6%	29,3%	25,7%	26,3%	26,9%
Twenty-First Century Fox	27 179	25	5,5%	4,4%	6,5%	25,1%	25,5%	26,2%	22,9%	23,3%	24,1%
Viacom Inc	11 776	31	(5,9%)	4,1%	2,4%	22,0%	23,6%	24,5%	20,2%	21,8%	22,7%
Moyenne			4,4%	4,2%	5,0%	28,7%	30,1%	30,4%	25,5%	26,9%	27,3%
Médiane			4,9%	4,4%	4,8%	27,5%	29,8%	29,8%	24,7%	26,4%	27,0%

Source : Bloomberg, Sociétés, Brokers, analyses Sorgem Evaluation

Caractéristiques opérationnelles

Société	Répartition CA		
	Prod. & distrib. Cinéma	Network intégré TV	Autres activités
Amc Networks	<10%	>90%	-
Cbs Corp	n.d.	30%	6%
Discovery Communications	-	~100%	3%
Scripps Networks International	-	~97%	~3%
Walt Disney Co	17%	43%	40%
Time Warner	17%	74%	9%
Twenty-First Century Fox	30%	70%	-
Viacom Inc	21%	79%	-

Source : Sociétés, Brokers, analyses Sorgem Evaluation

8. Méthode des transactions comparables

Dans le cadre de notre analyse de l'équité, nous avons considéré que la valorisation des actions de la Société devait se faire sans prime de contrôle alors que les multiples de transactions comportent le plus souvent de telles primes, ce qui implique théoriquement de les déduire⁴⁹.

⁴⁹ L'annulation de la prime de contrôle peut éventuellement se faire sur la base d'une décote forfaitaire, qui reste cependant approximative.

La mise en œuvre de cette méthode se heurte souvent à la difficulté à obtenir les informations nécessaires au calcul des multiples. Dans le cas d'espèce, la mise en œuvre d'une telle méthode trouve également ses limites dans les raisons invoquées concernant la pertinence limitée de l'approche par les multiples boursiers (cf. paragraphe **V.I.5.**).

Aussi, nous avons écarté la méthode des transactions comparables. A titre indicatif, nous présentons néanmoins en page suivante les transactions que nous avons analysées, ainsi que les multiples moyens et médians ressortant de notre analyse.

Attestation d'équité concernant l'offre publique de rachat d'actions de la société Gaumont – 19 avril 2017

Date d'annonce	Acquéreur	Cible	Pays	% acquis	VE(€m)	VE/CA	VE/EBITDA	VE/EBIT
févr.-17	Recon Wen Yuan Cable	Millenium Films	Etats-Unis	51%				
janv.-17	Mediawan	Groupe AB	France	100%	237	1,50x	6,6x	
janv.-17	Studio 100	m4e	Allemagne	68%	12	0,87x	3,9x	5,8x
nov.-16	Anhui Xinke New Materials	Midnight Investment	Etats-Unis	100%				
nov.-16	Wanda Group	Dick Clark Productions	Etats-Unis	100%	901		16,7x	
oct.-16	Yuuzoo Corporation	Relativity Media	Etats-Unis	33%				
oct.-16	AT&T	Time Warner	Etats-Unis	100%	99 448	3,87x	14,4x	15,8x
sept.-16	Shanghai Fundamental Films	EuropaCorp	France	28%	405	2,75x	8,6x	n.s.
avr.-16	NBCUniversal	DreamWorks Animation SKG	Etats-Unis	100%	3 574	4,42x	88,7x	n.s.
avr.-16	Shamrock Capital Advisors	Silvergate Media	Royaume-Uni	51%	96	9,40x	89,2x	89,2x
avr.-16	Studio Canal	Bambu Producciones	Espagne	33%				
mars.-16	Entertainment One	Renegade Entertainment	Etats-Unis	65%	32	0,99x	6,7x	
janv.-16	Dalian Wanda Group	Legendary Entertainment	Etats-Unis	100%	3 210	7,57x		
déc.-15	Management / Sequoia Cap. / SAIF	Bona Film Group	Chine	37%	837	3,60x	30,2x	61,2x
déc.-15	MGM Studios	United Artist Media Group	Etats-Unis	45%	473	0,40x	2,0x	2,1x
nov.-15	Lions Gate	Pilgrim Media Group	Etats-Unis	63%	296			
nov.-15	Liberty Global / Discovery Com.	Lions Gate	Etats-Unis	7%	6 685	3,00x	6,4x	32,3x
nov.-15	TF1	Newen	France	70%				
nov.-15	Vivendi	Banijay-Zodiak	France	26%	800	0,89x	8,42x	
sept.-15	Entertainment One	Astley Baker Davies	Royaume-Uni	70%	270		11,6x	
sept.-15	Canada Pension Plan	Entertainment One	Canada	18%	1 513	1,40x	10,3x	18,4x
sept.-15	Rainmaker Entertainment	Shaftesbury	Canada	100%	14			
août.-15	FremantleMedia	Wildside	Italie	63%	45	1,88x	8,1x	21,5x
juil.-15	Banijay Entertainment	Zodiac Media	France	100%				
juil.-15	Fairfax Financial Holdings	Temple Street Productions	Canada	55%	49			
juin.-15	ITV	Boom Supervisory	Royaume-Uni	75%	136		20,1x	
juin.-15	Ten Alps	Reef Television	Royaume-Uni	100%	4	0,51x	5,7x	6,2x
mai.-15	Lagarere Active	Bommerang TV	Espagne	82%				
mars.-15	ITV	Talpa Holdings	Pays-Bas	100%	600	2,78x	9,8x	10,1x
janv.-15	Entertainment One	The Mark Gordon Company	Etats-Unis	51%	218		8,7x	
déc.-14	DHX Media	Nerd Corps Entertainment	Canada	100%	40	2,60x	5,0x	
oct.-14	21st Century Fox/ Apollo Global	Endemol/ Shine / CORE Media	P-B / US / UK	100%	1 571			
sept.-14	MGM Studios	One Three Media / LightWorkers	Etats-Unis	55%	566			
juil.-14	Leone Film Group	Lotus Production	Italie	100%	7	0,90x	10,7x	11,2x
juil.-14	Wild Bunch	Senator Entertainment	Allemagne	100%	180	0,97x		
juil.-14	Sky	Love Productions	Royaume-Uni	70%	46	2,40x	11,4x	11,5x
juil.-14	Entertainment One	Paperny Entertainment	Canada	100%	20	1,66x		
juil.-14	Fin Co	Lumière Publishing	Belgique	40%	34	2,70x		
juin.-14	Fortress Investment Group	Revolution Studios	Etats-Unis		169			
mai.-14	Discovery Com. / Liberty Global	All3Media	Royaume-Uni	100%	672	1,10x	8,5x	
mai.-14	ITV	Leftfield Entertainment	Etats-Unis	80%	323		11,8x	
avr.-14	DHX Media	Epitome Pictures	Canada	100%	22	1,30x	4,7x	
févr.-14	Warner Bros Entertainment	Eyeworks Holding	Pays-Bas	100%	231	0,84x	7,3x	9,9x
déc.-13	Lagarere Entertainment	Groupe Réservoir	France	100%				
sept.-13	Modem Times Group	Nice Entertainment Group	Finlande	87%	97	0,80x	12,0x	
juil.-13	ITV	Big Talk Productions	Royaume-Uni	100%	14	0,70x	7,5x	7,6x
mai.-13	ITV	High Noon Entertainment	Etats-Unis	60%	33			7,5x
avr.-13	ITV	The Garden Productions	Royaume-Uni	100%	20	1,30x	6,9x	7,0x
déc.-12	Tinopolis	Firecracker Films	Royaume-Uni	100%	26	1,69x		
déc.-12	Tinopolis	Passion Distribution	Royaume-Uni	100%	18	1,05x	6,0x	8,2x
juil.-12	Boom Pictures / LDC	Boomerang Plus	Royaume-Uni	100%	5	0,15x	3,4x	3,4x
avr.-11	News Corp	Shine Group	Royaume-Uni	100%	448	1,04x	10,8x	
août.-10	All3Media	Optomen Television	Royaume-Uni	100%	43	1,23x		
août.-10	Time Warner/ Management team	Shed Media	Royaume-Uni	100%	139	1,25x	7,5x	7,9x
juin.-10	Zodiac Media	RDF Media Group	Royaume-Uni	100%	172	1,20x	13,6x	
mai.-08	Vitruvian	Tinopolis	Royaume-Uni	100%	43	0,52x	10,2x	15,6x
Moyenne						1,98x	14,1x	17,6x
Médiane						1,27x	8,6x	10,0x

Source : Mergermarket, Epsilon, Sociétés, Presse, analyses Sorgem Evaluation

9. Eléments d'information à la suite d'un courrier envoyé à l'AMF par un actionnaire minoritaire

Un actionnaire minoritaire (« l'Actionnaire Minoritaire ») a adressé le 18 avril 2017 un courrier à l'Autorité des Marchés Financiers (« l'AMF ») dans lequel il soulève différentes questions concernant l'opération.

Nous présentons ci-après des éléments d'information en rapport avec les principaux points qui ont été soulevés par l'Actionnaire Minoritaire.

9.1 L'Actionnaire Minoritaire remet en question la déclaration d'indépendance du Rapport par rapport aux attestations d'équité que Sorgem Evaluation a pu réaliser dans le passé

Nous comprenons que l'Actionnaire Minoritaire fait référence aux attestations d'équité suivantes, sur lesquelles Sorgem Evaluation est intervenu en tant qu'expert indépendant :

- en mars 2012, l'OPRA portant sur les actions d'Havas et l'OPAS portant sur des BSAAR d'Havas (rapport Sorgem Evaluation daté du 23 mars 2012) – le principal actionnaire d'Havas était le Groupe Bolloré ;
- en novembre 2014, l'OPE lancée par le Groupe Bolloré, Compagnie du Cambodge et Société Industrielle et Financière de l'Artois visant les actions et les BSAAR d'Havas (rapport Sorgem Evaluation daté du 17 novembre 2014) – notre rapport mentionne notre intervention sur cette opération en partie III.1.

Ces attestations d'équité n'ont pas été réalisées au cours des vingt-quatre mois précédant l'Opération et ne sont pas de nature à affecter notre indépendance par rapport à l'Opération.

9.2 Selon l'Actionnaire Minoritaire, l'expert indépendant aurait dû évaluer le titre Gaumont dans le cadre d'une OPR

Dans le contexte d'une cession de la totalité ou du « *principal des actifs* », l'article 236-6 du Règlement Général de l'AMF permet à l'AMF d'imposer à l'actionnaire de contrôle d'une société cotée de mettre en œuvre une offre publique de retrait (OPR). La décision de l'AMF d'imposer ou non une OPR dépend de son appréciation de ce que la

cession porte sur le « *principal des actifs* » et des effets de l'opération sur les droits et intérêts des minoritaires.

Au cas d'espèce, le principal des actifs de Gaumont n'est pas cédé : seule une participation minoritaire, consolidée par simple mise en équivalence et sur laquelle nous comprenons que Gaumont a une influence limitée, est cédée.

Par ailleurs, l'actionnaire majoritaire s'est engagé à ne pas lancer une offre publique de retrait (et un retrait obligatoire) dans les douze prochains mois (source : lettre du 12 avril 2017 de N. Seydoux, Président de Ciné Par, à Monsieur le Président de l'AMF).

Enfin, les méthodes d'évaluation que nous aurions été amenés à mettre en œuvre dans le cadre d'une OPR n'auraient pas différé de celles que nous avons mises en œuvre dans le cadre de l'opération. Seule notre appréciation des conditions permettant de considérer l'opération comme équitable auraient pu être modifiée : dans le cadre d'une OPR suivie éventuellement d'un retrait obligatoire, nous aurions considéré que le prix d'Offre devrait au minimum se situer dans la partie supérieure des fourchettes de valorisation. En l'espèce, c'est le cas dans la présente opération puisque nos analyses aboutissent à la conclusion que le prix d'Offre est supérieur à la valeur intrinsèque de la Société.

9.3 Sur la mise en œuvre de la référence à l'actif net comptable

Nous comprenons que l'Actionnaire Minoritaire regrette l'absence de référence à la méthode de l'Actif Net Comptable, même s'il relève, à juste titre, que cette référence est souvent écartée par les experts indépendants.

Nous avons mis en œuvre une méthode par la somme des parties, qui peut être considérée comme une méthode d'Actif Net Réévalué puisqu'elle revient à rechercher la valeur intrinsèque de chacun des actifs, comme rappelé en page 39 de notre Rapport.

Nous considérons cette dernière méthode appropriée, car elle prend en compte la valeur estimée de chacun des actifs, ainsi que l'impact des charges de structure, éléments qui sont difficilement allouables à un actif particulier et qui ne sont pas pris en compte dans la méthode de l'Actif Net Comptable.

9.4 Sur les taux d'actualisation

L'Actionnaire Minoritaire questionne l'estimation des taux d'actualisation retenus pour chaque activité. En particulier, il s'interroge sur la pertinence du taux d'actualisation retenu pour valoriser les frais de structure.

Le tableau ci-dessous synthétise les taux d'actualisation retenus pour les activités valorisées par une méthode DCF (tableau figurant dans notre rapport).

Paramètre	Cinéma	Cat. signé	Cat. non signé	Fiction / Anim FR	Fiction / Anim US	Frais de structure	Redevance
Taux sans risque	1,3%	n.a.	0,9%	0,9%	1,1%	0,9%	0,9%
Beta	1,0	n.a.	0,6	0,9	0,9	0,5	0,5
Prime de marché	5,0%	n.a.	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Prime de taille	3,6%	n.a.	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Coût du capital (arrondi)	10,0%	1,5%	7,5%	9,0%	9,0%	7,0%	7,0%

L'Actionnaire Minoritaire indique que le fait de retenir pour les frais de structure un taux d'actualisation plus faible que pour plusieurs autres activités conduit à augmenter le taux d'actualisation moyen qui aurait été retenu si une méthode d'actualisation des flux de trésorerie agrégés⁵⁰ avait été retenue : cela pourrait ainsi conduire, selon l'Actionnaire Minoritaire, à un taux d'actualisation globalement supérieur au taux d'actualisation retenu par les analystes couvrant des sociétés cotées du secteur.

Gaumont est de plus petite taille que les sociétés cotées du secteur suivies par les analystes et généralement moins diversifiée sur des activités moins risquées, ce qui explique pourquoi nous considérons qu'il serait tout à fait pertinent que le coût du capital global de Gaumont soit supérieur à celui des sociétés cotées du secteur.

Nous considérons par ailleurs que cette estimation d'un taux d'actualisation plus faible pour les frais de structure est appropriée, puisque, comme indiqué dans notre rapport, les frais de structure sont surtout fondés sur des contrats à long terme, et qu'il est donc particulièrement difficile de les adapter aux évolutions économiques. Cette visibilité importante sur les frais de structure est traduite, dans l'estimation du taux d'actualisation, par un bêta faible, traduisant leur plus faible volatilité.

Au niveau de l'évaluation générale de la Société, si un taux d'actualisation applicable aux flux de trésorerie générés par l'ensemble des activités de Gaumont avait dû être estimé, ce dernier aurait dû prendre en compte l'importance des frais de structure dans

⁵⁰ Flux de trésorerie généré par l'ensemble des activités de Gaumont.

la Société, qui induisent une flexibilité opérationnelle plus limitée que celle de nombre de sociétés du secteur, et par conséquent un taux d'actualisation plus élevé.

9.5 Sur la valorisation du catalogue de films

L'Actionnaire Minoritaire indique que la valeur du catalogue de films retenue dans le Rapport serait inférieure à celle présentée dans les comptes.

La valeur attribuée au Catalogue dans le Rapport ne concerne qu'un périmètre restreint par rapport à la valeur présentée dans les comptes sous la rubrique « Films et droits audiovisuels » : elle ne correspond qu'à la ligne « Films et droits cinématographiques », les autres éléments étant valorisées à part dans le Rapport (par exemple, les droits télévisuels et les productions en cours ont été prises en compte dans la partie « Cinéma » et les fictions d'animation dans la partie « Animation »).

Le tableau ci-après présente les valeurs comptables.

3.2. Films et droits audiovisuels

	31.12.16	Mouvements de la période			31.12.15
		+	-	Autres ⁽¹⁾	
Films et droits cinématographiques	1 829 334	23 218	- 7	141 453	1 664 670
Fictions et droits télévisuels	374 147	685	-	52 568	320 894
Films et séries d'animation	176 895	2 228	-	6 070	168 597
Productions musicales	2 943	84	-	36	2 823
Jeux vidéo	1 525	-	-	-	1 525
Films cinématographiques en cours de production	8 062	7 706	-	- 35 076	35 432
Fictions télévisuelles en cours de production	20 150	46 048	- 364	- 41 017	15 483
Films et séries d'animation en cours de production	16 615	14 275	- 696	- 5 553	8 589
Valeur brute	2 429 671	94 244	- 1 067	118 481	2 218 013
Films et droits cinématographiques	- 1 761 745	- 56 021	70	- 100 806	- 1 604 988
Fictions et droits télévisuels	- 348 507	- 49 107	-	- 10 249	- 289 151
Films et séries d'animation	- 167 347	- 8 165	560	- 173	- 159 569
Productions musicales	- 2 862	- 3	-	- 36	- 2 823
Jeux vidéo	- 1 525	-	-	-	- 1 525
Fictions télévisuelles en cours de production	- 149	-	364	-	- 513
Films et séries d'animation en cours de production	-	-	-	-	-
Amortissements et dépréciations	- 2 282 135	- 113 296	994	- 111 264	- 2 058 569
VALEUR NETTE	147 536	- 19 052	- 73	7 217	159 444

La valeur nette des « films et droits cinématographiques » ressort au 31 décembre 2016 à 67 589 K€ (1 829 334 – 1 761 745). Notre valorisation du Catalogue (115 M€) est donc supérieure à celle présentée dans les comptes.

9.6 Sur la valorisation des actifs immobiliers

L'Actionnaire Minoritaire critique l'évaluation du principal actif immobilier, reprochant en particulier le fait qu'elle se fonderait sur une expertise immobilière ancienne (qui daterait de 2012).

L'Actionnaire Minoritaire a émis une remarque erronée : le principal actif immobilier, à savoir l'Immobilier des Champs-Élysées, a été valorisé, comme plusieurs fois rappelé dans le Rapport, sur la base du rapport du cabinet Robine & Associés daté du **2 février 2017**.

L'actif immobilier sur lequel l'expert indépendant a disposé d'un rapport plus ancien est l'Immobilier de Neuilly⁵¹, qui constitue le siège social de la Société. Ce rapport valorise cet immobilier au 1^{er} novembre 2014.

Cet ensemble immobilier n'est pas le principal actif immobilier de la Société, et n'a pas vocation à être cédé. Nous nous sommes entretenus avec l'expert immobilier en charge de l'évaluation réalisée au 1^{er} novembre 2014, qui avait visité récemment les locaux. Le taux de capitalisation retenu (entre 5,0% et 5,5%) correspond à l'estimation qui peut être faite de ce taux de rendement au début de l'année 2017, et son niveau est justifié par les spécificités de l'actif immobilier, atypique et dans un état qui nécessiterait des travaux significatifs. La valeur retenue est, au final, supérieure d'environ 30% à celle présentée dans le rapport valorisant l'actif immobilier au 1^{er} novembre 2014.

9.7 Sur le traitement de l'impôt

L'Actionnaire Minoritaire indique qu'il n'a pas compris le traitement de l'impôt.

Le Rapport explique que le traitement de l'impôt, dans une méthode par la somme des parties, est réalisé séparément. Il indique les hypothèses retenues et le résultat de nos analyses, qui aboutissent notamment à considérer que les impôts sur les sociétés que Gaumont devrait acquitter dans le futur (périmètre d'intégration fiscale française) est très réduit compte tenu notamment du régime du régime fiscal dérogatoire et des déficits reportables.

⁵¹ En dehors de la Maison de Chatou, actif peu significatif.

Nous rappelons ci-dessous les explications apportées dans notre Rapport en page 37-38 :

« dans les analyses de valeur des parties françaises bénéficiant de l'intégration fiscale et valorisées sur la base d'une méthode par actualisation des flux de trésorerie attendus, un impôt égal à 34,43% des flux attendus a été, par construction, retenu. La consolidation des flux d'impôt de chaque partie ne correspond pas à notre estimation de l'impôt [effectif] que la Société devrait payer dans le futur

[note de bas de page : Nous soulignons à ce titre que le niveau d'impôt sur les sociétés que la Société devrait être amenée à payer dans le futur est limité du fait notamment des déficits reportables. Nous soulignons également que la Société peut bénéficier de crédit d'impôt cinéma (le crédit d'impôt cinéma bénéficie aux sociétés de production qui réalisent sur le territoire français les travaux d'élaboration et de production de leurs œuvres cinématographiques) et de régimes d'amortissement dérogatoire].

A moyen / long terme, la consolidation de l'ensemble des flux de trésorerie de chaque activité (méthode DCF par partie) fait ressortir un niveau d'impôt légèrement négatif [note de bas de page : L'impôt négatif, résultat purement calculatoire, serait un paiement de l'Etat à la Société], alors que nos estimations au niveau du flux d'impôt nous amène à considérer un impôt quasi-nul. Nous avons donc retenu, à ce titre, un ajustement négatif de la Valeur d'Entreprise. »

Pour résumer, le taux d'imposition théorique est appliqué à chaque élément (positif ou négatif) de la somme des parties et une réconciliation est effectuée au niveau du passage entre la Valeur d'Entreprise et la valeur des capitaux propres.

Au vu des éléments de l'Actionnaire Minoritaire qui nous ont été communiqués, nos conclusions sur la cession et l'équité de l'Offre restent inchangés.

4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Au cours de sa séance du 4 avril 2017, le Conseil d'administration de la Société, après avoir pris connaissance (i) du projet de note d'information relative à l'Offre, (ii) des travaux d'évaluation menés par BNP Paribas, (iii) des engagements de non apport à l'Offre de Ciné Par et de Monsieur Nicolas Seydoux totalisant ensemble sur une base non diluée 64,59% de son capital et (iv) du rapport de Sorgem Evaluation en qualité d'expert indépendant en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF concluant au caractère équitable, d'un point de vue financier, du prix offert dans le cadre de l'Offre projetée pour les actionnaires de la Société, a considéré à l'unanimité de tous ses membres présents ou représentés, que :

- l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires ;
- l'Offre n'a aucune incidence sur l'emploi, aucun changement au sein de la direction n'est envisagé à l'issue de l'Offre et la Société entend poursuivre son activité dans la continuité de la stratégie actuellement suivie.

En conséquence, le Conseil d'administration de la Société a décidé d'approuver le projet d'Offre portant sur un nombre maximum de 1 657 313 actions de la Société, soit 37,43% du capital et 30,44% des droit de vote à un prix de 75 € par action, dividende attaché, pour un montant global et maximum de 124 298 475 € sous réserve de l'approbation par l'assemblée générale des actionnaires de la résolution autorisant la cession de la participation de la Société dans le capital de la société Les Cinémas Gaumont Pathé et de la résolution autorisant la réduction du capital d'un montant nominal maximal de 13 258 504 € par voie d'offre publique de rachat d'actions portant sur un nombre maximum de 1 657 313 actions.

Au cours de cette réunion du Conseil d'administration du 4 avril 2017, l'ensemble des administrateurs était présent ou représenté et a pris part au vote.

5. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

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

Ces informations qui feront l'objet d'un document d'information spécifique établi par la Société, seront disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Gaumont (<http://www.Gaumont.fr>), et pourront être obtenues sans frais auprès de :

- Gaumont: 30 avenue Charles de Gaulle - 92200 Neuilly sur Seine ;
- BNP Paribas : 4, rue d'Antin - 75002 Paris

6. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION

Pour la présentation de l'Offre

« Conformément à l'article 231-18 du Règlement général de l'AMF, BNP Paribas, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'elle a examinée sur la base des informations communiquées par Gaumont, et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

BNP Paribas

Pour la Société

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

Madame Sidonie Dumas
Directrice Générale