

OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE

SAFTI GROUPE



INITIÉE PAR

La Santa Maria

PRÉSENTÉE PAR

Invest *Securities*

NOTE D'INFORMATION CONJOINTE AUX SOCIÉTÉS

PRIX DE L'OFFRE : 13,00 EUROS PAR ACTION SAFTI GROUPE

DUREE DE L'OFFRE : 10 JOURS DE NÉGOCIATION

Le calendrier de l'offre sera fixé par l'Autorité des marchés financiers (l' « AMF ») conformément aux dispositions du règlement général de l'AMF.

Avis important

À l'issue de l'offre publique de retrait faisant l'objet de la présente note d'information conjointe, la procédure de retrait obligatoire prévue par l'article L.433-4 II du code monétaire et financier, applicable sur renvoi de l'article L. 433-4 V du même code et par les articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, sera mise en œuvre. Les actions SAFTI GROUPE qui n'auront pas été apportées à la présente offre publique de retrait seront transférées, à compter du jour de négociation suivant le jour de clôture de l'offre publique de retrait, à la société LA SANTA MARIA, moyennant une indemnisation de 13,00 euros par action SAFTI GROUPE, nette de tous frais.



En application de l'article L.621-8 du Code monétaire et financier et des articles 231-23 et 231-26 de son règlement général, l'AMF a, en application de la décision de conformité de l'offre publique de retrait du 13 juillet 2016, apposé le visa n° 16-316 en date du 13 juillet 2016 sur la présente note d'information conjointe. Cette note d'information a été établie par LA SANTA MARIA conjointement avec SAFTI GROUPE 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 présente note d'information conjointe est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de SAFTI GROUPE (www.safti.fr) et peut être obtenu sans frais auprès de :

SAFTI GROUPE

118, Route d'Espagne

31 100 Toulouse

France

LA SANTA MARIA

118, Route d'Espagne

31 100 Toulouse

France

INVEST SECURITIES

73, boulevard Haussmann

75 008 Paris

France

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, des sociétés LA SANTA MARIA et SAFTI GROUPE seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait selon les mêmes modalités.

Table des matières

1	PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION.....	6
1.1	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE.....	7
1.1.1	Historique.....	7
1.1.2	Répartition du capital et des droits de vote de SAFTI GROUPE à la date du dépôt de l'Offre 11	
1.1.3	Motifs de l'Offre : intérêts pour la Société et ses actionnaires.....	12
1.1.4	Autorisation réglementaire.....	12
1.2	INTENTIONS DE L'INITIATEUR AU COURS DES DOUZE PROCHAINS MOIS.....	12
1.2.1	Intentions sur le Retrait Obligatoire.....	12
1.2.2	Stratégie et poursuite des activités de la Société.....	13
1.2.3	Composition des organes sociaux et de direction après l'Offre.....	13
1.2.4	Orientation en matière d'emploi.....	14
1.2.5	Politique de distribution de dividendes.....	14
1.2.6	Structure du Groupe.....	14
1.2.7	Synergie envisagée.....	14
1.2.8	Avantages de l'opération pour les actionnaires de la Société.....	14
2	CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE.....	15
2.1	TERMES DE L'OFFRE.....	15
2.2	NOMBRE D'ACTIONNAIRES SUSCEPTIBLES D'ÊTRE APPORTÉES À L'OFFRE.....	15
2.3	MODALITÉS ET PROCÉDURE DE PRÉSENTATION À L'OFFRE DES ACTIONNAIRES SAFTI GROUPE.....	15
2.3.1	Modalités de l'Offre.....	15
2.3.2	Procédure de présentation des actions SAFTI GROUPE à l'Offre.....	16
2.4	RETRAIT OBLIGATOIRE ET RADIATION DU MARCHÉ ALTERNEXT D'EURONEXT PARIS.....	17
2.5	CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE.....	18
2.6	RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE À L'ÉTRANGER.....	19
2.7	RÉGIME FISCAL DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE.....	20
2.7.1	Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à de telles opérations.....	21
2.7.2	Personnes morales résidentes fiscales de France assujetties à l'impôt sur les sociétés.....	23
2.7.3	Autres actionnaires.....	24
2.7.4	Droits d'enregistrement.....	24
2.7.5	Taxe sur les transactions financières.....	24
2.8	FINANCEMENT ET COÛTS DE L'OFFRE ET DE LA MISE EN ŒUVRE DU RETRAIT OBLIGATOIRE.....	25
3	ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE.....	25

4	ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE.....	26
4.1	Informations préliminaires.....	26
4.2	Données financières de base	26
4.2.1	Agrégats de référence	26
4.2.2	Présentation des activités	26
4.2.3	Historique des résultats	27
4.2.4	Bilan Économique.....	29
4.2.5	Analyse du plan d'affaires	31
4.2.6	Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.....	31
4.2.7	Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux	31
4.3	Méthodes retenues pour l'appréciation du prix d'offre	31
4.3.1	Approche par actualisation des flux de trésorerie disponibles.....	32
4.3.2	Approche par les cours boursiers.....	34
4.3.3	Approche par les transactions récentes sur le capital	35
4.4	Méthode retenue à titre illustratif	35
4.4.1	Approche par les comparables boursiers.....	35
4.5	Synthèse de l'appréciation de l'offre sur les actions SAFTI GROUPE	39
4.6	Méthodes écartées.....	39
4.6.1	Cours cibles des analystes	39
4.6.2	Actualisation des dividendes.....	39
4.6.3	Actif net comptable	40
4.6.4	Transactions comparables.....	40
5	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT.....	40
6	INFORMATION RELATIVE A LA SOCIETE	88
6.1	Structure du capital	88
6.2	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a eu connaissance en vertu des articles L. 233-7 du Code de commerce	88
6.3	Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions.....	88
6.3.1	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions.....	88
6.3.2	Accords entre actionnaires portés à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	88
6.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	88
6.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	89
6.6	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.....	89
6.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	89
6.7.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs	89

6.7.2	Règles applicables aux modifications des statuts	89
6.8	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier relativement à l'émission ou au rachat d'actions	89
6.9	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts	90
6.10	Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	90
7	AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SAFTI GROUPE	90
8	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE.....	92
8.1	Pour l'initiateur LA SANTA MARIA.....	92
8.2	Pour la société visée SAFTI GROUPE	92
8.3	Etablissement présentateur	92

1 PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 235-1, 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la société LA SANTA MARIA, société par actions simplifiée au capital de 5.058.496 euros dont le siège social est situé 118 Route d'Espagne, 31 100 Toulouse - France, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Toulouse sous le numéro 522 017 037 (« **LA SANTA MARIA** » ou l'« **Initiateur** »), offre irrévocablement aux actionnaires de la société SAFTI GROUPE, société anonyme au capital de 285.000 euros dont le siège social est situé 118, Route d'Espagne, 31 000 Toulouse - France, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Toulouse sous le numéro 533 729 240 (« **SAFTI GROUPE** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur le système multilatéral de négociation organisé Alternext d'Euronext Paris (« **Alternext** ») sous le code ISIN FR0011233261, mnémonique ALSFT, d'acquérir, dans le cadre de la présente offre publique de retrait, leurs actions SAFTI GROUPE (l'« **Offre** ») pour un prix de 13,00 euros par action SAFTI GROUPE (le « **Prix de l'Offre** »). La durée de l'Offre sera de dix (10) jours de négociation.

Étant donné la constitution d'un concert d'actionnaires signé en date du 3 juin 2016 (le « **Concert** ») régi via un pacte d'actionnaires (le « **Pacte** ») regroupant LA SANTA MARIA, holding personnelle de Monsieur Gabriel MARTIN PACHECO, Madame Sandra FRANCONNET, Monsieur Marc BRIMEUX, la HOLDING PABLOU, Madame Céline TABOURNEL et Monsieur Antoine BERTIER, les membres du concert agissent de manière solidaire à l'Initiateur.

L'Offre vise (i) la totalité des actions existantes de la Société non détenues par le Concert, soit à la date des présentes un maximum de 54.880 actions SAFTI GROUPE.

Il est par ailleurs précisé que l'Offre ne porte pas sur les 100.000 BSPCE émis par la Société, tant eux-mêmes que les actions auxquels ils donnent droit, dans la mesure où ils sont exerçables entre le 1^{er} septembre 2017 et le 31 août 2025, sous réserve que leurs détenteurs soient toujours présents au sein de la Société ou d'une société de son groupe.

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

L'Initiateur et les autres membres du Concert détenant à la date du dépôt du projet d'Offre 1.085.120 actions SAFTI GROUPE représentant 95,19% du capital et 1.983.616 droits de vote représentant 97,31%¹ des droits de vote théoriques de la Société, l'Offre sera immédiatement suivie de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF (le « **Retrait Obligatoire** »). Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions SAFTI GROUPE, autres que celles détenues par le Concert et qui n'auraient pas été apportées à l'Offre seront transférées à LA SANTA MARIA moyennant une indemnisation identique au Prix de l'Offre, soit 13,00 euros par action, étant précisé que l'indemnisation versée dans le cadre du Retrait Obligatoire est, pour sa part, nette de tous frais.

¹ Les % de capital et de droits de vote sont calculés sur la base d'un capital composé de 1 140 000 actions représentant 2 038 500 droits de vote, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du règlement général.

La présente note d'information est établie conjointement par LA SANTA MARIA et SAFTI GROUPE.

1.1 CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

1.1.1 Historique

1.1.1.1 *Entrée sur le Marché Libre d'Euronext Paris*

Le 25 juin 2012, SAFTI GROUPE a été introduite sur le Marché Libre d'Euronext Paris via une cotation directe, à un prix de 2,76 euros par action.

1.1.1.2 *Transfert sur Alternext Paris*

Le 21 octobre 2014, SAFTI GROUPE a été introduite sur Alternext Paris. L'introduction de SAFTI GROUPE a été réalisée suite à l'admission aux négociations des 900.000 actions existantes composant le capital social de la Société à la suite d'un transfert du Marché Libre vers Alternext Paris, et de 240.000 actions nouvelles émises dans le cadre d'une Offre Globale. Le prix d'admission et d'émission des actions SAFTI GROUPE avait été fixé à 10,80 euros par action. La capitalisation boursière de la Société au jour de l'introduction s'élevait à 12,31 millions d'euros (« M€ »). Le montant total levé représentait alors 2,59 M€.

La cotation sur Alternext Paris et les fonds levés lors du transfert avait pour objectif de financer l'accélération de la croissance rentable de la Société, et notamment :

- Lancer des campagnes de marketing afin de renforcer l'image et la notoriété de la Société, tout en accélérant le recrutement des conseillers et la prise de mandat ;
- Participer à la consolidation du secteur en menant une politique de croissance externe ;
- Développer, à coût marginal, une offre additionnelle en immobilier commercial et d'entreprise.

1.1.1.3 *Pacte d'actionnaires*

Le 3 juin 2016, la société LA SANTA MARIA représentée par Monsieur Gabriel MARTIN PACHECO (« **Actionnaire Majoritaire** »), Monsieur Marc BRIMEUX, la société HOLDING PABLOU représentée par Monsieur Marc BRIMEUX, Madame Sandra FRANÇONNET, Madame Céline TABOURNEL, et Monsieur Antoine BERTIER (séparément « **Actionnaire Minoritaire** », et ensemble « **Actionnaires Minoritaires** ») ont conclu un pacte d'actionnaires constitutif d'une action de concert entre eux vis-à-vis de la Société. Le Pacte prévoit notamment les éléments suivants :

- **Gouvernance** : Dans une volonté de mettre en place un mode de gestion et de gouvernance simplifiés, apportant ainsi la flexibilité nécessaire à la Société pour s'adapter au marché immobilier fortement concurrentiel dans lequel elle évolue, les membres du Pacte s'engagent à agir de concert à l'égard de la Société pour une durée de 15 ans.

Le Pacte envisage également un retrait de cote et la transformation de la Société en société par actions simplifiée dans un souci de simplification des démarches et au regard des contraintes liées à la cotation.

Il sera institué un conseil d'administration statutaire composé de 2 représentants des Actionnaires Majoritaires et 2 représentants des Actionnaires Minoritaires comme suit :

- Gabriel MARTIN PACHECO, Président du conseil d'administration - Président Directeur Général ;
- Marc BRIMEUX, Directeur réseau ;
- Sandra FRANÇONNET, Directrice des Ressources Humaines et de la Qualité ;
- Hélène MARTIN PACHECO.

Chacun des membres du conseil d'administration disposera d'un droit de veto sur les décisions suivantes : (i) emprunts bancaires ou financements obligataires pour un montant supérieur à 500.000 euros, (ii) le changement d'activité de la Société ou de toute nouvelle activité significative, (iii) l'émission de titres en numéraire avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de tiers, (iv) toute opération de fusion, scission, apport partiel d'actifs ou autre opération entraînant une transmission universelle du patrimoine, (v) mise en place d'un partenariat stratégique ou d'une joint-venture, et (vi) l'acquisition ou la cession de filiales d'une valeur d'entreprise supérieure à 1.000.000 euros.

- **Clause de « Stand Still »** : Les membres du Concert s'interdisent de céder tout titre à quiconque et de quelque manière que ce soit ou de les remettre ou de les donner en garantie ou d'en faire l'objet d'un quelconque accord qui en restreindrait la jouissance ou la libre disposition depuis la date de signature du Pacte jusqu'à la date du Retrait Obligatoire, puis de manière ininterrompue depuis la date de Retrait Obligatoire jusqu'à l'expiration d'un délai de dix ans à compter des présentes ;

Les membres du Concert autres que la société LA SANTA MARIA s'interdisent d'acquérir tout titre jusqu'au premier anniversaire de la date de signature du Pacte.

Pendant toute la durée du Pacte, chacun des membres s'engage à inscrire et à maintenir sous la forme nominative la totalité des titres qu'elle détient ou viendrait à détenir ;

- **Cessions Libres** : Par exception de ce que comprend la clause de « Stand Still », il est autorisé :
 - ✓ toute cession de titres par ou au profit de la société LA SANTA MARIA ;

- ✓ toute cession de titres effectuée en l'application d'une promesse unilatérale de vente :
 - Chacun des Actionnaires Minoritaires promet irrévocablement de céder les titres qu'il détient à la date d'exercice par l'Actionnaire Majoritaire de l'option conférée au titre de la présente promesse, en cas de Cessation de Fonctions dudit Actionnaire Minoritaire (ou de Marc Brimeux, lorsque l'Actionnaire Minoritaire promettant est Holding Pablou). L'Actionnaire Majoritaire accepte cette promesse en tant que promesse unilatérale de vente sans obligation d'acheter et se réserve la faculté de lever ou non l'option en découlant.
 - L'option conférée aux termes de la présente promesse sera exerçable dans un délai de six (6) mois après la Cessation de Fonctions de l'Actionnaire Minoritaire concerné. L'Actionnaire Majoritaire aura la faculté de se substituer toute personne de son choix pour les besoins de l'acquisition des titres faisant l'objet de la présente promesse. Pour exercer cette option, l'Actionnaire Majoritaire adressera à l'Actionnaire Minoritaire concerné une notification (la "**Notification d'Exercice**"), comprenant les éléments suivants : le nombre de titres pour lesquels l'option est exercée, le prix de cession desdits titres tel que proposé par l'Actionnaire Majoritaire et l'identité de l'acquéreur desdits titres.
 - L'Actionnaire Minoritaire concerné disposera d'un délai de dix (10) Jours Ouvrés pour notifier à l'Actionnaire Majoritaire son accord exprès ou son désaccord sur le prix de cession des titres figurant dans la Notification d'Exercice. À défaut de réponse dans le délai précité, l'Actionnaire Minoritaire sera réputé avoir définitivement accepté ledit prix. En cas de désaccord notifié conformément à ce qui est indiqué ci-dessus, les Parties concernées disposeront d'un délai de dix (10) jours ouvrés à compter de la réception par l'Actionnaire Majoritaire de la notification de désaccord, à l'effet de trouver un accord sur le prix de cession des titres concernés. À défaut d'accord entre les Parties concernées sur le prix des titres dans le délai visé dans la phrase précédente, le prix sera fixé par un expert en application des dispositions de l'article 1843-4 du code civil et désigné d'un commun accord entre les Parties concernées ou à défaut par le président du tribunal de commerce de Toulouse statuant en la forme des référés saisi par la partie la plus diligente. Les frais et honoraires de l'expert seront supportés par moitié par chacune des Parties concernées. La décision de l'expert sera définitive et insusceptible de tout recours, sauf erreur grossière ou manifeste.
 - Le transfert de propriété des titres, pour lesquels l'option aura été levée, interviendra dans un délai de vingt (20) jours ouvrés suivant la date de fixation du prix des titres, soit (a) la date de l'accord exprès de l'Actionnaire

Minoritaire sur le prix ou la date d'expiration du délai de contestation tel que prévu à la première phrase de l'article 8.3, ou en cas de désaccord de l'Actionnaire Minoritaire, (b) la date à laquelle les Parties concernées trouvent un accord sur le prix de cession des titres ou (c) la date de détermination du prix par l'expert. À cette date, les Parties concernées s'engagent à faire le nécessaire pour la réalisation du transfert de propriété des titres concernés et notamment, signer tous les documents utiles et, en ce qui concerne l'Actionnaire Majoritaire ou le tiers substitué, verser en numéraire le prix de cession desdits titres. Les titres en cause devront être libres de tout nantissement ou autre sûreté de quelque nature que ce soit. Le cessionnaire des titres devra acquitter les droits d'enregistrement le cas échéant exigibles à ses frais et en justifier à l'Actionnaire Minoritaire concerné.

- À toutes fins utiles, il est précisé que l'absence d'exercice par l'Actionnaire Majoritaire d'une promesse à l'égard d'un Actionnaire Minoritaire donné, n'invalidera pas les autres promesses qui resteront exerçables, en cas de Cessation de Fonction de tout autre Actionnaire Minoritaire, à l'égard dudit Actionnaire Minoritaire conformément aux termes ci-dessus.

Après la date du RO, toute cession par une partie de l'intégralité des titres qu'elle détient dans le capital de la Société dans le cadre de l'exercice du droit de cession forcée, comme toute cession par une partie dans le cadre de la mise en œuvre du droit de sortie conjointe.

- **Droit de préemption** : À l'issue de la période d'incessibilité visée à l'article relatif à la clause de « Stand Still », la société LA SANTA MARIA bénéficiera d'un droit de préemption vis-à-vis des autres membres du Concert ;
- **Droit de cession forcée** : Sous réserve des cessions libres, dans le cas où LA SANTA MARIA recevrait de la part d'un ou de plusieurs tiers une offre d'acquisition portant au minimum sur 50% des titres qu'elle détient dans la Société, et déciderait de l'accepter, LA SANTA MARIA aurait la faculté de contraindre chacun des autres membres du Pacte de céder au tiers, concomitamment avec elle, l'intégralité des titres de la Société qu'il détient, aux mêmes conditions de prix et de paiement que LA SANTA MARIA ;

Droit de sortie conjointe : Sous réserve que LA SANTA MARIA n'ait pas exercé son droit de cession forcée, tout projet de cession de ses titres par LA SANTA MARIA à un tiers serait soumis à un droit de sortie conjointe proportionnel au profit de chacun des autres membres du Pacte.

1.1.1.4 Acquisitions au cours des 12 derniers mois

Au cours des 12 derniers mois, LA SANTA MARIA a acquis 95.621 actions de la société SAFTI GROUPE. Un tableau récapitulatif des actions acquises par LA SANTA MARIA figure ci-dessous :

Date	Opération	Actions	Prix unitaire	Montant
1er juin 2016	Acquisition	62.982	13,00 euros	818.766 euros
1er juin 2016	Acquisition	18.500	13,00 euros	240.500 euros
6 juin 2016	Acquisition	14.139	13,00 euros	183.807 euros
Total		95.621	13,00 euros	1.243.073 euros

Aucun membre du Concert n'a procédé à d'autres acquisitions d'actions de la société SAFTI GROUPE sur les 12 derniers mois.

1.1.2 Répartition du capital et des droits de vote de SAFTI GROUPE à la date du dépôt de l'Offre

À la date du dépôt du projet d'Offre, le concert d'actionnaires détient au total 95,19% du capital social et 97,31% des droits de vote de la Société, selon le détail décrit ci-après :

Actionnaires	En capital		En droits de vote*	
	Nombre	%	Nombr	%
Gabriel MARTIN PACHECO² (via LA SANTA MARIA)	843.620	74,00%	1.500.616	73,61%
Sandra FRANCONNET ³	89.000	7,81%	178.000	8,73%
Marc BRIMEUX (direct et via HOLDING PABLOU) ⁴	135.000	11,84%	270.000	13,25%
Sous-total Administrateurs	224.000	19,65%	448.000	21,98%
Céline TABOURNEL ⁵	8.500	0,75%	17.000	0,83%
Antoine BERTIER ⁶	9.000	0,79%	18.000	0,88%
Sous-total Management	17.500	1,54%	35.000	1,72%
Total concert d'actionnaires	1.085.120	95,19%	1.983.616	97,31%
Flottant	54.880	4,81%	54.884	2,69%
Total	1.140.000	100%	2.038.500	100%

² Gabriel MARTIN PACHECO agit en tant que Président du conseil d'administration et Président Directeur Général de SAFTI Groupe.

³ Sandra FRANCONNET est la Directrice des Ressources Humaines et de la Qualité.

⁴ Marc BRIMEUX détient 90.000 actions en direct et 45.000 actions via sa Holding PABLOU. Marc BRIMEUX occupe la fonction de Directeur Réseau.

⁵ Céline TABOURNEL est la Responsable Marketing et Communication de SAFTI Groupe.

⁶ Antoine BERTIER est le Responsable des Systèmes Informatiques de SAFTI Groupe.

1.1.3 Motifs de l'Offre : intérêts pour la Société et ses actionnaires

La mise en œuvre d'une Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire permettra à la Société de simplifier son fonctionnement et de réduire les coûts induits relatifs à son statut de société cotée (estimés à environ 75.000 euros / an) en se libérant des obligations législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur le système multilatéral de négociation organisé Alternext d'Euronext Paris, le respect desdites obligations mobilisant des équipes importantes et générant des coûts significatifs disproportionnés par rapport aux perspectives de financement que la Société peut retirer du marché.

Ainsi pour les raisons évoquées ci-dessus, l'Offre vise à procéder au retrait de la cote de la Société, considération prise également de ce que :

- les actionnaires minoritaires détiennent à ce jour moins de 5% du capital et des droits de vote de la Société ;
- le marché des titres SAFTI GROUPE est affecté d'une très faible liquidité ;
- la Société n'a d'ailleurs pas l'intention de se financer à l'avenir par voie d'offre au public d'instruments financiers.

L'Offre permettra en outre aux actionnaires minoritaires d'obtenir une liquidité immédiate et intégrale sur leurs titres, en leur permettant de recevoir un prix de 13,00 euros par action apportée.

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre sont décrits au paragraphe 4 ci-après.

Afin de déterminer le Prix de l'Offre (et du Retrait Obligatoire), l'Initiateur a mandaté Invest Securities qui a procédé à une évaluation des titres de la Société, dont la synthèse se trouve au paragraphe 4.2 ci-après.

Par ailleurs, le caractère équitable des conditions financières de l'Offre a fait l'objet d'une attestation d'équité par un expert indépendant (reproduite dans son intégralité au paragraphe 5 ci-après), le cabinet Associés en Finance, représentés par Arnaud Jacquilat et Catherine Meyer, mandaté par la Société conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF.

1.1.4 Autorisation réglementaire

L'Offre n'est soumise à aucune autorisation réglementaire en France.

1.2 INTENTIONS DE L'INITIATEUR AU COURS DES DOUZE PROCHAINS MOIS

1.2.1 Intentions sur le Retrait Obligatoire

En application des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander le retrait obligatoire des actions de la Société et la radiation des actions de la Société de la cote à l'issue de l'Offre, compte tenu du fait que les actions SAFTI GROUPE alors détenues par les actionnaires minoritaires ne représentent, d'ores et déjà, pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de SAFTI GROUPE, et ce dans les 3 jours suivant la clôture de l'Offre.

1.2.2 Stratégie et poursuite des activités de la Société

L'Initiateur a l'intention, en s'appuyant sur les compétences et l'expérience de ses équipes dirigeantes, de poursuivre les principales orientations stratégiques et les investissements mis en œuvre par la Société. En ce sens, la conduite des activités de la Société ne sera pas affectée par l'Offre.

La mise en œuvre de l'Offre suivie du Retrait Obligatoire a principalement pour objectif de :

- simplifier la gestion opérationnelle de la Société dans les domaines administratif, juridique et comptable, initialement régie par les exigences inhérentes à son statut de société cotée ; et
- réduire les coûts induits par son statut de société cotée, de l'ordre de 75.000 euros / an.

Les membres du Concert ont également convenu de décider la transformation de la Société en société par actions simplifiée dans l'objectif de mettre en place un mode de gestion et de gouvernance plus flexible (délais, forme, modes de prise de décisions) permettant à la Société de se montrer réactive dans un environnement fortement concurrentiel.

1.2.3 Composition des organes sociaux et de direction après l'Offre

Le conseil d'administration de la Société est actuellement composé de :

- Gabriel MARTIN PACHECO, Président du conseil d'administration - Président Directeur Général ;
- Marc BRIMEUX, Directeur réseau ;
- Sandra FRANÇONNET, Directrice des Ressources Humaines et de la Qualité ;
- Hélène MARTIN PACHECO ; et
- Damien CHARLET, administrateur indépendant.

La mise en œuvre de l'Offre suivie du Retrait Obligatoire, étant suivie de la transformation de la Société en société par actions simplifiée, le conseil d'administration sera statutairement maintenu avec une gouvernance adaptée.

À l'issue du retrait de la cote de la Société, il est convenu que le conseil d'administration de la Société soit composé de :

- Gabriel MARTIN PACHECO, Président du conseil d'administration - Président Directeur Général ;
- Marc BRIMEUX, Directeur réseau ;
- Sandra FRANÇONNET, Directrice des Ressources Humaines et de la Qualité ; et Hélène MARTIN PACHECO.

1.2.4 Orientation en matière d'emploi

L'Offre suivie du Retrait Obligatoire s'inscrivant dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de SAFTI GROUPE et n'entraînant pas de changement de contrôle de cette dernière, elle ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi.

1.2.5 Politique de distribution de dividendes

La politique de distribution de dividendes de la Société continuera d'être déterminée par ses organes sociaux en fonction notamment de ses capacités distributives, de sa situation financière et de sa politique d'investissement. Aucune distribution de dividendes n'a été effectuée depuis l'admission de la Société sur le marché Alternext d'Euronext Paris.

1.2.6 Structure du Groupe

À la date de la présente note d'information conjointe, il n'est pas envisagé de procéder à la fusion de la Société avec l'Initiateur. De plus, il n'existe aucun projet de rapprochement avec des entités autres que l'Initiateur, notamment avec des sociétés tierces.

1.2.7 Synergie envisagée

En dehors des économies liées à une radiation de la Société du marché Alternext d'Euronext Paris, l'Initiateur n'anticipe aucune synergie significative de coûts, ni de revenus dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable à la date des présentes.

1.2.8 Avantages de l'opération pour les actionnaires de la Société

L'Initiateur offre aux actionnaires de la Société une liquidité immédiate. Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre sont précisés au paragraphe 4 de la présente note d'information conjointe. Son caractère équitable est par ailleurs attesté par l'expert indépendant mandaté par la Société (paragraphe 5 ci-après).

2 CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

2.1 TERMES DE L'OFFRE

En application des dispositions des articles 231-13, 235-1, 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Invest Securities, en qualité de banque présentatrice et agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF le 9 juin 2016 le projet d'Offre sous la forme d'une Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire portant sur la totalité des actions SAFTI GROUPE non encore détenues à ce jour par le Concert.

En conséquence, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de SAFTI GROUPE à acquérir, au prix de 13,00 euros par action, les actions SAFTI GROUPE qui lui seront présentées dans le cadre de l'Offre pendant une période de 10 jours de négociation.

Les actions SAFTI GROUPE, qui n'auront pas été présentées à l'Offre, seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire à compter du jour de négociation suivant le jour de clôture de l'Offre, moyennant une indemnisation de 13,00 euros par action de la Société, nette de tous frais.

Invest Securities, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire.

2.2 NOMBRE D' ACTIONS SUSCEPTIBLES D'ÊTRE APPORTÉES À L'OFFRE

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions existantes SAFTI GROUPE non détenues par le Concert, à savoir un maximum de 54.880 actions.

2.3 MODALITÉS ET PROCÉDURE DE PRÉSENTATION À L'OFFRE DES ACTIONS SAFTI GROUPE

2.3.1 Modalités de l'Offre

La présente Offre est soumise au droit français.

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 9 juin 2016. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org) le 9 juin 2016 sous le numéro 216C1327.

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le projet de note d'information conjointe tel que déposé auprès de l'AMF a été tenu gratuitement à la disposition du public au siège de l'Initiateur et de la Société ainsi qu'auprès de BNP Paribas Securities Services, chargée d'assurer le service financier des titres de la Société, et disponible en ligne sur les sites Internet de la Société (www.safti.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org).

En outre, conformément aux dispositions des articles 231-16 et 231-17 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse conjoint relatif aux principaux éléments du projet de note d'information conjointe a été diffusé par l'Initiateur et la Société et mis en ligne sur leurs sites Internet.

L'AMF, lors de sa séance du 13 juillet 2016, a déclaré l'Offre suivie du Retrait Obligatoire conforme aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables et a publié sur son site Internet une déclaration de conformité motivée. Cette décision emporte visa de la note d'information conjointe.

La note d'information conjointe ayant ainsi reçu le visa de l'AMF ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société seront disponibles sur les sites Internet de l'AMF, de l'Initiateur et de la Société et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles gratuitement aux sièges de la Société, de l'Initiateur et auprès d'Invest Securities.

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié conjointement par l'Initiateur et la Société au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la déclaration de conformité.

Enfin, un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par l'Initiateur aux Petites Affiches conformément aux dispositions de l'article 237-3 du règlement général de l'AMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture de l'Offre et le calendrier de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, et notamment la date de sa prise d'effet.

2.3.2 Procédure de présentation des actions SAFTI GROUPE à l'Offre

2.3.2.1 Procédure générale

L'Offre sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation. L'acquisition des actions pendant l'Offre se fera, conformément à la réglementation applicable, par l'intermédiaire du membre de marché acheteur, Invest Securities, agissant au nom et pour le compte de l'Initiateur, au Prix de l'Offre de 13,00 euros par action.

Les actions SAFTI GROUPE détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être présentées à l'Offre. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les détenteurs d'actions SAFTI GROUPE inscrites en compte nominatif devront demander, dans les meilleurs délais, l'inscription de leurs actions sous la forme au porteur chez un intermédiaire habilité.

Les actions SAFTI GROUPE apportées à l'Offre devront être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit au libre transfert de leur propriété. LA SANTA MARIA se réserve le droit d'écarter tous les titres apportés qui ne répondraient pas à cette condition.

Les actionnaires de SAFTI GROUPE qui souhaiteraient apporter leurs actions dans les conditions proposées dans le cadre de l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier dépositaire de leurs actions (établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) un ordre de vente irrévocable, en utilisant le modèle mis à leur disposition, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre.

L'Offre s'effectuera par achats sur le marché, le règlement-livraison étant effectué au fur-et-à mesure de l'exécution des ordres, dans un délai de deux (2) jours de négociation après chaque exécution. Les frais de négociation (à savoir les frais de courtage et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs étant précisé que l'indemnisation versée dans le cadre du Retrait Obligatoire sera, pour sa part, nette de tous frais. Par ailleurs, aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers par l'intermédiaire desquels les actionnaires apporteront leurs actions à l'Offre.

2.3.2.2 Situation des titulaires de BSPCE

La Société a mis en place un plan de bons de souscription de parts de créateur d'entreprise en Septembre 2015. Les principales caractéristiques des BSPCE en circulation sont les suivantes :

Détenteur	Nombre	Prix de souscription	Parité d'exercice
Marc BRIMEUX	45.000	9,47 euros	1 action pour 1 BSPCE
Gabriel MARTIN PACHECO	37.900	9,47 euros	1 action pour 1 BSPCE
Céline TABOURNEL	17.100	9,47 euros	1 action pour 1 BSPCE
Total	100.000	9,47 euros	1 action pour 1 BSPCE

Les BSPCE ne pourront être exercés qu'entre le 1^{er} septembre 2017 et le 31 août 2025, à la seule condition d'être présent dans l'entreprise au moment de l'exercice.

Les BSPCE seraient *dans la monnaie* au regard du Prix de l'Offre.

2.4 RETRAIT OBLIGATOIRE ET RADIATION DU MARCHÉ ALTERNEXT D'EURONEXT PARIS

À l'issue de l'Offre, les actions SAFTI GROUPE qui n'auront pas été présentées à l'Offre, quel que soit le pays de résidence de leur porteur, seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre, soit un montant de 13,00 euros par action SAFTI GROUPE, à compter du jour de négociation suivant la clôture de l'Offre, conformément aux articles 237-1 et 237-10 du règlement général de l'AMF. Le même jour, les actions SAFTI GROUPE seront radiées du système multilatéral de négociation organisée Alternext d'Euronext Paris.

Le montant de l'indemnisation sera versé par l'Initiateur, au plus tard à cette date, sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de Parel, agissant pour le compte du centralisateur des opérations d'indemnisation, Invest Securities. C'est auprès de ce dernier que les intermédiaires financiers teneurs de compte devront demander l'indemnisation, correspondant aux avoirs de leurs clients. Euroclear France clôturera le code de négociation FRO011233261 des actions SAFTI GROUPE ainsi que les comptes des affiliés et délivrera à ces derniers des attestations du solde de leur compte en actions SAFTI GROUPE. Invest Securities, centralisateur des opérations d'indemnisation, sur présentation des attestations délivrées par Euroclear France, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des actions SAFTI GROUPE de l'indemnité leur revenant.

Conformément à l'article 237-6 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des titres dont les ayants droit sont restés inconnus, seront conservés par la BRED, agissant pour le compte d'Invest Securities, pendant une durée de 10 ans à compter de la date de prise d'effet du Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'État.

2.5 CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture de l'Offre et le calendrier de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, et notamment la date de sa prise d'effet. Un calendrier est proposé ci-dessous, à titre purement indicatif :

9 juin 2016	Dépôt du projet d'Offre suivie du Retrait Obligatoire auprès de l'AMF et du projet de note d'information conjointe ; Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), et de SAFTI GROUPE (www.safti.fr) du projet de note d'information conjointe ; Diffusion et mise en ligne sur les sites Internet de SAFTI GROUPE du communiqué de presse conjoint annonçant le dépôt du projet de note d'information conjointe.
-------------	---

13 juillet 2016	Déclaration de conformité de l'Offre suivie du Retrait Obligatoire par l'AMF emportant visa de la note d'information conjointe.
18 juillet 2016	<p>Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de SAFTI GROUPE (www.safti.fr) de la note d'information conjointe visée par l'AMF ;</p> <p>Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de SAFTI GROUPE (www.safti.fr) des documents relatifs aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de SAFTI GROUPE et de LA SANTA MARIA ;</p> <p>Diffusion et mise en ligne sur le site Internet de SAFTI GROUPE du communiqué conjoint relatif aux modalités de mise à disposition de la note d'information conjointe visée par l'AMF et des documents relatifs aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de SAFTI GROUPE et de LA SANTA MARIA ;</p> <p>Publication aux Petites Affiches de l'avis informant le public du Retrait Obligatoire.</p>
19 juillet 2016	Ouverture de l'Offre
2 août 2016	Clôture de l'Offre
3 août 2016	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre
À partir du 4 août 2016	<p>Mise en œuvre du Retrait Obligatoire ;</p> <p>Radiation des actions SAFTI GROUPE du marché Alternext d'Euronext Paris.</p>

2.6 RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE À L'ÉTRANGER

L'Offre est faite exclusivement en France.

La présente note d'information conjointe n'est pas destinée à être diffusée dans les pays autres que la France. L'Offre n'a fait l'objet d'aucune formalité, d'aucun enregistrement ou visa hors de France. Les titulaires d'actions SAFTI GROUPE en dehors de France ne peuvent pas participer à l'Offre sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet.

La publication et la diffusion de la présente note d'information conjointe, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des actions SAFTI GROUPE peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation depuis un pays où l'Offre ferait l'objet de telles restrictions. Les personnes en possession de la présente note d'information conjointe 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 dans l'un de ces pays. L'Initiateur et la Société déclinent toute responsabilité quant à une éventuelle violation de ces restrictions par qui que ce soit.

La présente note d'information conjointe et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre de vente ou une sollicitation ou une offre d'achat de valeurs mobilières dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale.

Notamment, concernant les États-Unis, il est précisé que l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis ou à des personnes ayant résidence aux États-Unis ou « *US persons* » (au sens du Règlement S pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933 tel que modifié), et aucune acceptation de cette Offre ne peut provenir des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou aucune copie de la présente note d'information conjointe, et aucun autre document relatif à la présente note d'information conjointe ou à l'Offre ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé aux États-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire de SAFTI GROUPE ne pourra apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis de copie du présent document ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des États-Unis en relation avec l'Offre, (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou, transmis son ordre d'apport de titres et (iv) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des États-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter d'ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

Pour les besoins du présent paragraphe, on entend par États-Unis, les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces États, et le District de Columbia.

2.7 RÉGIME FISCAL DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

Les informations qui sont données ci-après ne constituent qu'un résumé du régime fiscal applicable en l'état actuel de la législation fiscale française, donné à titre d'information générale. Elles sont fondées sur les dispositions légales françaises actuellement en vigueur et sont donc susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications législatives ou réglementaires (assorties, le cas échéant, d'un effet rétroactif), ou par un changement de leur interprétation par les tribunaux et/ou l'administration fiscale française.

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que ces informations n'ont pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer à un actionnaire de la Société. Il est donc recommandé aux actionnaires de consulter leur conseil fiscal habituel afin d'étudier avec lui leur situation particulière.

Les personnes n'ayant pas leur résidence fiscale en France doivent en outre se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence, en tenant compte, le cas échéant, de

l'application des dispositions d'une convention fiscale visant à éviter les doubles impositions conclue entre la France et cet État.

Il est par ailleurs rappelé que le régime fiscal des plus-values réalisées à l'occasion du Retrait Obligatoire est identique à celui des plus-values qui sont réalisées consécutivement à l'Offre.

2.7.1 Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à de telles opérations

2.7.1.1 Régime de droit commun

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants du Code Général des Impôts (« **CGI** »), les plus-values de cession d'actions réalisées par les personnes physiques susvisées, égales à la différence entre, d'une part, le prix de cession et, d'autre part, le prix de revient fiscal des actions apportées à l'Offre, sont imposables, dès le premier euro, à l'impôt sur le revenu au barème progressif de l'impôt sur le revenu.

En cas de détention des titres pendant une certaine durée avant la cession, des abattements réduisent l'assiette imposable à l'impôt sur le revenu (sans pour autant réduire l'assiette soumise aux prélèvements sociaux) comme suit :

- détention de deux à moins de huit ans : taux d'abattement de 50 % ; et
- détention de plus de huit ans : taux d'abattement de 65 %.

La plus-value est également soumise, sans application des abattements précités, aux prélèvements sociaux suivants au taux global de 15,5 % constitué de :

- la Contribution Sociale Généralisée (la « **CSG** ») de 8,2 % ;
- la Contribution pour le Remboursement de la Dette Sociale (la « **CRDS** ») de 0,5 % ;
- le prélèvement social de 4,5 % ;
- la contribution additionnelle au prélèvement social de 0,3 % ; et
- le prélèvement de solidarité de 2 %.

Ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles de la base imposable à l'impôt sur le revenu sous réserve d'une quote-part de la CSG retenue à hauteur de 5,1% ; cette quote-part est déductible du revenu imposable de l'année où les prélèvements sociaux sont payés.

Une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus est éventuellement applicable lorsque le revenu fiscal du contribuable excède certaines limites. Cette contribution s'élève à :

- 3% pour la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 250.000 euros et 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction de ce même revenu comprise entre 500.000 euros et 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune ; et
- 4% pour la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction de ce même

revenu supérieure à 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

Le revenu fiscal de référence s'entend du montant net des revenus et plus-values retenus pour l'établissement de l'impôt sur le revenu, majoré notamment des abattements qui s'appliquent en cas de détention des titres pendant une certaine durée avant la cession susmentionnée ci-dessus.

L'apport à l'Offre aura pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures à raison des actions apportées à l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D 11 du CGI, les moins-values de cession subies au cours d'une année sont imputables exclusivement sur les plus-values de même nature réalisées au cours de la même année ou des dix années suivantes.

2.7.1.2 Plan d'épargne en actions

Les personnes qui détiennent des actions dans un plan d'épargne en actions (« **PEA** ») pourront participer à l'Offre.

Le PEA ouvre droit, sous certaines conditions, (i) pendant la durée du PEA, à une exonération totale ou partielle d'impôt sur le revenu et de contributions sociales à raison des produits et des plus-values générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, sous réserve notamment que ces produits et plus-values 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) ou lors d'un retrait partiel (s'il 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 plan ; ce gain reste néanmoins soumis à la CSG, à la CRDS, au prélèvement social et aux contributions additionnelles, étant toutefois précisé que le taux effectif de ces prélèvements sociaux varie (à ce jour, entre 0% et 15,5%) selon la date à laquelle ce gain a été acquis ou constaté.

Les moins-values constatées dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre ; toutefois, en cas (i) de clôture anticipée du PEA avant l'expiration de la cinquième année, ou (ii) sous certaines conditions, de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année, les moins-values constatées le cas échéant à cette occasion sont imputables sur les gains de même nature réalisés au cours de la même année ou des dix années suivantes.

Aux termes de sa doctrine, l'administration fiscale considère que l'abattement pour la durée de détention ne s'applique pas notamment (i) ni aux gains nets réalisés depuis l'ouverture d'un PEA en cas de retrait de titres ou de liquidités ou de rachat avant l'expiration de la cinquième année de fonctionnement, (ii) ni à la perte globale réalisée depuis l'ouverture d'un PEA en cas de clôture du plan après l'expiration de la cinquième année de fonctionnement, lorsque, à cette date, la valeur liquidative du plan est inférieure au montant des versements effectués sur le plan depuis son ouverture (BOI-RPPM-PVBMI-20-20-10, n°130).

2.7.2 Personnes morales résidentes fiscales de France assujetties à l'impôt sur les sociétés

2.7.2.1 Régime de droit commun

Les plus-values réalisées et les moins-values subies à l'occasion de la cession de titres de portefeuille ou de titres de participation détenus depuis moins de deux ans à la date de la cession, égales à la différence entre, d'une part, le prix de cession et, d'autre part, le prix de revient fiscal des actions apportées à l'Offre, seront incluses dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33,1/3% éventuellement majoré (i) de la contribution sociale de 3,3%, prévue à l'article 235 *ter* ZC du CGI et qui s'applique au montant de l'impôt sur les sociétés qui excède 763.000 euros (pour un exercice de douze mois) et, (ii) pour les sociétés (ou les groupes de sociétés au sens de l'article 223 A du CGI) ayant un chiffre d'affaires supérieur à 250.000.000 euros, une contribution exceptionnelle de 10,7%, prévue à l'article 235 *ter* ZAA du CGI, assise sur l'impôt sur les sociétés tel que déterminé avant imputation des réductions et crédits d'impôt et des créances fiscales de toute nature – soit un taux global maximal d'impôt sur les sociétés de 38%.

Certaines personnes morales sont susceptibles, dans les conditions prévues aux articles 219, I, b et 235 *ter* ZC du CGI, de bénéficier d'une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés à 15% sur une fraction de leur résultat fiscal et d'une exonération de la contribution sociale de 3,3%.

Les moins-values réalisées lors de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre, viendront en principe, en déduction du résultat imposable à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun applicable à la personne morale.

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 sursis ou report d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires personnes morales dans le cadre d'opérations antérieures à raison d'actions apportées à l'Offre.

2.7.2.2 Régime spécial des plus-values à long terme au regard des actions

Conformément aux dispositions du troisième alinéa de l'article 219, I, a *quinquies* du CGI, les plus-values nettes à long terme réalisées à l'occasion de la cession de titres de participation répondant à la définition donnée par cet article et qui ont été détenus pendant au moins deux ans sont exonérées d'impôt sur les sociétés, moyennant la réintégration – dans le résultat imposable au taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés majoré le cas échéant de la contribution sociale de 3,3% et de la contribution exceptionnelle de 10,7% mentionnées ci-dessus, soit un taux global maximal de 38% - d'une quote-part de frais et charges égale à 12% du montant brut des plus-values (c'est-à-dire avant imputation des moins-values à long terme éventuellement réalisées par le contribuable).

Constituent notamment des titres de participation pour l'application de l'article 219, I, a *quinquies* précité, les actions revêtant ce caractère au plan comptable, ainsi que, sous certaines conditions, les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est

l'initiatrice, ainsi que les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères et filiales visé aux articles 145 et 216 du CGI si ces actions ou titres sont inscrits en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, à l'exception des titres de sociétés à prépondérance immobilière et des titres de sociétés établies dans un État ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

2.7.3 Autres actionnaires

Les titulaires d'actions SAFTI GROUPE participant à l'Offre soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan commercial, ainsi que les non-résidents, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel.

2.7.4 Droits d'enregistrement

Conformément aux dispositions de l'article 726 du CGI, aucun droit d'enregistrement n'est exigible en France au titre de la cession des actions d'une société dont les titres sont négociés sur un marché réglementé d'instruments financiers ou sur un système multilatéral de négociation, à moins que la cession ne soit constatée par un acte passé en France ou à l'étranger. Dans ce cas, l'acte de cession doit être enregistré dans le délai d'un (1) mois à compter de sa date et cet enregistrement donne lieu au paiement d'un droit de mutation au taux proportionnel de 0,1% assis en principe sur le prix de cession ou de la valeur réelle des titres.

Lorsque les cessions s'opèrent par acte passé à l'étranger, ces cessions sont soumises aux droits d'enregistrement susvisés, sauf imputation, le cas échéant, d'un crédit d'impôt égal au montant des droits d'enregistrement effectivement acquittés dans l'État d'immatriculation ou l'État de résidence de chacune des personnes concernées, conformément à la législation de cet État et dans le cadre d'une formalité obligatoire d'enregistrement de chacune de ces cessions. Ce crédit d'impôt est imputable sur les droits d'enregistrement français afférents à chacune de ces cessions, dans la limite des droits d'enregistrement français.

Les droits d'enregistrement qui seraient dus dans l'hypothèse où la cession serait constatée par un acte seront à la charge de l'Initiateur (sauf stipulation contractuelle contraire). Cependant, en vertu des articles 1705 et suivants du CGI, toutes les parties à l'acte seront solidairement tenues du paiement des droits vis-à-vis de l'administration fiscale.

2.7.5 Taxe sur les transactions financières

En application de l'article 235 *ter* ZD du CGI, une taxe s'applique – à l'exclusion, le cas échéant, des droits d'enregistrement visés à l'article 726 du CGI – à toute acquisition à titre onéreux d'un titre de capital, au sens de l'article L. 212-1 A du code monétaire et financier, ou d'un titre de capital

assimilé, au sens de l'article L. 211-41 du même code, dès lors que ce titre est admis aux négociations sur un marché réglementé français, européen ou étranger, au sens des articles L. 421-4, L. 422-1 ou L. 423-1 dudit code, que son acquisition donne lieu à un transfert de propriété, au sens de l'article L. 211-17 du même code, et que ce titre est émis par une société dont le siège social est situé en France et dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euros au 1^{er} décembre de l'année précédant celle d'imposition. Une liste récapitulative des sociétés concernées est publiée au Bulletin Officiel des Finances Publiques-Impôts (au BOI-ANX-000467).

Dans la mesure où, d'une part, la Société avait, au 1^{er} décembre 2014, une capitalisation boursière ne dépassant pas un milliard d'euros, et où, d'autre part, les actions de la Société sont admises aux négociations sur Alternext et que ce dernier n'est pas un marché réglementé français, européen ou étranger, au sens des articles L. 421-4, L. 422-1 ou L. 423-1 du code monétaire et financier, cette taxe ne sera pas applicable aux transferts de propriété de ses titres qui pourraient intervenir dans le cadre de l'Offre.

2.8 FINANCEMENT ET COÛTS DE L'OFFRE ET DE LA MISE EN ŒUVRE DU RETRAIT OBLIGATOIRE

Le montant maximum de l'Offre suivie du Retrait Obligatoire est de 713.440 euros (hors frais divers et commissions), correspondant à l'acquisition d'un maximum de 54.880 actions SAFTI GROUPE au Prix de l'Offre unitaire de 13,00 euros, étant précisé que la totalité des actions SAFTI GROUPE apportées à l'Offre ou transférées dans le cadre du Retrait Obligatoire seront acquises par l'Initiateur.

Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire par l'Initiateur, y compris les honoraires et frais de ses conseils financiers, juridiques et comptables ainsi que les frais de publicité, est estimé à environ 150.000 euros (hors taxes).

Le coût total maximum de l'Offre suivie du Retrait Obligatoire est ainsi estimé à environ 860.000 euros (hors taxes) et sera financé par LA SANTA MARIA sur ses propres ressources.

Le financement de cette Offre suivie du Retrait Obligatoire ne devrait pas avoir d'incidence sur les actifs, l'activité ou les résultats de l'Initiateur.

3 ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

Hormis les accords décrits supra, ni SAFTI GROUPE, ni LA SANTA MARIA n'est partie à un accord ou n'a connaissance d'un accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

4 ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre figurant ci-dessous ont été préparés par Invest Securities, banque présentatrice de l'Offre, pour le compte de l'Initiateur, selon les méthodes usuelles d'évaluation, sur la base d'informations disponibles sur SAFTI GROUPE, son secteur d'activité et ses concurrents.

L'objet de cette section est de présenter les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre, soit 13,00 euros par action SAFTI GROUPE.

Les travaux de valorisation ont été réalisés par Invest Securities, banque présentatrice de l'Offre, sur la base des données publiques et d'informations communiquées par l'Initiateur. Il n'entrait pas dans la mission d'Invest Securities de vérifier ces informations, ni de vérifier et d'évaluer les actifs ou les passifs de la Société. Par ailleurs, les éléments de valorisation présentés dans la présente note d'information conjointe intègrent les conditions de marché à la date du 3 juin 2016 et ne préjugent pas des ajustements nécessaires si ces conditions venaient à évoluer.

4.1 Informations préliminaires

Le projet d'Offre initié par la Société La Santa Maria porte sur les actions SAFTI GROUPE non détenues à ce stade, soit 54.880 titres, représentant 4,81% du capital social et 2,69% des droits de vote. Le prix de l'offre est de 13 €, soit le prix offert pour l'achat de 3 blocs représentant 8,4% du capital total en juin 2016.

4.2 Données financières de base

4.2.1 Agrégats de référence

Les éléments financiers utilisés pour apprécier les termes de l'Offre sont basés sur les états financiers consolidés et audités de SAFTI GROUPE pour les exercices 2012, 2013, 2014 et 2015, les rapports de gestion pour les exercices 2014 et 2015, ainsi que les tendances indiquées par la Société lors de son introduction en bourse en Octobre 2014 et plus récemment par son dirigeant notamment sur le site internet de SAFTI GROUPE.

4.2.2 Présentation des activités

Créée en 2010, SAFTI GROUPE est un réseau immobilier intervenant sur l'ensemble du territoire national via un réseau de 1 000 conseillers indépendants en immobilier à travers la France. SAFTI GROUPE se positionne plus particulièrement sur les transactions immobilières de logements anciens et de terrains.

Le business model de SAFTI GROUPE repose sur un réseau immobilier à domicile (sans boutique physique), s'appuyant sur les nouvelles technologies et internet. En effet, le conseiller indépendant, sous un statut d'agent commercial, joue un rôle à part entière pour la bonne performance de la société : il est mandaté pour le compte de SAFTI GROUPE pour obtenir des mandats aux conditions de ventes et tarifs appliqués par cette dernière et de s'assurer de la bonne réalisation de la transaction. Dans ce cadre, SAFTI GROUPE perçoit des honoraires d'agence de l'ordre de 4% du prix de la transaction et en reverse entre 70 et 99% aux conseillers immobiliers indépendants. En conséquence, la « rémunération nette » de SAFTI GROUPE se situe en moyenne à environ 1,1% du montant des transactions. Fort d'une structure organisationnelle souple, la rentabilité s'explique par des coûts de structure limités : absence de boutiques, recours à des indépendants, mutualisation des coûts pour l'ensemble des conseillers indépendants.

4.2.3 Historique des résultats

SAFTI GROUPE publie ses comptes en normes françaises. Créé en 2010, le groupe connaît encore des croissances extrêmement fortes. Il est ainsi passé en 5 années à un chiffre d'affaires de 15,8 M€ contre 9,6 M€ en 2014. Cette croissance, en quasi-totalité organique, repose essentiellement sur le recrutement de mandataires. Toutefois, le nombre de ventes annuelles par mandataire joue également, mais dans une moindre mesure, un rôle. Le recrutement de nouveaux mandataires, dont le turnover est important surtout dans leurs premières années, est très largement soutenu par les efforts en communication et publicitaire (TV) qu'entretient SAFTI GROUPE.

En termes de rentabilité opérationnelle, le groupe n'a pas atteint l'équilibre en 2015, notamment en raison de l'effort publicitaire soutenu depuis son introduction en bourse, environ 2 M€ pour 2015.

<i>en k€, au 31/12</i>	2012	2013	2014	2015
Chiffre d'affaires	3 380	6 813	9 572	15 824
<i>Croissance</i>		102%	40%	65%
Transfert de charges / Reprise sur provisions	4	19	12	214
Commissions reversées aux agents	2 010	4 116	5 929	10 248
Marge brute	1 374	2 716	3 655	5 790
<i>% du CA</i>	41%	40%	38%	37%
Achats et charges externes	1 274	1 420	1 717	4 489
Charges de personnel	539	493	689	1 068
Autres charges d'exploitation	1	30	2	215
Impôts et taxes	16	26	50	35
Résultat brut d'exploitation (EBITDA)	(456)	747	1 197	(17)
<i>% du CA</i>	<i>n.s</i>	11%	13%	<i>n.s</i>
Dotations aux amortissements et aux provisions	67	141	94	278
Résultat d'exploitation	(523)	606	1 103	(295)
<i>% du CA</i>	<i>n.s</i>	9%	12%	<i>n.s</i>
Résultat financier	(20)	(15)	(12)	(1)
Résultat courant des entreprises	(543)	591	1 091	(296)
Résultat exceptionnel	(25)	-	-	12
Impôts sur les résultats	0	584	359	125
Résultat net des entreprises intégrées	(568)	1 175	732	(159)
Dotations aux amortissements des écarts d'acquisition	0	0	0	12
Résultat net de l'ensemble consolidé	(568)	1 175	732	(171)

Source : Société

SAFTI GROUPE a enregistré une activité en forte croissance, marquée par un Taux de Croissance Annuel Moyen (« **TCAM** ») de 67% entre 2012 et 2015, en passant d'un chiffre d'affaires de 3 380 k€ à 15 824 k€. Le chiffre d'affaires se décompose en 3 catégories distinctes : (i) Honoraires Transaction, (ii) Prestations Réseau Agents et (iii) Autres revenus.

À fin 2015, le chiffre d'affaires (« **CA** ») de SAFTI GROUPE s'élève à 15 824 k€, en progression de +65% par rapport à l'exercice 2014. La progression du CA de l'exercice 2015 résulte des investissements massifs de 1 845 k€ en communication et marketing (campagnes télévisées nationales), permettant au groupe d'accroître sa notoriété à l'échelle nationale à la fois auprès de clients finaux et de potentiels conseillers.

Notons que les sociétés JusteToit et SAFTI GROUPE ont fusionné courant juillet 2015, avec rétroactivité au 1er janvier 2015.

En référence au tableau ci-dessous, la part des Honoraires Transaction s'est logiquement renforcée dans ce contexte de développement des activités, pour atteindre 90% du chiffre d'affaires total de 2015 (14 244 k€). Ce niveau demeure relativement stable, variant entre 84% et 90% sur les 4 derniers exercices.

D'autre part, le poste Prestations Réseau Agents représente 10% du total chiffre du d'affaires 2015 (1 557 k€). Son poids a légèrement reculé depuis 2012, allant de 15% à 10% du chiffre d'affaires total de l'exercice considéré.

Finalement, les autres revenus sont non significatifs.

	2012	2013	2014	2015
Honoraires transaction	84%	85%	88%	90%
Prestations réseau agents	15%	15%	12%	10%
Autres revenus	0%	0%	0%	0%
Total	100%	100%	100%	100%

Source : Société

Le niveau de marge brute a très légèrement fléchi sur la période 2012-2015, de 41% du CA 2012 à 37% du CA 2015. Un des principaux postes de charges d'exploitation concerne les rétrocessions payées aux conseillers indépendants. La grille est structurée par paliers progressifs en fonction des honoraires annuels générés par le conseiller. La société reverse aux agents un peu plus de 70% du montant des honoraires sur transactions qu'elle a perçus.

Les charges de personnel se sont accrues de 26% sur la base d'un TCAM sur la période 2012-2015, passant de 539 k€ à 1 068 k€. Cette augmentation est en corrélation avec l'évolution des Emplois Temps Plein (« ETP ») moyen du groupe reprise ci-dessous :

	2012	2013	2014	2015
Effectifs moyens	13,9	12,5	18,3	27
<i>Croissance</i>		<i>(10%)</i>	<i>46%</i>	<i>48%</i>

Source : Société

Le poste charges de personnel s'est stabilisé à 7% du chiffre d'affaires total de l'exercice depuis 2013, bien que les charges de personnel aient augmenté de 55% entre 2014 et 2015, justifié par la hausse de 48% des ETP moyen pour atteindre 27 ETP à fin 2015.

Le poste « Achats et charges externes » incluent principalement : (i) les commissions de développeurs versées aux conseillers pour le parrainage et le management d'une équipe de conseillers, (ii) la diffusion d'annonces immobilières sur les sites d'annonces immobilières, et (iii) les investissements en marketing et communication.

En lien avec sa stratégie de développement et des fondamentaux de l'activité, les achats et charges externes ont varié de 52% sur la base d'un TCAM sur la période 2012-2015. En raison des investissements conséquents en communication et marketing de 1 845 k€ effectué en 2015, ces charges opérationnelles ont progressé de 161% (4 489 k€ en 2015 vs. 1 717 k€ en 2014). Par ailleurs, les dépenses d'annonces immobilières sont strictement corrélées au chiffre d'affaires.

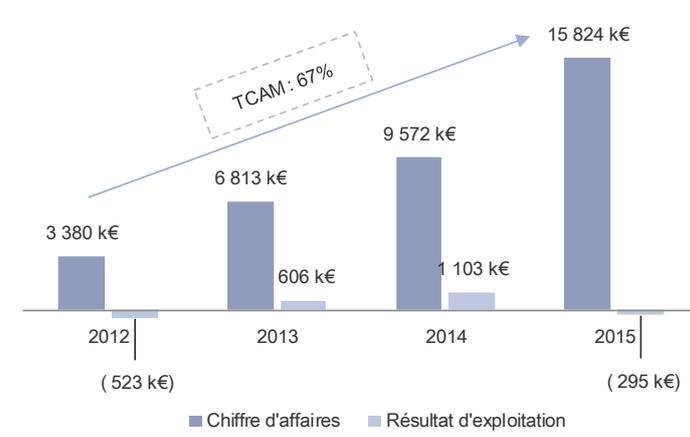
SAFTI GROUPE présente une perte d'exploitation en 2012 et en 2015. En 2012, cette perte s'explique par un chiffre d'affaires insuffisant pour couvrir l'intégralité des charges fixes. En 2015, la rentabilité a été dégradée par le déploiement du plan ambitieux de communication et marketing, avec un décalage temporel pour la génération de produits d'exploitation. En 2013 et 2014, les marges du résultat brut d'exploitation se situent à 11% et 13% respectivement.

Lors de l'exercice 2015, SAFTI GROUPE a enregistré une dotation aux provisions sur compte client de 216 k€ et 62 k€ de dotations aux amortissements. Les créances clients figurant à l'actif pour 297 k€ à fin 2015 correspondent à des honoraires restant à encaisser auprès de notaires et à des commissions auprès des membres du réseau.

Le résultat d'exploitation a atteint (295) k€ au titre de 2015, contre 1 103 k€ en 2014.

La société a bénéficié de l'activation du déficit reportable en 2013 et 2015, de 584 k€ et 125 k€ respectivement. Notons, par ailleurs, que les sociétés membres du groupe ne sont pas intégrées fiscalement.

En synthèse :



Source : Société

4.2.4 Bilan Économique

Le bilan du groupe se caractérise par sa légèreté, avec un total de 3 664 k€.

<i>en k€, au 31/12</i>	2012	2013	2014	2015
Écart d'acquisition	0	0	0	108
Immobilisations incorporelles	9	0	40	29
Immobilisations corporelles	51	41	33	65
Immobilisations financières	17	17	209	122
Titres mis en équivalence	0	0	0	0
Actif immobilisé	77	58	282	324
BFR	(221)	(442)	(325)	(650)
Impôt différé	-	585	382	507
TOTAL ACTIF ÉCONOMIQUE	(144)	201	339	181
Capitaux propres part du groupe	(2 020)	(845)	2 167	1 996
Provisions pour risques et charges	-	-	-	-
Dette financière nette	1 876	1 046	(1 828)	(1 815)
TOTAL PASSIF ÉCONOMIQUE	(144)	201	339	181

Source : Société

L'actif économique intègre les principaux éléments suivants :

- Ecart d'acquisition de 108 k€ correspond à l'écart constaté lors de l'entrée de la société JusteToit dans le périmètre de consolidation du groupe (montant brut : 120 k€ amortis sur 10 ans) ;
- Immobilisations incorporelles pour 29 k€ ;
- Immobilisations corporelles pour 65 k€ ;
- Immobilisations financières pour 122 k€ se décomposent de la manière suivante : (i) Dépôt de garantie sur emprunt (25 k€) ; (ii) Titres SAFTI GROUPE détenus dans le cadre de la liquidité (20 k€) ; (iii) Fonds affectés au contrat de liquidité (52 k€) et (iv) Dépôt garantie divers (25 k€) ;
- BFR négatif de (650) k€ : les clients que sont les vendeurs de biens immobiliers paient dans un délai de 3 jours tandis que les conseillers sont réglés sous 24h dès réception de la facture par le Groupe. Sinon, les autres fournisseurs le sont à 30 jours fin de mois ;
- Impôt différé de 507 k€ reprend les déficits reportables du groupe à fin 2015.

Le passif économique de SAFTI GROUPE considère les éléments suivants :

- Capitaux propres part du groupe pour 1 996 k€ : courant 2015, 100.000 BSPCE ont été émis et attribués selon les caractéristiques suivantes : (i) parité de 1 BSPCE pour 1 action de SAFTI GROUPE (ii) prix d'exercice fixé à 9,47 € / action, (iii) période d'exercice allant du 1^{er} septembre 2017 au 31 août 2025. Pour rappel, une augmentation de capital nette de 2 280 k€ a été réalisée en 2014.
- Trésorerie nette de 1 815 k€ intègre 2 formes de dette : (i) dettes bancaires de 505 k€, dont 500 k€ souscrites auprès de la BPI (amortissable sur une période de 60 mois à compter du 1er janvier 2018 et taux d'intérêt fixe de 4,43%) et 5 k€ de crédit court terme, (ii) Avance en compte courant octroyée par La Santa Maria, actionnaire de référence, pour 502 k€, avec un taux de 2%. Finalement, SAFTI GROUPE dispose de 2 822 k€ de disponibilités.

4.2.5 Analyse du plan d'affaires

Le groupe ne publie pas de plan d'affaires stricto sensu, toutefois le management a indiqué lors du transfert sur Alternext de la société en Octobre 2014 viser un CA de 30 M€ en 2017 pour un résultat opérationnel d'environ 12%.

L'objectif de chiffre d'affaires pour 2017 a depuis été confirmé lors de récentes publications.

L'objectif de résultat opérationnel pour 2017 n'a pas été réitéré étant jugé trop optimiste par la direction au vu des investissements de communication nécessaires.

Néanmoins, Invest Securities a eu connaissance d'un plan d'affaires stand-alone sur la période 2016-2019, construit par le management de SAFTI GROUPE, à partir duquel il a pu baser ses travaux.

4.2.6 Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Les éléments d'ajustement retenus pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres sont basés sur les comptes consolidés en normes françaises au 31 décembre 2015, avec :

- Une position de total dette nette de (1 815) k€
- Augmentée de 947 k€, au titre de l'éventuel exercice des BSPCE, dans la monnaie au regard du Prix de l'Offre.

<i>en k€, au 31/12</i>	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
Emprunts et dettes bancaires	1 000	507	505
Dettes financières	346	0	502
Total dette brute	1 346	507	1 007
Disponibilités	300	2 335	2 822
Total dette nette	1 046	-1 828	-1 815
<i>Trésorerie potentielle résultant de l'exercice des BSPCE</i>			947
Total dette nette retraitée	1 046	-1 828	-2 762

Source : Société

4.2.7 Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux

Le nombre d'actions SAFTI GROUPE retenu est de 1.240.000, correspondant au nombre total d'actions actuellement en circulation de 1.140.000 tel que communiqué par la société au 1^{er} avril 2016 et augmenté des 100.000 actions susceptibles d'être émises par l'exercice des BSCPE sur la base d'un prix de référence de 9,47 €.

4.3 Méthodes retenues pour l'appréciation du prix d'offre

Pour apprécier le Prix de l'Offre, les méthodes retenues sont les suivantes :

- Actualisation des flux de trésorerie disponibles (« DCF » - Discounted Cash-Flow)
- Cours de bourse ; et
- Transactions de référence.

4.3.1 Approche par actualisation des flux de trésorerie disponibles

La méthode DCF (*Discounted Cash-Flows*) consiste à déterminer la valeur d'entreprise de la Société par actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs qui ressortent de son plan d'affaires.

Pour la construction de notre actualisation des flux de trésorerie (DCF), nous avons découpé le futur en trois périodes, (i) 2016-2019 pour laquelle nous avons retenu les hypothèses du management, (ii) 2020-2025 pour laquelle nous avons extrapolé les principaux paramètres (rythme de croissance, taux de marge d'exploitation et taux de rotation de l'actif économique) et (iii) enfin une dernière période de 10 années dite *période d'extinction de la rente* jusqu'en 2035.

1. **Sur la période 2016-2019**, la construction par le management du plan d'affaires repose principalement sur les hypothèses suivantes :

Chiffre d'affaires

- Évolution du nombre de conseillers. Celle-ci prend en compte l'impact des campagnes de publicité, le taux de recrutement via les parrainages (1,5% sur 2016-2019) ainsi que le taux de churn selon l'ancienneté des conseillers ;
- Évolution du nombre mensuel moyen de ventes / conseiller.

Ainsi, le chiffre d'affaires présente un taux de croissance annuel moyen de 23,4% sur la période dont 35,8% en 2016, pour atteindre 11,8% à fin 2019.

Charges d'exploitation

Les principaux paramètres, qui impactent les charges d'exploitation, sont :

- Le pourcentage de rétrocession sur les honoraires d'agence, calculé selon le niveau d'honoraires d'agence réalisé annuellement par le conseiller. Le calibrage de la rétrocession dépend du volume de CA réalisé : plus le CA est élevé, plus le pourcentage de rétrocession est important ;
- Le niveau de rétrocession de développement, qui récompense les conseillers ayant contribué au recrutement de nouveaux conseillers, évolue de 367 k€ en 2016 à 349 k€ en 2019, avec un niveau moyen de 360 k€. Le montant de rétrocession se calcule par palier, en fonction du CA considéré ;
- Les dépenses de communication couvrent les campagnes de recrutement, la Pub TV, la diffusion des biens immobiliers sur internet et les autres charges de communication. L'enveloppe globale de ce poste de dépenses atteint 3 929 k€ en 2016 jusqu'à 4 490 k€ en 2019, avec un point haut à 4 690 k€ en 2018 ;
- Les autres charges incluent les frais généraux, telles que les dépenses de location de bureaux, les fournitures diverses, les honoraires, les frais bancaires et assurances diverses ;
- Les charges de personnel tiennent compte de la structure de l'effectif et les salaires associés variant selon les fonctions, ainsi que les augmentations annuelles de salaires.
- Au final, sur la période, les charges d'exploitation représentent en moyenne 94% du chiffre d'affaires pour atteindre 91% du chiffre d'affaires en 2019.
- Sur cette période 2016-2019, les dotations aux amortissements considérées concernent les dotations aux amortissements pour dépréciations de créances relatives aux impayés sur le paiement de l'offre relative aux packs et les dotations aux amortissements pour dépréciation des immobilisations incorporelles et corporelles. Seules les dotations aux amortissements pour dépréciation des immobilisations corporelles et incorporelles sont

retraitées dans le cadre du DCF. Elles représentent en moyenne 388 k€ par an sur la période.

Sur la période 2016-2019, la variation de BFR découle des paramètres suivants : (i) les créances clients représentent 6 jours de CA TTC, tandis que les encours fournisseurs pour un équivalent de 21 jours d'achats TTC. Ensuite, le BFR est stabilisé. De plus, sur cette même période, le niveau d'investissement considéré a été estimé à 150.000 euros.

2. **Sur la période 2020-2025**, trois paramètres ont été extrapolés :

- La croissance du CA qui tend de façon linéaire de 11,8% vers 5,0% ;
- La marge d'exploitation dont l'objectif a été fixée à 10% sur la base de la performance observée chez les principaux concurrents de SAFTI GROUPE (Capi France, Optim Home, I@D France) comprise entre 8,6% et 12,7%.
- La rotation de l'actif économique, calculée par le rapport CA / Actif économique, a été très légèrement abaissée (ce qui tend à augmenter la valorisation) de 93 à 80 afin de tenir compte à la fois de faibles investissements et d'un BFR très légèrement négatif.

3. **Sur la période d'extinction de la rente**, deux paramètres ont été définis :

- Le taux de croissance résiduel fixé à 1,5% ;
- La rentabilité économique après IS qui tend linéairement vers le niveau de rentabilité attendu par l'investisseur (taux d'actualisation) ;
- En termes d'évolution de l'actif économique, les dotations aux amortissements sont réputées égales aux montants des investissements. Compte tenu de l'organisation digitale de SAFTI Groupe, ils représentent des niveaux très faibles, de l'ordre de 150 k€.

Enfin, le taux d'imposition retenu pour l'intégralité du plan d'affaires est de 34%. Par ailleurs, le déficit reportable a été considéré comme récupérable en une année.

L'actualisation des flux de trésorerie est effectuée au Coût Moyen Pondéré du Capital (« **CMPC** »), qui tient compte de la rémunération attendue par les investisseurs. Il comprend :

- Le taux sans risque retenu de 0,52%, étant le taux moyen de l'OAT 10 ans sur 3 mois (source : Factset Estimates au 6 juin 2016) ;
- La prime de risque de marché retenue de 6,29%, correspondant à la moyenne sur 3 mois de la prime de risque (source : Factset Estimates au 6 juin 2016) ;
- Une prime de risque spécifique de 9,44% en raison de la faible liquidité du titre (cf. analyse de la vie boursière de l'action SAFTI GROUPE) ;
- Un coût pondéré de la dette de 3,22% avant impôt et un taux d'imposition normatif de 34% ;
- Un levier financier nul, sachant que SAFTI GROUPE présente une trésorerie nette positive à fin 2014 et fin 2015. De plus, sa situation de trésorerie nette devrait se renforcer compte tenu d'un business model fortement générateur de trésorerie.

Le CMPC ressort ainsi à 16,25%.

Calcul du CMPC	
Taux sans risque	0,52%
Prime de marché	6,29%
Prime de risque spécifique	9,44%
Coût du capital	16,25%
Taux d'imposition	34,00%
Coût pondéré de la dette	3,22%
Dette nette	0,00%
Fonds propres	100,00%
CMPC	16,25%

Sources : Factset Estimates, Invest Securities

Après prise en compte d'une valeur terminale déterminée par l'actualisation sur 20 ans d'une séquence de flux de trésorerie en croissance de 1,5% à long terme, la valeur d'entreprise (« VE ») de Safti ressort à 11,77 M€, soit une valeur des capitaux propres de 14,5 M€ ou 11,76 € par action.

Les analyses de sensibilité détaillées dans le tableau ci-dessous ont été réalisées en fonction d'un changement de +/- 0,5% du taux d'actualisation et +/- 0,5% sur le taux de croissance à l'infini. Sur la base de ces analyses, la valeur par action de SAFTI GROUPE s'établit dans une fourchette de 11,44 euros à 12,10 euros.

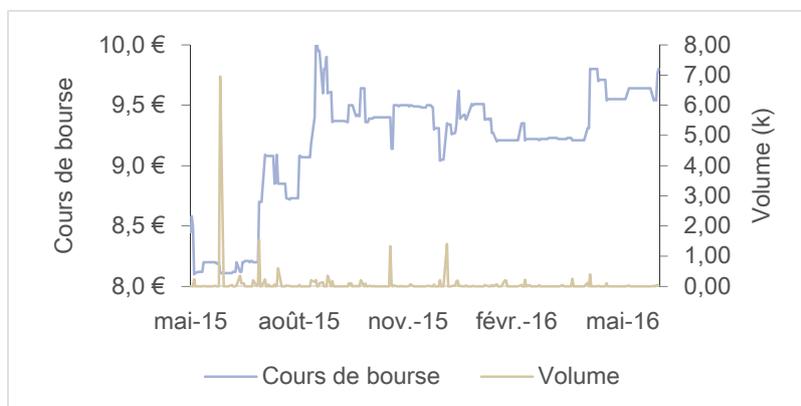
		CMPC		
		15,75%	16,25%	16,75%
Taux de croissance	1,00%	12,09	11,76	11,44
	1,50%	12,10	11,76	11,45
	2,00%	12,10	11,77	11,45

4.3.2 Approche par les cours boursiers

Les actions SAFTI GROUPE sont admises aux négociations sur Alternext, depuis le 20 octobre 2014. L'analyse du cours de bourse a été réalisée du 4 mai 2015 au 3 juin 2016, soit une période de 13 mois.

Au cours des 13 derniers mois précédant le 3 juin 2016, les volumes de titres se sont élevés à 18.480 titres, avec un taux de rotation du capital ressortant à 1,62% sur 13 mois.

Historique du cours de SAFTI GROUPE depuis Mai 2015



Sources : Capital IQ et Invest Securities

Au 3 juin 2016, l'action SAFTI GROUPE a clôturé à 9,80 €. Le cours moyen pondéré s'établit à 9,68€ sur 1 mois, 9,55 € sur 3 mois, 9,39 € sur 6 mois et 9,16 € sur 12 mois. Le cours a atteint son plus haut sur les 12 derniers mois le 19 août 2015 à 10,00 € et son plus bas le 7 mai 2015 à 8,10 €.

En synthèse :

	Cours	Volume moyen journalier (k)	Prime / Décote
Cours spot	9,80 €	0,02	33%
Moyenne pondérée - 1 mois	9,68 €	0,00	34%
Moyenne pondérée - 3 mois	9,55 €	0,01	36%
Moyenne pondérée - 6 mois	9,39 €	0,02	39%
Moyenne pondérée - 12 mois	9,16 €	0,03	42%
Plus bas - 12 mois	8,10 €	0,00	60%
Plus haut - 12 mois	10,00 €	6,95	30%

Sources : Capital IQ, Invest Securities

4.3.3 Approche par les transactions récentes sur le capital

Cette méthode consiste à observer les transactions récentes sur le capital de la Société.

Au cours des 12 derniers mois, LA SANTA MARIA a acquis 95.621 actions de la société SAFTI sur le / hors marché au prix unitaire de 13 €. Un tableau récapitulatif des actions acquises par LA SANTA MARIA figure ci-dessous :

Date	Opération	Actions	Prix unitaire	Montant
1 ^{er} juin 2016	Acquisition	62.982	13,00 euros	818.766 euros
1 ^{er} juin 2016	Acquisition	18.500	13,00 euros	240.500 euros
6 juin 2016	Acquisition	14.139	13,00 euros	183.807 euros
Total		95.621	13,00 euros	1.243.073 euros

4.4 Méthode retenue à titre illustratif

4.4.1 Approche par les comparables boursiers

Cette méthode consiste à évaluer la Société par analogie, en appliquant aux agrégats de SAFTI GROUPE, les multiples de valorisation de sociétés appartenant à son secteur d'activité.

La méthode des comparables reste néanmoins difficile à appliquer dans le cas de SAFTI GROUPE car :

- Les « pure players », que sont I@D, CapiFrance ou OptiHome présentant une taille et des niveaux de marges opérationnelles comparables, ne sont pas cotés ;
- SAFTI GROUPE est en phase de forte croissance accélérée alors que les agences traditionnelles connaissent une évolution plus progressive de leur CA ;
- SAFTI GROUPE ne présente pas les mêmes caractéristiques en termes de taille et de liquidité que les comparables constituant l'échantillon ;
- Le modèle économique de SAFTI GROUPE uniquement spécialisé dans la vente de biens immobiliers d'habitation n'est pas le même que celui des agences immobilières traditionnelles de l'échantillon qui sont beaucoup plus diversifiées.

En conséquence, nous avons également élargi notre spectre à des sociétés issues de la promotion immobilière et aux services immobiliers. L'échantillon de sociétés comparables est donc composé de 12 sociétés réparties en 3 groupes distincts : (i) Agences immobilières, (ii) Services immobiliers, (iii) Promotion immobilière.

	Nationalité	Marché de cotation	Capi. boursière moyenne 1 mois	CA 2015	Description de l'activité
Agences immobilières					
		London Stock Exchange	555M€	150 M€	Groupe constitué d'agences immobilières, avec une position de leader à Londres, présentant 4 segments d'activité : (i) Ventes de biens immobiliers (48,2% du CA), (ii) Location (46% du CA), (iii) Conseil financier / hypothécaire (5,5% du CA) et (iv) Autres services (0,3% du CA). Son réseau est constitué de 58 réseaux.
		London Stock Exchange	398M€	301 M€	2ème réseau d'agences immobilières au Royaume-Uni, organisé en 2 départements distincts : (i) Agences immobilières et services liés (78,7% du CA), dont ventes de biens / location (52,7%), asset management (2,8%), Conseil financier / hypothécaire (16,8%) et autres revenus (6,8%), (ii) Evaluation (21,3% du CA). Le groupe est composé de 114 franchises.
		London Stock Exchange	462M€	3,4 M€	Purple Bricks est la 4ème agence immobilière au Royaume-Uni. Son business model repose sur l'association d'une plateforme digitale et d'une expertise locale.
Services immobiliers					
		New York Stock Exchange	8 408M€	10 836 M\$	1er acteur du conseil en immobilier au travers de ses 9 activités : (i) Location (37% du CA), Crédit-bail / Leasing (23% du CA), Vente de biens (16% du CA), Construction (9% du CA), Evaluation (5% du CA), Conseil hypothécaire (4% du CA), Services d'investissement (4% du CA), Autres (1% du CA). CBRE détient 89 Mds\$ sous gestion et a levé 7 Mds\$.
		New York Stock Exchange	4 509M€	5 164 M\$	Jones Lang LaSalle est un des leaders mondiaux en conseil immobilier d'entreprise : (i) Gestion de biens immobiliers (21% du CA), (ii) Investissements (8% du CA), Conseil (10% du CA), (iii) Leasing / Crédit-bail (32% du CA), (iv) Marchés des capitaux (19% du CA), (v) Développement de projet (10% du CA). A l'échelle mondiale, Jones Lang LaSalle emploie plus de 80 000 collaborateurs et demeure présent dans plus de 80 pays.
		NASDAQ and on the Toronto Stock Exchange	1 464M€	1 264 M\$	FirstService Corporation est un des leaders nord-américain dans le secteur des services immobiliers au travers de ses 2 activités : (i) FirstService Residential - gestion de résidences (80%), (ii) FirstService Brands - services immobiliers (20%) par le biais de franchises ou en propre. La société regroupe 16 200 employés dont environ 15 000 rattachés aux franchiseés.
		NASDAQ and on the Toronto Stock Exchange	1 332M€	1,722 M\$	Colliers International est présent dans 32 pays, au travers de 239 bureaux. La société enregistre 1,5 milliards de m2 sous gestion. Ses activités comprennent l'évaluation d'actifs, la gestion d'actifs et la gestion de projet.
		London Stock Exchange	1 009M€	719 M€	Countrywide est un des plus grands groupes de services immobiliers au Royaume-Uni, comptant 50 marques. Son activité comprend les services financiers (hypothécaires), évaluation, gestion d'actifs. Il compte plus de 12 000 employés.
		London Stock Exchange	1 320M€	1,284 M€	Savills est un des leaders du conseil immobilier d'entreprise dans le monde (Investissement, Retail, Transaction, Expertise, Property Management, Industriel & Logistique), avec un réseau de plus de 700 bureaux et partenaires répartis en Amérique, au Royaume-Uni, en Europe, en Asie-Pacifique, en Afrique et au Moyen-Orient. Le groupe présente un effectif de 30 000 personnes.
Promotion immobilière					
		Euronext Paris	2 348M€	3 057 M€	Nexity est un acteur intégré au sein des métiers de l'immobilier : Immobilier résidentiel (71% du CA), Services et Réseaux (administration de biens de logements et de bureaux, la gestion de résidences étudiantes, le conseil et la transaction immobilière) (16%), Immobilier d'entreprise / activités de promotion (12% du CA) et Autres activités (0,4% du CA)
		Euronext Paris	679M€	1 063 M€	Kaufman & Broad est un développeur-construteur au travers de 3 secteurs d'activité : Logements (91% du CA), Tertiaire (91% du CA) et Autres (1% du CA).
		Euronext Paris	287M€	512 M€	Maisons France Confort est un constructeur de maisons individuelles qui s'appuie sur un réseau national de plus de 375 agences réparties dans 21 régions et un effectif de 1 466 personnes. Depuis sa création, Maisons France Confort a livré 85 000 maisons et a rénové 70 000 maisons.

Les principaux agrégats des sociétés de l'échantillon (capitalisation boursière, VE, croissance du CA et marge d'EBITDA) sont détaillés ci-dessous :

Société	Pays	Capi. Moy. 1 mois (MEUR)	VE (MEUR)	Croissance CA			Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
				2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e
Agences immobilières												
Foxtons Group Plc	GB	555	520	(1,8%)	+6,5%	+6,3%	30,6%	31,1%	31,8%	26,8%	27,9%	28,3%
LSL Property Services	GB	398	483	(1,9%)	+3,4%	+7,4%	16,1%	16,5%	16,3%	14,5%	15,0%	15,2%
Purple Bricks	GB	482	468	+168,7%	+65,6%	n.d.	2,2%	22,8%	n.d.	2,0%	23,9%	n.d.
Services immobiliers												
CBRE	US	8 408	11 221	+18,7%	+8,7%	+9,1%	12,1%	11,9%	11,4%	8,6%	8,8%	8,5%
Jones Lang LaSalle Inc.	US	4 509	5 503	+2,2%	+4,9%	+6,0%	11,7%	12,0%	11,7%	9,8%	10,0%	9,9%
First Service Corporation	CA	1 464	1 616	+11,0%	+10,8%	n.d.	8,7%	9,1%	n.d.	6,2%	6,7%	n.d.
Colliers International	CA	1 332	1 544	+4,6%	+6,8%	n.d.	10,8%	10,9%	n.d.	8,1%	8,2%	n.d.
Countrywide	GB	1 009	1 260	(3,5%)	+9,5%	+14,1%	16,3%	16,6%	17,2%	14,0%	14,2%	15,3%
Savills Plc	GB	1 320	1 115	(0,4%)	+4,3%	+2,0%	9,4%	10,0%	11,1%	7,5%	7,6%	8,3%
Promotion immobilière												
Nexity	FR	2 348	2 546	+9,1%	+8,1%	+5,6%	8,6%	9,3%	9,5%	7,8%	8,5%	8,8%
Kaufman & Broad SA	FR	679	651	+7,5%	+9,0%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	8,1%	8,0%	n.d.
Maisons France Confort	FR	287	239	+20,1%	+7,7%	+8,7%	4,6%	5,7%	6,2%	4,0%	5,1%	5,7%
Moyenne				+19,5%	+12,1%	+7,4%	+11,9%	+14,2%	+14,4%	+9,8%	+12,0%	+12,5%
Médiane				+6,1%	+7,9%	+6,8%	+10,8%	+11,9%	+11,5%	+8,1%	+8,6%	+9,3%
SAFTI	FR	10,97		+35,8%	+42,2%	+18,2%	2,0%	5,8%	6,9%	0,4%	4,6%	5,8%

Sources : Capital IQ et Invest Securities

Considérant la capitalisation boursière de SAFTI GROUPE, s'élevant à 10,97 M€ au 3 juin 2016, et la faible liquidité du titre de SAFTI GROUPE par rapport à l'échantillon de comparables retenu, il est appliqué une décote normative de 35%.

Dans le cadre de la présente évaluation, nous considérons les multiples calculés sur la VE rapportée à l'EBITDA et à l'EBIT car nous estimons que le ratio VE / CA ne reflète pas les écarts potentiels de rentabilité.

Les ratios de valorisation sont déterminés sur la base de la capitalisation boursière moyenne 1 mois au 3 juin 2016. Les estimations de résultats 2016, 2017 et 2018 des composants de l'échantillon sont issues du consensus Capital IQ. Les multiples de l'échantillon de comparables sont les suivants :

Société	Pays	Capi. Moy. 1 mois (MEUR)	VE (MEUR)	VE/CA			VE/EBITDA			VE/EBIT		
				2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e
Agences immobilières												
Foxtons Group Plc	GB	555	520	2,60x	2,45x	2,30x	8,5x	7,9x	7,2x	9,7x	8,8x	8,1x
LSL Property Services	GB	398	483	1,21x	1,17x	1,09x	7,5x	7,1x	6,7x	8,3x	7,8x	7,2x
Purple Bricks	GB	482	468	10,06x	6,07x	n.d.	n.s.	26,6x	n.d.	n.s.	25,5x	n.d.
Groupe 1 - Moyenne				4,62x	3,23x	1,69x	8,0x	13,9x	6,9x	9,0x	14,0x	7,6x
Groupe 1 - Médiane				2,60x	2,45x	1,69x	8,0x	7,9x	6,9x	9,0x	8,8x	7,6x
Services immobiliers												
CBRE	US	8 408	11 221	0,95x	0,87x	0,80x	7,8x	7,3x	7,0x	11,0x	9,9x	9,4x
Jones Lang LaSalle Inc.	US	4 509	5 503	0,98x	0,93x	0,88x	8,4x	7,8x	7,6x	10,0x	9,3x	8,9x
First Service Corporation	CA	1 464	1 616	1,25x	1,13x	n.d.	14,4x	12,4x	n.d.	20,3x	16,9x	n.d.
Colliers International	CA	1 332	1 544	0,93x	0,87x	n.d.	8,7x	8,0x	n.d.	11,5x	10,6x	n.d.
Countrywide	GB	1 009	1 260	1,31x	1,20x	1,05x	8,0x	7,2x	6,1x	9,4x	8,4x	6,9x
Savills Plc	GB	1 320	1 115	0,64x	0,62x	0,60x	6,8x	6,1x	5,4x	8,6x	8,2x	7,3x
Groupe 2 - Moyenne				1,01x	0,94x	0,83x	9,0x	8,1x	6,5x	11,8x	10,5x	8,1x
Groupe 2 - Médiane				0,96x	0,90x	0,84x	8,2x	7,5x	6,6x	10,5x	9,6x	8,1x
Promotion immobilière												
Nexity	FR	2 348	2 546	0,81x	0,75x	0,71x	9,4x	8,1x	7,5x	10,4x	8,8x	8,1x
Kaufman & Broad SA	FR	679	651	0,57x	0,52x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	7,0x	6,5x	n.d.
Maisons France Confort	FR	287	239	0,39x	0,36x	0,33x	8,5x	6,4x	5,3x	9,7x	7,0x	5,8x
Groupe 3 - Moyenne				0,59x	0,54x	0,52x	9,0x	7,2x	6,4x	9,0x	7,4x	7,0x
Groupe 3 - Médiane				0,57x	0,52x	0,52x	9,0x	7,2x	6,4x	9,7x	7,0x	7,0x
Total moyenne				1,81x	1,41x	0,97x	8,8x	9,5x	6,6x	10,5x	10,6x	7,7x
Total médiane				0,96x	0,90x	0,84x	8,4x	7,8x	6,8x	9,7x	8,8x	7,7x
Total moyenne après décote de 35%				1,18x	0,92x	0,63x	5,7x	6,2x	4,3x	6,8x	6,9x	5,0x
Total médiane après décote de 35%				0,63x	0,59x	0,55x	5,5x	5,0x	4,4x	6,3x	5,7x	5,0x

Sources : Capital IQ et Invest Securities

Groupe des agences immobilières :

- les multiples VE / EBITDA après décote de 35% font ressortir une valeur de 3,98 € à 11,32 € / action :

<i>en k€, au 31/12</i>	2016e	2017e	2018e
Echantillon - Multiple d'EBITDA après décote de 35%	5,2x	5,1x	4,5x
EBITDA SAFTI	419	1 772	2 497
Valeur d'entreprise	2 177	9 044	11 272
Dette financière nette	-2 762	-2 762	-2 762
Valeur des capitaux propres	4 939	11 806	14 034
Prix par action induit (€)	3,98	9,52	11,32

- les multiples VE / EBIT après décote de 35% font ressortir une valeur de 2,62 € à 10,59 € / action :

<i>en k€, au 31/12</i>	2016e	2017e	2018e
Echantillon - Multiple d'EBIT après décote de 35%	5,9x	5,7x	5,0x
EBIT SAFTI	82	1 394	2 089
Valeur d'entreprise	481	7 937	10 370
Dette financière nette	-2 762	-2 762	-2 762
Valeur des capitaux propres	3 243	10 699	13 132
Prix par action induit (€)	2,62	8,63	10,59

Approche sectorielle :

- les multiples VE / EBITDA après décote de 35% font ressortir une valeur de 4,08 € à 11,17 € / action :

<i>en k€, au 31/12</i>	2016e	2017e	2018e
Echantillon - Multiple d'EBITDA après décote de 35%	5,5x	5,0x	4,4x
EBITDA SAFTI	419	1 772	2 497
Valeur d'entreprise	2 299	8 945	11 088
Dette financière nette	-2 762	-2 762	-2 762
Valeur des capitaux propres	5 061	11 707	13 850
Prix par action induit (€)	4,08	9,44	11,17

- Les multiples VE / EBIT après décote de 35% font ressortir une valeur de 2,65 € à 10,64 € / action :

<i>en k€, au 31/12</i>	2016e	2017e	2018e
Echantillon - Multiple d'EBIT après décote de 35%	6,3x	5,7x	5,0x
EBIT SAFTI	82	1 394	2 089
Valeur d'entreprise	518	7 973	10 430
Dette financière nette	-2 762	-2 762	-2 762
Valeur des capitaux propres	3 280	10 735	13 192
Prix par action induit (€)	2,65	8,66	10,64

4.5 Synthèse de l'appréciation de l'offre sur les actions SAFTI GROUPE

Le tableau ci-dessous récapitule les primes et décotes induites de l'approche sectorielle par rapport au prix de l'offre (13 €).

	Valorisation de l'action (€)	Prime / Décote
A titre principal		
Actualisation des flux de trésorerie		
Scénario central	11,76	10,5%
Cours de bourse		
Cours spot	9,80	32,7%
Moyenne pondérée - 1 mois	9,68	34,3%
Moyenne pondérée - 3 mois	9,55	36,2%
Moyenne pondérée - 6 mois	9,39	38,5%
Moyenne pondérée - 12 mois	9,16	41,9%
Plus bas - 12 mois	8,10	60,5%
Plus haut - 12 mois	10,00	30,0%
Transactions récentes sur le capital		
Acquisitions de bloc	13,00	0,0%
A titre illustratif		
Comparables boursiers		
VE / EBITDA 2016e	4,08	218,5%
VE / EBITDA 2017e	9,44	37,7%
VE / EBITDA 2018e	11,17	16,4%
VE / EBIT 2016e	2,65	391,5%
VE / EBIT 2017e	8,66	50,2%
VE / EBIT 2018e	10,64	22,2%

4.6 Méthodes écartées

4.6.1 Cours cibles des analystes

SAFTI ne fait l'objet d'un suivi que de la part d'un seul bureau d'analyse (Invest Securities) selon les informations collectées auprès de Bloomberg et Factset Estimates. L'absence de consensus ne nous permet pas de retenir la méthode de valorisation par les objectifs de cours. A titre d'information, une seule note a été publiée par Invest Securities, dans le cadre de son introduction en bourse. Depuis, aucune autre publication n'a eu lieu, faisant mention d'un objectif de cours de bourse.

4.6.2 Actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à valoriser les fonds propres d'une société par l'actualisation, au coût des fonds propres de la société, de flux prévisionnels de dividendes versés à ses actionnaires. Cette méthodologie n'a pas été retenue car (i) elle dépend essentiellement des décisions des dirigeants des sociétés en matière de taux de distribution et (ii) SAFTI GROUPE n'a jamais versé de dividende depuis sa création.

4.6.3 Actif net comptable

Cette approche a été écartée dans la mesure où elle est habituellement utilisée pour la valorisation de sociétés de portefeuille détenant des participations financières minoritaires.

A titre indicatif, l'actif net comptable (part du groupe) de SAFTI GROUPE ressort à 2,37 € par action à fin 2015, sur la base d'un nombre dilué de titres.

4.6.4 Transactions comparables

Cette méthode des multiples de transactions comparables consiste à appliquer aux agrégats financiers de SAFTI GROUPE les multiples de valorisation observés sur un échantillon de transactions intervenues dans le même secteur d'activité.

La difficulté de cette méthode réside dans le choix des transactions retenues comme références de valorisation alors que :

- La qualité et la fiabilité de l'information varient fortement d'une transaction à l'autre en fonction du statut des sociétés achetées (cotées, privées, filiales d'un groupe) et du niveau de confidentialité de la transaction ;
- Les sociétés acquises ne sont jamais parfaitement comparables à la société évaluée du fait de leur taille, de leur positionnement, de leur présence géographique, de leur rentabilité, de leurs perspectives de croissance ; et
- L'intérêt stratégique d'une acquisition varie et le prix payé en conséquence peut inclure une prime de contrôle plus ou moins élevée.

Dans le cas présent, plusieurs opérations concernant des acteurs de la transaction immobilière et de l'administration de biens ont eu lieu ces dernières années. Néanmoins, aucune transaction pertinente relative aux réseaux d'agents immobiliers ou de mandataires immobiliers n'est renseignée publiquement et de manière fiable. C'est pourquoi, nous décidons de ne pas retenir cette méthode de valorisation.

5 RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le cabinet Associés en Finance représenté par Arnaud Jacquillat et Catherine Meyer a été mandaté en qualité d'expert indépendant aux fins d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

L'expert indépendant a confirmé que le Prix de l'Offre de 13,00 euros par action SAFTI GROUPE (que LA SANTA MARIA propose dans le cadre de l'Offre suivie d'un Retrait Obligatoire) est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société SAFTI GROUPE.

Son rapport en date du 8 juin 2016 est intégralement reproduit ci-après.

**Expertise indépendante d'Associés en Finance sur l'Offre Publique
de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire initiée par La Santa Maria
sur les actions émises par SAFTI GROUPE**

SOMMAIRE

I.	Missions et moyens	44
II.	SAFTI : présentation, analyse et stratégie	46
II.A.	Historique	46
II.B.	Actionnariat	47
II.C.	Les activités de SAFTI	48
II.C.1.	Les réseaux de mandataires immobiliers	48
II.C.2.	Le modèle économique de SAFTI	48
II.D.	Marchés sous-jacents et principales opportunités	50
II.E.	Fondamentaux de l'environnement opérationnel de SAFTI	52
II.F.	Analyse financière et stratégique de SAFTI	55
II.F.1.	Analyse financière	55
II.F.2.	Analyse stratégique	59
III.	Evaluation de SAFTI	59
III.A.	Examen du cours	59
III.B.	Examen des accords connexes à l'Offre	62
III.C.	Les méthodes écartées	63
III.C.1.	Méthode de l'Actif net comptable	63
III.C.2.	Méthode de l'Actif net réévalué	63
III.C.3.	Valorisation par les dividendes	63
III.C.4.	Analyse des objectifs de cours des analystes financiers	63
III.D.	Les méthodes retenues	64
III.D.1.	Paramètres utilisés pour la valorisation de la Société	64
III.D.2.	Méthodologie de valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels et mise en œuvre	65
III.D.3.	Transactions récentes sur le capital de la Société	69
III.D.4.	Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)	69
III.D.5.	Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)	72
IV.	Analyse des travaux du Conseil de l'Initiateur	74
IV.A.	Les méthodes écartées	74
IV.B.	Les méthodes retenues	74
IV.B.1.	L'analyse du cours de bourse	74
IV.B.2.	Méthodologie de valorisation par actualisation des flux prévisionnels	74
IV.B.3.	Transactions récentes sur le capital de la Société	75
IV.B.4.	La méthode des comparables boursiers	75
IV.B.1.	Résultats comparés	76
V.	Conclusion d'Associés en Finance	77
VI.	Annexes	79
VI.A.	Annexe 1 : présentation de l'expert	79
VI.B.	Annexe 2 : déroulement de la mission d'Associés en Finance	80
VI.C.	Annexe 3 : présentation des sociétés de l'échantillon	82
VI.D.	Annexe 4 : détail des transactions intervenues dans le secteur	83

VI.E. Annexe 5 : Présentation détaillé du modèle Trival®	85
VI.E.1. Trival® : modèle de coût des fonds propres	85
VI.E.2. Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital	87

I. Missions et moyens

Contexte

En mai 2016, La Santa Maria (holding de la famille Martin Pacheco) détenait 65,6% du capital et 68,9% des droits de vote de SAFTI Groupe (ci-après « SAFTI » ou « la Société »)⁷. Sandra Françonnet et Marc Brimeux, administrateurs de SAFTI, détenaient quant à eux 19,7% du capital et 22,0% des droits de vote. Le reste du capital de SAFTI était partagé entre Céline Tabournel, Antoine Bertier (1,5% du capital et 1,7% des droits de vote) et l'actionnariat public (13,2% du capital et 7,38% des droits de vote).

Le titre SAFTI Groupe présentant une liquidité en bourse très réduite, les actionnaires majoritaires ont mis en œuvre un processus devant aboutir au retrait de la cote du titre, afin d'offrir une liquidité immédiate aux actionnaires minoritaires, et supprimer les coûts et contraintes inhérents à la cotation d'une société.

Les principaux actionnaires majoritaires sont liés par un pacte d'actionnaires, signé le 3 juin 2016 entre La Santa Maria, Marc Brimeux, Sandra Françonnet, Céline Tabournel, Antoine Bertier et la Holding Pablou (représentée par Marc Brimeux) (ci-après « le Concert »). Les parties ont déclaré agir de concert à l'égard de SAFTI au sens de l'article L.233-10 du code de commerce.

A la suite du rachat de trois blocs de titres SAFTI acquis par La Santa Maria au prix de 13,00 € par action au début du mois de juin 2016 portant sur respectivement 62 983, 18 500 et 14 139 actions SAFTI, le Concert détient à la date du projet d'Offre 1 085 120 actions SAFTI, représentant 95,19% du capital et 97,31% des droits de vote de la Société. Le capital flottant de la Société correspond à 4,81% du capital total de SAFTI.

Le seuil de détention de 95% des droits de vote a donc été franchi après le rachat de ces blocs de titres, conduisant à l'annonce le 6 juin 2016 du dépôt d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur le solde des actions de la Société (ci-après « l'Offre »), qui porte sur la part du capital de SAFTI non détenu par le Concert, soit 54 880 actions. L'Offre se fera à un prix de 13,00 € par action, identique au prix de rachat des blocs susmentionnés. L'Offre ne vise pas les 100 000 bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (ci-après « BSPCE ») émis par SAFTI, qui ne sont exerçables qu'à compter de septembre 2017.

Mission d'Associés en Finance

La présente expertise entre dans le cadre de l'application des articles 261-1-I 1° et 2° et 261.1-II du Règlement Général de l'AMF⁸.

La mission d'Associés en Finance consiste à attester de l'équité des termes de l'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire qui sera initiée par La Santa Maria sur l'ensemble des actions restantes de la Société, à un prix de 13,00 € par action. Invest Corporate Finance est l'établissement présentateur de l'Offre.

Les personnes d'Associés en Finance impliquées dans cette mission sont Arnaud Jacquillat, Directeur Général d'Associés en Finance, Catherine Meyer, Associée, ainsi que Pierre Charmion, Associé et Thomas Libs, Associé. Philippe Leroy, Président d'Associés en Finance, est en charge du contrôle qualité des travaux engagés.

Avertissement

Les informations, utilisées pour la réalisation de nos travaux, ont été fournies soit par SAFTI, soit par Invest Corporate Finance, soit étaient publiques.

⁷ Gabriel Martin Pacheco étant Président-Directeur Général de la Société

⁸ Le Règlement Général de l'AMF prévoit le recours à un expert indépendant, notamment lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre (article 261-1-I 1°), lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance (article 261-1-I 1°), ou encore dans le cas de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-16 (article 261-1-II)

Associés en Finance n'a effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de SAFTI et de ses filiales et participations. Associés en Finance n'a effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont la Société pourrait faire l'objet. De manière générale, ont été tenues pour acquises, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui ont été communiqués ou auxquels Associés en Finance a eu accès sans qu'Associés en Finance puisse encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations. Associés en Finance ne peut garantir l'exactitude des prévisions, estimations et informations fournies.

Les Parties Prenantes nous ont certifié qu'il n'existait pas d'accords connexes à la présente Offre entre ces différentes entités, le management de SAFTI ou des actionnaires minoritaires, qui seraient susceptibles d'avoir un impact sur le prix de l'Offre. Dans le cadre de l'offre, nous avons pris connaissance du pacte d'actionnaires et des différents accords intervenus dans ce contexte. Leur liste détaillée est communiquée en annexe.

Indépendance

Associés en Finance confirme ne pas avoir de conflits d'intérêt et être indépendant de l'ensemble des intervenants sur ce dossier au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante. Ainsi, Associés en Finance et ses salariés :

- N'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- N'ont procédé à aucune évaluation pour le compte de la Société ou de ses actionnaires au cours des dix-huit derniers mois susceptible d'affecter son indépendance ;
- N'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au titre de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois ;
- Ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre, susceptible d'affecter leur indépendance ;
- Ne se sont vus confier aucune mission – autre que celle faisant l'objet de la présente Mission – par les sociétés concernées par l'Offre pour les mois à venir.
- N'entretiennent pas de relations répétées avec une banque susceptibles d'affecter l'indépendance d'Associés en Finance. Les dernières missions d'expertise réalisées par Associés en Finance ou Détroyat Associés⁹ sur des opérations pour lesquelles Invest Corporate Finance était établissement présentateur ont été la prise de contrôle de Serma Technologies par Financière Ampère Galilée en juillet 2015 et l'offre publique d'achat d'Orolia par Financière Orolia en mai 2016. Ces deux missions représentaient moins de 2% du chiffre d'affaires agrégé de Détroyat Associés et Associés en Finance.

En conséquence, Associés en Finance considère remplir les critères d'indépendance requis pour effectuer cette mission.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Suite à sa nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration de SAFTI du 16 mai 2016, la mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 16 mai 2016 au 8 juin 2016.

Les détails de la mission sont présentés en Annexe 2 du présent document.

⁹ Associés en Finance et Détroyat Associés se sont rapprochées en fin d'année 2014.

II. SAFTI : présentation, analyse et stratégie

II.A. Historique

Le groupe SAFTI est un réseau national de conseillers indépendants en immobilier, spécialiste de la transaction de logements anciens, mais également actif sur la transaction de terrains et l'immobilier commercial et d'entreprise. Créée en juillet 2010 par Gabriel Martin-Pacheco, Sandra Françonnet et Marc Brimeux, cette agence immobilière dématérialisée connaît un développement rapide pour atteindre 15,8 M€ de chiffre d'affaires en 2015.

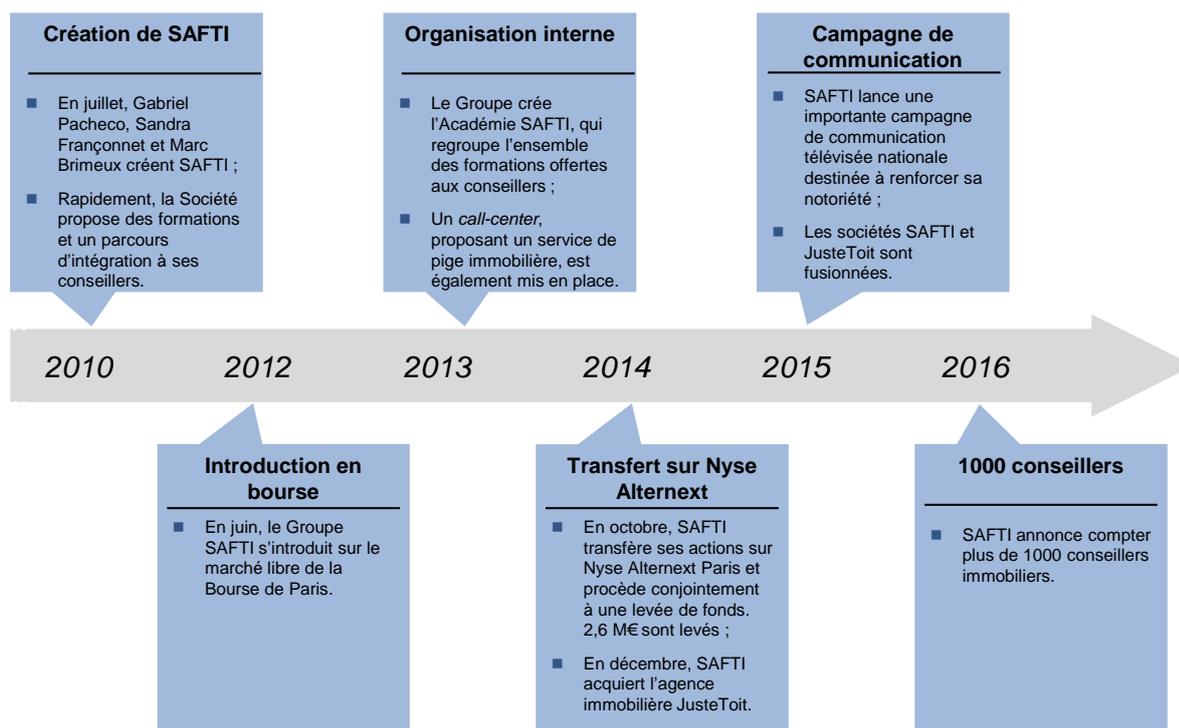
Avec l'arrivée des premiers salariés chargés du recrutement et de la formation, la Société fait de la croissance de sa base de mandataires et de l'acquis des compétences essentielles au métier de conseiller en immobilier une priorité. En novembre 2010, deux premières formations initiales de conseillers en immobilier ont lieu à Paris et Toulouse. En janvier 2011, SAFTI met en place un parcours d'intégration de trois mois permettant aux nouveaux mandataires de se familiariser avec les fondamentaux du métier. Par ailleurs, le groupe lance son propre logiciel de transaction. Les formations et les supports de communication disponibles pour les conseillers indépendants sont régulièrement améliorés : le groupe obtient la certification qualité ISO 9001 pour les activités de développement, formation, accompagnement et suivi des conseillers en immobiliers en juillet 2013.

Le 22 juin 2012, la Société s'introduit sur le marché libre de la Bourse de Paris, au prix de 2,76 € par action. Afin de renforcer sa notoriété et d'accélérer *in fine* le recrutement de conseillers et la prise de mandats, SAFTI choisit de transférer ses actions sur Alternext Paris en octobre 2014. La Société procède conjointement à une levée de fonds, pour un montant visé de 3,0 M€, destinés à financer sa campagne de communication. Les conditions de marché s'avérant défavorables, 2,6 M€ sont levés auxquels Gabriel Pacheco contribue à hauteur d'environ 1,0 M€. Le prix d'émission des nouvelles actions s'élève à 10,8 € par action, soit un montant inférieur à la fourchette indicative qui s'établissait entre 11,8 € et 13,7 € par action.

Le développement de la Société depuis sa création a été quasi exclusivement organique. L'unique opération de croissance externe concerne l'acquisition en décembre 2014 de l'agence immobilière JusteToit, créée par Marc Brimeux, l'un des cofondateurs du groupe, et active dans le Var. Elle a été fusionnée avec la société SAFTI en juillet 2015.

Au début de l'année 2016, soit cinq ans après sa création, SAFTI annonce compter plus de 1000 conseillers immobiliers.

Graphique 1 : Historique de SAFTI depuis sa création en juillet 2010



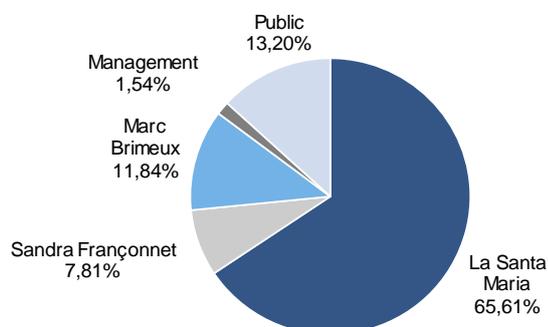
Sources : SAFTI, Informations publiques

II.B. Actionnariat

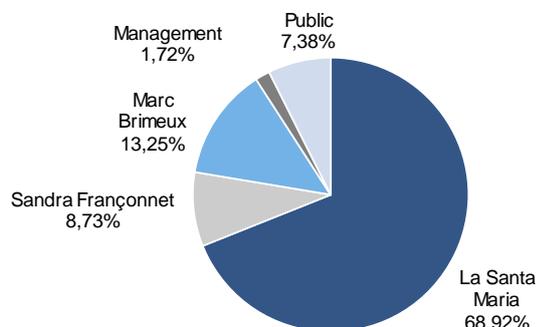
Avant la levée de fonds d'octobre 2014 à l'occasion du transfert des titres SAFTI sur Alternext, la famille Martin-Pacheco et les deux co-créateurs, Sandra Françonnet et Marc Brimeux, détenaient conjointement 97,9% du capital et des droits de votes de la société.

Avant l'achat des blocs d'actions réalisés le 6 juin 2016, l'actionnariat de SAFTI était composé comme suit :

Graphique 2 : Répartition du capital de SAFTI en mai 2016



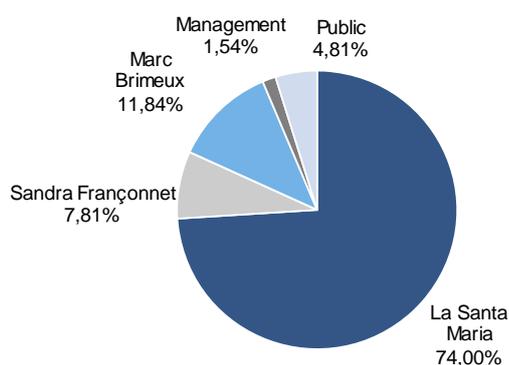
Graphique 3 : Répartition des droits de vote de SAFTI en mai 2016



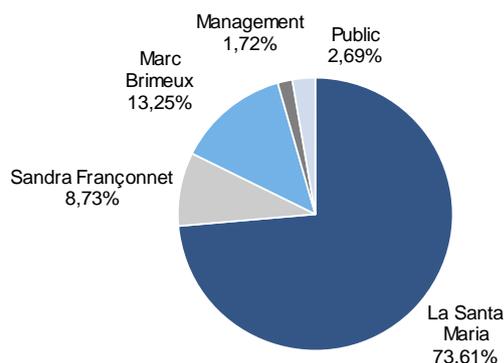
Sources : SAFTI, Informations publiques

Post réalisation de l'achat des trois blocs d'actions, le flottant a été réduit à 54 880 actions (4,81% du capital), faisant l'objet de la présente Offre.

Graphique 4 : Répartition du capital de SAFTI en juin 2016



Graphique 5 : Répartition des droits de vote de SAFTI en juin 2016



Sources : SAFTI, Invest Corporate Finance

II.C. Les activités de SAFTI

II.C.1. Les réseaux de mandataires immobiliers

Un mandataire immobilier est un agent commercial qui reçoit un mandat pour exécuter une transaction immobilière pour le compte et au nom d'une autre personne. Ainsi, alors que l'exercice d'agent immobilier nécessite l'obtention de la carte professionnelle de transaction, une attestation d'habilitation suffit au conseiller indépendant en immobilier. Contrairement aux agents immobiliers, le mandataire n'est donc soumis à aucune obligation de compétences ou de niveau de formation reconnu par l'État. De plus, si conseillers indépendants en immobilier comme agents immobiliers ont une fonction d'intermédiation entre vendeurs et acquéreurs d'un bien, leurs missions diffèrent :

- Le mandataire immobilier a des fonctions de prospection, mais également de diffusion et promotion d'annonces, de suivi des dossiers immobiliers qui lui sont confiés et de négociation des conditions de vente. Néanmoins, il ne peut rédiger d'acte sous seing privé ;
- Par ailleurs, mandants et mandataires ne sont pas liés par un contrat de travail. Un mandataire immobilier bénéficie donc d'une plus grande flexibilité, puisqu'il peut travailler depuis son domicile et organiser son temps comme il l'entend. Alors que l'agent immobilier est salarié et une partie de sa rémunération fixe, le mandataire immobilier est indépendant et rémunéré exclusivement à la commission ;
- Enfin, un mandataire immobilier peut travailler avec une agence donnée ou au sein d'un réseau. La rationalisation des coûts par la mutualisation des moyens, l'absence d'agence physique et le télétravail permettent aux réseaux de mandataires immobiliers de proposer à leurs clients des tarifs plus avantageux que ceux des agences traditionnelles et aux mandataires immobiliers de toucher des honoraires plus élevés, définis par rapport à un barème de commission progressif, fonction du chiffre d'affaires annuel.

Les réseaux de mandataires immobiliers sont apparus en France dans les années 2000 et ont connu un développement rapide qui peut s'expliquer par :

- l'essor d'Internet et des nouvelles technologies de l'information ;
- la relative facilité à devenir mandataire immobilier ;
- le développement de l'auto-entrepreneuriat.

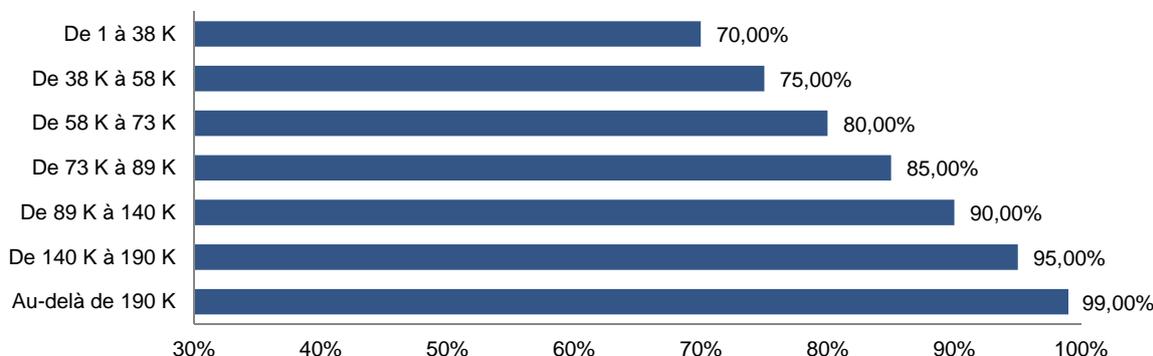
II.C.2. Le modèle économique de SAFTI

Le *business model* de SAFTI repose sur deux principales sources de revenus, ainsi que sur une base de coûts essentiellement variables.

Le chiffre d'affaires

La majorité du chiffre d'affaires du réseau provient des honoraires résultant des transactions. Une quote-part de ces honoraires est rétrocédée aux mandataires sous forme de commissions, calculées selon un barème progressif.

Graphique 6 : Honoraires (%) touchés par les agents en fonction de leur chiffre d'affaires annuel HT (K€)



Sources : SAFTI, Informations publiques

Conformément aux règles comptables applicables à la profession d'agent immobilier, ces honoraires sont comptabilisés en chiffre d'affaires lors de la signature de l'acte authentique. Le règlement des commissions aux mandataires s'effectue sous 15 jours ouvrés après l'encaissement par SAFTI.

Les abonnements mensuels ou « packs » payés par les mandataires constituent la seconde source de revenus du réseau. Ceux-ci donnent accès aux formations (formation initiale, parcours d'intégration, formations complémentaires), à l'accompagnement personnalisé, à la multidiffusion des annonces sur des centaines de sites (dont les principaux portails immobiliers tels que SeLoger.com, leboncoin.fr et explorimmo.com), ou encore à des supports personnalisables de communication (cartes de visites, mini sites Internet). Ils constituent également le premier vecteur de motivation des mandataires, qui souhaitent rentabiliser leur « investissement ». Ces abonnements coûtent 199 € par mois hors offre de bienvenue (99 € pendant les trois premiers mois). Un service optionnel de pige immobilière est également proposé aux conseillers, et vise à faciliter leur prise de mandats : le *call-center*, mis en place par SAFTI en 2013, procède alors à la prospection téléphonique et effectue la prise de rendez-vous pour les mandataires auprès de personnes intéressées pour la vente ou l'achat d'un bien.

La base de coûts

Les charges de personnel sont légères puisque les mandataires sont rémunérés à la commission. Seuls les employés du *call-center* et les fonctions support en charge du recrutement, des formations, du marketing et des systèmes d'information sont salariés du groupe. La Société a également conclu un contrat de services avec La Santa Maria, qui lui fournit une assistance dans divers domaines (stratégie, comptabilité et finance, ressources humaines, marketing, etc.).

La majorité du chiffre d'affaires provenant des transactions effectivement réalisées, SAFTI attache une grande importance à la crédibilité ainsi qu'à la performance de ses conseillers. Le recrutement se déroule en quatre étapes. La première étape, le *sourcing*, vise à attirer un maximum de candidats et consiste à diffuser les offres via différents canaux tels que le site de la Société, Pôle emploi, des sites spécialisés ou des salons professionnels. Les candidats sont ensuite invités à visionner une présentation en ligne sur le métier de conseiller indépendant en immobilier et sur SAFTI. Viennent enfin les étapes de présélection puis de sélection, qui prennent la forme d'un entretien téléphonique puis d'un entretien avec un membre de la direction de SAFTI. Si le candidat est retenu, il est accompagné dans les formalités administratives nécessaires à l'obtention du statut d'auto-entrepreneur ou d'entreprise individuelle.

Graphique 7 : Le processus de recrutement



Sources : SAFTI, Informations publiques

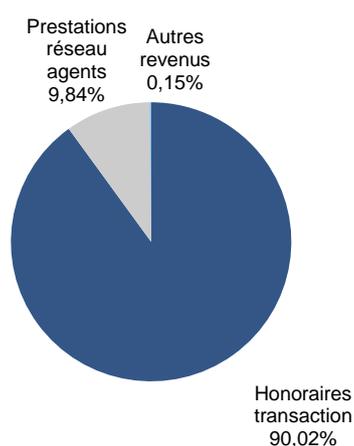
Afin de limiter ses coûts, SAFTI a mis en place depuis trois ans une stratégie de marketing de réseau : la Société incite financièrement ses mandataires à recruter de nouveaux conseillers indépendants puis à les accompagner tout au long de leur parcours dans l'entreprise. Ces « développeurs » toucheront in fine une commission sur le chiffre d'affaires réalisé par leurs « recrues ».

Cependant, ce type de stratégie est difficile à mettre en place au sein d'un réseau déjà constitué : changer la mentalité des conseillers prend du temps, et ceux-ci ne sont pas toujours prêts à accepter le rôle de recruteur/formateur/manager qui leur est proposé.

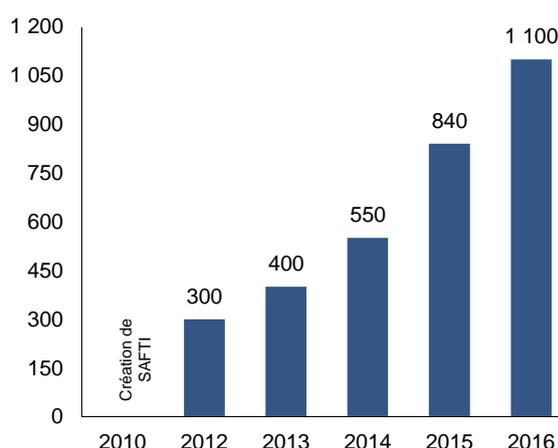
La formation et l'accompagnement des mandataires sont au cœur des préoccupations de la Société. Dans le cadre de l'Académie SAFTI, le réseau propose des formations initiales de 5 jours, réalisable dans une dizaine de villes françaises, dont l'objectif est de familiariser les conseillers aux fondamentaux du métier, c'est-à-dire au droit immobilier, aux bases commerciales et marketing ainsi qu'à la prise de mandat. Des formations continues sont également prévues et visent à approfondir et consolider les connaissances et compétences indispensables au métier de négociateur indépendant en immobilier. Ces formations peuvent avoir lieu par téléphone, en *e-learning* ou en salle.

Enfin, SAFTI a lancé d'importantes campagnes de communication télévisée depuis 2015 afin d'augmenter sa visibilité et de renforcer sa notoriété. Outre la diffusion de spots publicitaires sur les grandes chaînes françaises, le réseau parraine en 2016 des séries et émissions télévisées. Des spots TV seront aussi diffusés pendant les coupures publicitaires d'émissions à thématique immobilière telles que « Recherche Appartement ou Maison » ou encore « Chasseurs d'Appart ». Ces campagnes publicitaires sont indispensables à la croissance de la base de mandataires, qui constitue la clef de voûte de l'activité de la Société. Compte tenu du taux de *turnover* inhérent à ce type d'activités, ces investissements sont indispensables à la poursuite du développement de SAFTI.

Graphique 8 : Répartition du chiffre d'affaires en 2015



Graphique 9 : Evolution du nombre de conseillers

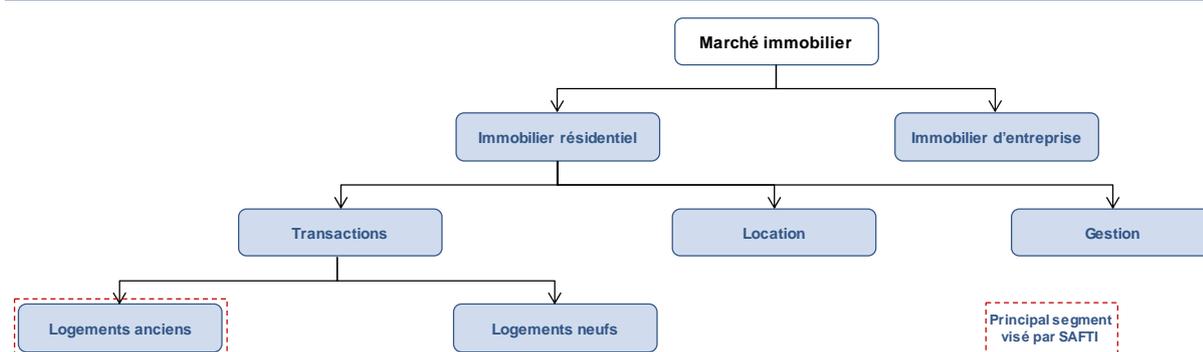


Sources : SAFTI, informations publiques

II.D. Marchés sous-jacents et principales opportunités

Si le marché immobilier est communément appréhendé dans sa globalité, il se décompose en fait en plusieurs segments, qui n'ont pas nécessairement la même dynamique.

Graphique 10 : Segmentation du marché de l'immobilier



Sources : SAFTI, Informations publiques

En effet, le marché immobilier français peut être segmenté en plusieurs sous-marchés, dont les acteurs et les composants diffèrent. Ces sous-marchés sont segmentés selon des critères géographiques (zone urbaine, rurale, agglomération,...), de type de biens (appartement, maison, locaux commerciaux, immobilier de bureaux, ...), le niveau de qualité des biens (neuf, ancien, à rénover, ...) et le type d'intervenants. A ce titre, on distingue différentes formes d'acteurs selon les types de biens adressés et les zones dans lesquels ils se trouvent.

Malgré quelques tentatives de diversification, l'activité de SAFTI reste principalement la transaction de logements anciens. En 2015, la vente de logements anciens et de terrains contribuaient à hauteur de 97,3% aux honoraires d'agence perçus par la Société.

Ces difficultés à pénétrer d'autres segments de marché, notamment la transaction de logements neufs et la location, s'expliquent de la manière suivante :

- Promoteurs immobiliers et gestionnaires de patrimoine se partagent **le marché du neuf**, laissant peu d'avantages compétitifs aux potentiels nouveaux entrants ;
- Bien que profitable, **le marché de la location** est quant à lui difficile à pénétrer et très compétitif. Il nécessite une certaine proximité, que le réseau n'est pas nécessairement en mesure d'offrir.

Marchés du neuf et de l'ancien ne sont pas parfaitement corrélés. Le marché de l'ancien est considéré comme plus résistant que le marché du neuf, ce qui s'explique par la plus lourde réglementation qui pèse sur le neuf, et sa plus forte sensibilité aux hausses de prix : en effet, le coût des terrains dépend du niveau des charges foncières, qui ont globalement crû ces dernières années, mais aussi du cours des matières premières et du coût de la main d'œuvre, et de la raréfaction du foncier disponible dans certaines zones.

Il existe d'autres métiers comme l'expertise immobilière, le conseil en immobilier d'entreprise, ou les sites de référencement d'annonces, mais dont les activités représentent un part moins importante du volume d'activité du secteur.

Le marché immobilier est soumis à certains déterminants conjoncturels qui vont influencer de manière plus ou moins forte le nombre de transactions : le pouvoir d'achat des ménages, le niveau des taux d'intérêt, l'accès au financement, le contexte fiscal et réglementaire et l'intensité concurrentielle dans le secteur.

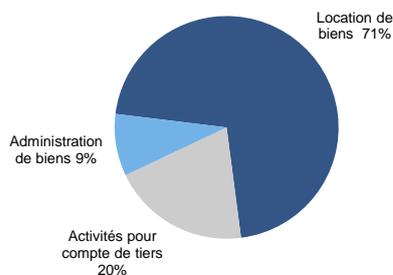
D'un point de vue global, la reprise du marché immobilier, déjà amorcée en France en 2015, devrait se poursuivre en 2016 sur les segments du neuf et de l'ancien. Le cabinet Xerfi anticipe une surperformance des réseaux de mandataires immobiliers en France en 2016, avec une croissance de leur activité de +6,0%, par rapport à des ventes dans l'ancien prévues en hausse de +2,6%.

Ce regain d'activité s'explique par :

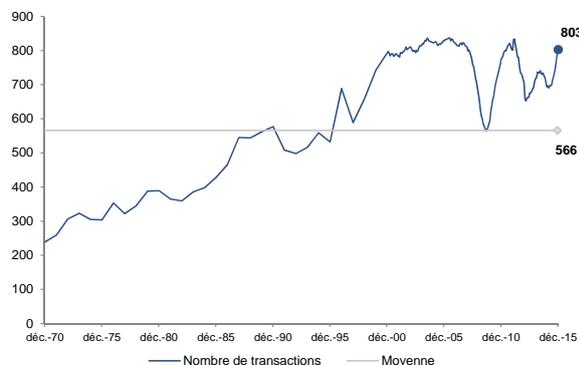
- le niveau des taux d'intérêt ;
- la baisse des prix (-1,6% en 2015 dans l'immobilier ancien), qui engendre une hausse du pouvoir d'achat des ménages ;
- le retour à la confiance des ménages dans l'immobilier ;
- l'attractivité moindre des autres placements financiers classiques.

Enfin, le marché immobilier est particulièrement encadré et dépendant des réglementations mises en place. Le dispositif Pinel, qui consiste en une réduction d'impôt pour l'achat d'un bien neuf, et le prêt à taux zéro (PTZ+), accessible aux primo-accédants dans le neuf comme dans l'ancien depuis le 1er janvier 2016, constituent les derniers dispositifs mis en place.

Graphique 11 : Répartition du chiffre d'affaires du secteur immobilier



Graphique 12 : Evolution du nombre de transactions immobilières entre 1970 et 2015 (000s)



Sources : INSEE, CGEDD

En 2015, le nombre de transactions dans l'ancien a progressé de +16% à 800 000 unités environ, au-dessus de la moyenne de long terme d'environ 566 000 transactions annuelles. L'année 2015 a en revanche été marquée par une baisse générale des prix dans les grandes villes de France (-1% environ).

Structurellement, le marché immobilier français bénéficie de fondamentaux relativement favorables à son développement : le taux de propriétaires reste relativement faible (légèrement supérieur à 60%) par rapport à la moyenne des pays de l'Union Européenne (au-delà des 70%), la démographie française est croissante, et l'évolution de la structure de la population (hausse du nombre de ménages, accroissement de la mobilité géographique, ...) sont générateurs de transactions.

A plus court terme, le consensus reste à un maintien des taux d'intérêt à un niveau faible, favorable au secteur. Par ailleurs, la poursuite du dispositif Pinel sur le marché du neuf et la mise en place du nouveau Prêt à Taux zéro devraient également soutenir la croissance.

II.E. Fondamentaux de l'environnement opérationnel de SAFTI

Segmentation du marché des transactions intermédiées

Les agences immobilières traditionnelles conservent une position prépondérante dans le domaine des transactions immobilières intermédiées. En raison du fort degré de professionnalisation du secteur immobilier français, leur part de marché est estimée à environ 2/3 des transactions. La notion d'agence immobilière regroupe les réseaux de franchisés et les agences indépendantes, qui ont en commun une structure économique organisée autour du triptyque agents titulaires d'une carte professionnelle, agences physiques et commerciaux. Du fait de leur politique de proximité géographique, qui vise à quadriller leur zone de chalandise, les réseaux traditionnels multiplient les agences physiques et présentent des coûts fixes importants, et sont ainsi particulièrement sensibles aux variations du marché immobilier. Cependant, les réseaux d'agence bénéficient d'un positionnement concurrentiel privilégié, du fait de leur importante notoriété et d'une connaissance très fine du terrain.

Les réseaux de mandataires présentent une structure de coûts plus légère, notamment grâce à l'absence d'enseigne physique et au regroupement des coûts au sein d'une tête de réseau. Ils peuvent ainsi pratiquer des honoraires d'agence moins élevés, sans toutefois proposer une approche *low-cost* : leurs honoraires s'élèvent généralement à près de 4% contre 5% à 7% pour les agences traditionnelles. Selon une étude du cabinet Xerfi publiée en septembre 2015, la part de marché des réseaux de mandataires sur l'ensemble du marché immobilier a doublé entre 2010 et 2014, passant de 4% à 8%, et s'établirait à 12% dans l'ancien.

Le taux de pénétration des réseaux de mandataires reste marginal dans les grandes villes: en effet, ceux-ci éprouvent des difficultés à concurrencer les réseaux historiques traditionnels, très présents dans les

grandes agglomérations où ils profitent de leur proximité et de leur notoriété. Le positionnement des réseaux de mandataires se cantonne ainsi surtout à l'espace péri-urbain, avec pour principales cibles les villes de taille moyenne, les banlieues et les zones semi-urbaines. En conséquence, la valeur moyenne des transactions réalisées par les réseaux de mandataires demeure significativement inférieure à la valeur moyenne nationale d'un bien immobilier.

Tendance à la désintermédiation

Les agences immobilières traditionnelles et les réseaux de mandataires font face à une désintermédiation progressive du marché des transactions immobilières. Si les réseaux de mandataires ont été les premiers à bénéficier du développement des nouvelles technologies, facilitant notamment la publication d'annonces et le télé-travail, ils assistent désormais à la montée en puissance de plateformes telles que LeBonCoin proposant des transactions directes entre particuliers.

Afin de préserver leur position, les acteurs de la transaction intermédiée sont dans l'obligation de poursuivre leurs investissements dans la formation et la présence sur le terrain, tout en proposant davantage de services et de professionnalisme.

Environnement légal et réglementaire

Le régime d'auto-entrepreneur a été mis en place en France en 2008 afin de simplifier la gestion administrative des travailleurs indépendants. Ce régime, qui a rapidement rencontré le succès, a été un des principaux vecteurs du développement des modèles économiques de réseaux d'indépendants.

Le métier d'agent immobilier est encadré par la loi Hoguet, qui oblige notamment les agents immobiliers à détenir une carte professionnelle délivrée par la préfecture et valable pour une durée de 3 ans. Son obtention est soumise à des conditions d'aptitude professionnelle (diplôme sanctionnant des études juridiques, économiques ou commerciales et/ou expérience professionnelle acquise au sein d'une agence immobilière titulaire de la carte professionnelle) et de moralité (absence d'incapacité ou d'interdiction d'exercer). L'agent immobilier doit également fournir une attestation de garantie financière, ainsi qu'une attestation d'assurance de responsabilité civile professionnelle et être immatriculé au Registre du Commerce et des Sociétés.

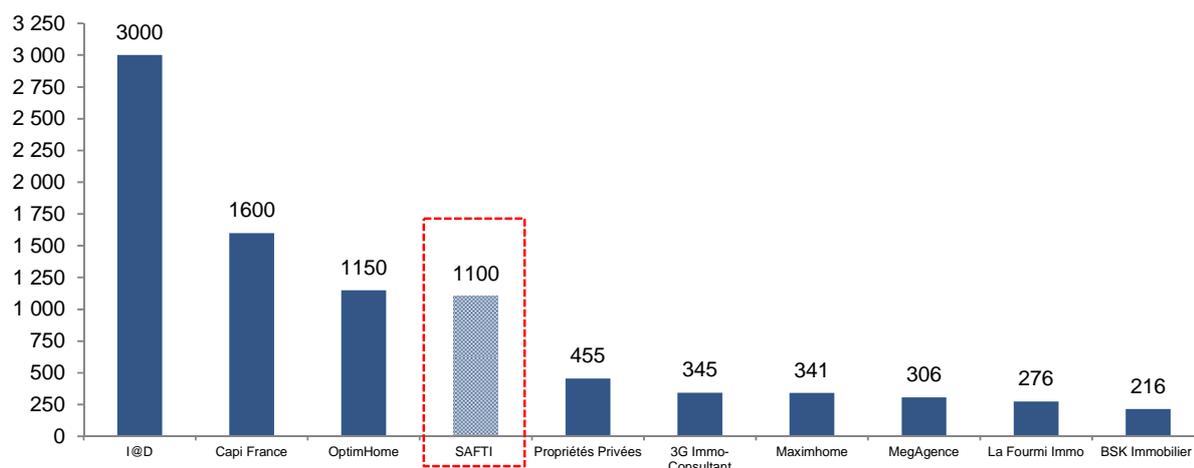
Cependant, s'il emploie des salariés ou des agents commerciaux en tant que négociateurs, l'agent immobilier peut leur fournir une attestation d'habilitation, qui les habilite à négocier, s'entremettre ou s'engager pour le compte du titulaire de la carte professionnelle. Cette spécificité permet l'exercice de la fonction de mandataire immobilier.

Dans ce contexte juridique, les intérêts des principales agences traditionnelles sont défendus par la Fédération Nationale de l'Immobilier (FNAIM), qui milite pour la limitation explicite de la portée de la carte professionnelle, afin de contraindre les réseaux de mandataires à ne plus exercer sous couvert d'une unique carte. Les réseaux de mandataires immobiliers se sont regroupés au sein du SYREMI (Syndicat des Réseaux de Mandataires en Immobilier), créé en 2012 et dont SAFTI est membre. Le syndicat insiste sur l'importance donnée par les réseaux de mandataires à la formation des négociateurs, qui permet de crédibiliser leur métier et de sécuriser les transactions, et est favorable à l'élaboration d'un fichier central national des négociateurs certifiés sur internet.

Positionnement concurrentiel

Il existe actuellement environ une centaine de réseaux de mandataires en France, dont la plupart ne possèdent qu'un réseau de conseillers relativement limité. Les 20 premiers acteurs du marché disposent quant à eux d'un minimum de 100 agents commerciaux, et ce nombre est supérieur à 1 000 pour les quatre leaders (dont SAFTI) comme le montre le graphique 13.

Graphique 13 : Positionnement de SAFTI parmi les 10 premiers réseaux de mandataires français (en nombre de mandataires)¹⁰



Sources : informations publiques

Le taux de croissance moyen du nombre de mandataires pour les 20 premiers réseaux français s'établit à environ +20% entre 2015 et 2016.

Le marché tend à devenir de plus en plus concurrentiel, avec par exemple l'apparition de réseaux n'offrant aucun service particulier en termes de formation ou de *back-office*, mais promettant aux mandataires des rétrocessions significativement plus élevées. Ces réseaux essaient de faire venir à eux des mandataires formés par les leaders du marché, qui n'ont aucun moyen de protéger le savoir-faire transmis. Cette tendance est d'autant plus risquée pour les grands acteurs qu'elle concerne souvent leurs meilleurs mandataires, qui ne bénéficient plus autant des avantages de la formation. Elle nécessite donc de renforcer le personnel salarié, afin de fidéliser les conseillers en leur offrant la meilleure qualité de service possible, de leur proposer une grille de rétrocession progressive et attractive, mais aussi d'investir constamment dans la technologie.

En période de difficultés du marché immobilier, les réseaux de mandataires peuvent également être tentés de se faire concurrence sur le prix des packs fournis aux conseillers, limitant ainsi la part la plus stable de leur activité.

Perspectives de croissance

Les réseaux de mandataires éprouvent d'importantes difficultés à diversifier leur activité au-delà de la transaction de logements anciens en zone péri-urbaine. Précédemment, nous évoquions la prépondérance des réseaux d'agences traditionnelles dans les grandes villes, celle des promoteurs immobiliers et gestionnaires de patrimoine sur le marché du neuf, ou la nécessaire proximité requise par le marché de la location. Au moment de son transfert sur Alternext, SAFTI avait envisagé de développer une offre additionnelle en immobilier commercial et d'entreprise, mais ce développement n'a pas pu se concrétiser, notamment en raison du faible volume de transactions de fonds de commerce physique.

Il est également difficile pour les réseaux organisés autour d'un recrutement centralisé de dépasser un certain nombre de mandataires : on observe un plafonnement des réseaux autour des 1500 à 2000 conseillers lorsque l'important taux de *turnover* inhérent à l'activité ne peut plus être compensé. Une alternative est alors le renforcement des recrutements par le biais du marketing de réseau déjà mentionné¹¹. Cependant, les difficultés à modifier l'ADN d'une société et les habitudes des conseillers compliquent la mise en place de ce type de stratégie de recrutement.

¹⁰ Sources : Sites internet des sociétés I@D, Capi France, et OptimHome. Le reste des données provient d'un classement établi au 31 décembre 2015 par le site immobilier2.0 (hors SAFTI).

¹¹ Lorsque la Société incite financièrement ses mandataires à recruter de nouveaux conseillers indépendants puis à les accompagner tout au long de leur parcours dans l'entreprise.

A la vue du nombre de réseaux de mandataires en France, la croissance externe pourrait apparaître comme un autre vecteur de développement par la concentration de la filière. Néanmoins, les opérations sont rendues difficiles par l'absence d'attachement légal des conseillers à un réseau, qui occasionne un important risque de départs. Pour ce qui est de la croissance organique à l'étranger, certains acteurs tels qu'Optimhome ou I@D ont tenté l'aventure, que ce soit en Allemagne ou au Portugal, mais ont connu des résultats mitigés, confrontés aux importantes spécificités immobilières locales.

Relations avec les fournisseurs

Les sites d'annonces immobilières en ligne sont des partenaires indispensables à l'activité des réseaux de mandataires. Sur ce marché, LeBonCoin et SeLoger font désormais figure d'acteurs incontournables, avec respectivement 8 M et 4 M de visiteurs par mois en 2015, devançant Logic-Immo et PAP, qui affichent 2 M de visiteurs par mois. Positionnés sur les annonces immobilières généralistes, ceux-ci doivent maximiser les effets de réseau, afin de renforcer les barrières à l'entrée, gagner la bataille de la pertinence et de la fidélisation et gérer la transition vers le mobile.

Cette situation oligopolistique est défavorable aux réseaux de mandataires, qui fournissent à leurs conseillers la diffusion de leurs annonces sur ces sites dans le cadre des packs et pâtissent d'un rapport de force de plus en plus défavorable, avec une hausse du coût des annonces.

Modification de l'environnement technologique

La digitalisation du comportement des utilisateurs nécessite de se maintenir à la pointe de la technologie afin d'offrir la meilleure qualité de services aux conseillers et aux clients finaux. Une enquête Médiamétrie de juin 2015 affirme que 31% des 46 M d'internautes français se sont connectés à un site dédié à l'immobilier au cours du mois de mars 2015.

Dans le même temps, le marché bascule vers les écrans mobiles, ce qui peut favoriser l'émergence de nouveaux acteurs capables de lancer des applications innovantes, utilisant la géolocalisation ou la réalité virtuelle pour les visites. Durant ce même mois de mars 2015, 4,1 M de personnes se sont connectées à un site immobilier grâce à leur téléphone et 2,9 M via une tablette. Un acteur comme SeLoger réalise déjà 57% de son trafic sur ces écrans mobiles.

Les investissements à réaliser sont donc importants et la modification de l'environnement technologique accroît la tendance à la désintermédiation du marché. Enfin, la vitesse de la modification des usages et du développement de nouvelles fonctionnalités suscite la crainte de l'apparition d'un modèle disruptif, qui mettrait en péril le positionnement de l'ensemble des acteurs en place.

II.F. Analyse financière et stratégique de SAFTI

II.F.1. Analyse financière

L'activité de SAFTI a été en forte croissance sur la période 2012-2015 : le chiffre d'affaires, qui s'établissait à 3,4 M€ en 2012, a presque été multiplié par 5 pour atteindre 15,8 M€ en 2015.

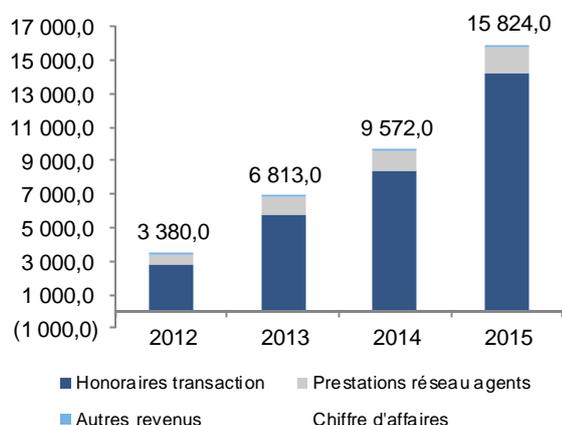
Le fort développement de la Société a été soutenu par la croissance de la base de mandataires, en progression de zéro en octobre 2010 à près de 600 en 2014, pour atteindre la barre des 1100 mandataires début 2016. Les honoraires perçus sur les transactions, première source de chiffre d'affaires pour SAFTI, ont davantage progressé que les prestations au réseau (+71,0% de croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires contre +44,3%) : ceci est dû à un effet volume couplé à un effet expérience, qui se matérialisent notamment par la progression conjointe du nombre de conseillers, du nombre de mandats par conseiller et de la valeur moyenne des transactions par conseiller.

La société enregistre l'ensemble des honoraires perçus sur les transactions en chiffre d'affaires au moment de la signature de l'acte authentique et, comme expliqué dans la partie II.C., reverse une fraction importante de celles-ci aux mandataires. Sur les 4 derniers exercices, la part des honoraires perçus reversés aux mandataires a augmenté de +150 points de base, de 70,5% en 2012 à 72,0%. La rétrocession aux mandataires augmentant par paliers avec leur chiffre d'affaires individuel, cette progression reflète la montée en expérience du réseau.

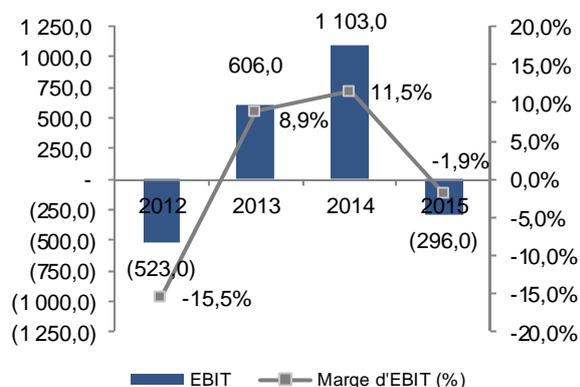
La communication est le second poste de coûts de la Société et comprend principalement :

- Les frais d'annonce pour le recrutement de nouveaux mandataires ;
- La diffusion sur internet des biens trouvés, notamment sur les sites d'annonces comme SeLoger ou leboncoin ;
- La publicité télévisuelle, qui a débuté en 2015 suite à la levée de fonds menée à l'occasion du transfert des titres sur Alternext.

Graphique 14 : Evolution du chiffre d'affaires (K€)



Graphique 15 : Evolution de l'EBIT (K€) et marge



Source : SAFTI, Associés en Finance

Le reste de la base de coûts fixes de la société est principalement constitué des coûts salariaux (*call-center*, recrutement, marketing, systèmes d'information), des frais divers (location de salles, frais de déplacements, etc.) et des frais de prestataires.

Alors que SAFTI n'avait pas encore atteint son point mort de coûts fixes en 2012, la croissance du chiffre d'affaires de +101,6% en 2013 a permis la première année de rentabilité opérationnelle, avec une marge d'EBIT s'établissant à 8,9% contre -15,5% en 2012. L'exercice 2014 constitue le point haut des marges de la Société (marge d'EBITDA et d'EBIT respectives de 12,5% et 11,5%). Le lancement de la campagne télévisuelle en 2015, qui a occasionné 1 845 K€ de dépenses supplémentaires, a fait retomber la marge d'EBIT de la société en territoire négatif.

L'activité de la Société nécessitant peu d'immobilisations, l'écart entre l'EBIT et l'EBITDA est principalement lié aux provisions relatives aux impayés sur le paiement du pack, notamment lorsque les conseillers quittent le réseau.

L'exercice 2014 est le seul exercice durant lequel la Société a décaissé de l'impôt sur les sociétés, notamment du fait de l'augmentation de capital consécutive au transfert sur Alternext. En effet, du fait de ses déficits des premières années, SAFTI avait enregistré un solde de 584 K€ de déficits reportables activés fin 2013, réduit à 382 K€ fin 2014 et qui atteint désormais 507 K€ à la fin de l'exercice 2015.

Tableau 1 : Compte de résultat sur la période 2012-2015

Nombre d'actions fin d'année	900 000	900 000	1 140 000	1 140 000
Compte de résultat (K€)	2012	2013	2014	2015
Honoraires transaction	2 850,0	5 813,0	8 378,0	14 244,0
Prestations réseau agents	518,0	989,0	1 160,0	1 557,0
Autres revenus	12,0	11,0	34,0	23,0
Chiffre d'affaires	3 380,0	6 813,0	9 572,0	15 824,0
<i>Croissance (%)</i>		101,6%	40,5%	65,3%
Autres produits d'exploitation	4,0	19,0	12,0	214,0
Commissions reversées aux agents	(2 010,0)	(4 116,0)	(5 929,0)	(10 249,0)
Marge brute	1 374,0	2 716,0	3 655,0	5 789,0
Coûts externes	(1 829,0)	(1 939,0)	(2 456,0)	(5 592,0)
<i>Achats et charges externes</i>	<i>1 274,0</i>	<i>1 420,0</i>	<i>1 717,0</i>	<i>4 489,0</i>
<i>Charges de personnel</i>	<i>539,0</i>	<i>493,0</i>	<i>689,0</i>	<i>1 068,0</i>
<i>Impôts et taxes</i>	<i>16,0</i>	<i>26,0</i>	<i>50,0</i>	<i>35,0</i>
Autres charges d'exploitation	(1,0)	(30,0)	(2,0)	(215,0)
EBITDA	(456,0)	747,0	1 197,0	(18,0)
<i>Marge d'EBITDA (%)</i>	<i>(13,5%)</i>	<i>11,0%</i>	<i>12,5%</i>	<i>(0,1%)</i>
Dotations nettes Amortissements	(39,0)	(19,0)	(11,0)	(62,0)
Dotations nettes Provisions	(28,0)	(122,0)	(83,0)	(216,0)
EBIT	(523,0)	606,0	1 103,0	(296,0)
<i>Marge d'EBIT (%)</i>	<i>-15,5%</i>	<i>8,9%</i>	<i>11,5%</i>	<i>-1,9%</i>
Résultat financier	(20,0)	(15,0)	(12,0)	(1,0)
Résultat avant impôts	(543,0)	591,0	1 091,0	(297,0)
Résultat exceptionnel avant impôts	(25,0)	-	-	12,0
Impôts totaux	-	584,0	(359,0)	125,0
Résultat après impôts	(568,0)	1 175,0	732,0	(160,0)
Amortissement écart d'acquisition	-	-	-	(12,0)
Résultat net comptable part du groupe	(568,0)	1 175,0	732,0	(172,0)
<i>Marge nette part du groupe (%)</i>	<i>(16,8%)</i>	<i>17,2%</i>	<i>7,6%</i>	<i>(1,1%)</i>

Sources : SAFTI, Associés en Finance

Analyse du bilan et flux de trésorerie

Comme signalé précédemment, l'activité de réseau de mandataires immobiliers nécessite peu d'immobilisations. L'exercice 2015 a donné lieu à la constatation d'un écart d'acquisition de 120 K€ au titre de l'acquisition de la société JusteToit. Cet écart est amorti sur 10 années et apparaît donc fin 2015 à une valeur nette de 108 K€¹². Les immobilisations financières regroupent les actions propres, détenues par SAFTI dans le cadre du contrat de liquidité, et les dépôts de garantie. Comme signalé précédemment, la Société dispose également de 507 K€ de déficits reportables activés à fin 2015.

L'activité de SAFTI génère un besoin en fonds de roulement (BFR) négatif. En effet, la société ne dispose pas de stock et encaisse les abonnements des mandataires et les honoraires sur les transactions, avant de décaisser les différentes rétrocessions. A fin 2015, le BFR négatif représente 15 jours d'activité. Une partie de la trésorerie de SAFTI correspond ainsi aux futurs revenus de ses mandataires, et la Société affiche un actif économique très réduit.

Alors que SAFTI présentait un endettement net jusqu'en 2013, la levée de fonds de 2,6 M€ lors de son transfert sur Alternext l'a conduit à une situation de trésorerie nette positive. A la fin de l'exercice 2015, les dettes financières brutes comprennent un emprunt bancaire de 500 K€ au taux fixe de 4,43%, amortissable sur 5 ans à partir de janvier 2018, 5 K€ de crédits à court-terme et 502 K€ d'avances en compte-courant consentis par La Santa Maria rémunérées à 2%. La Société dispose de 2,8 M€ de trésorerie, soit une trésorerie nette de 1,8 M€.

¹² En effet, les comptes consolidés de la Société sont établis conformément aux normes comptables françaises.

Tableau 2 : Bilan simplifié sur la période 2012-2015

Bilan (K€)	2012	2013	2014	2015
Immobilisations incorporelles	9,0	-	40,0	137,0
<i>dont survaleur</i>	-	-	-	108,0
Immobilisations corporelles	51,0	41,0	33,0	65,0
Immobilisations financières	17,0	17,0	209,0	122,0
Créances d'exploitation	310,0	387,0	665,0	1 006,0
Impôts différés	-	585,0	382,0	507,0
Trésorerie	195,0	300,0	2 335,0	2 822,0
BFR	(221,0)	(442,0)	(325,0)	(650,0)
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	<i>-6,5%</i>	<i>-6,5%</i>	<i>-3,4%</i>	<i>-4,1%</i>
Actif	582,0	1 330,0	3 664,0	4 659,0
Fonds propres	(2 020,0)	(845,0)	2 167,0	1 996,0
Provisions	-	-	-	-
Dettes financières brutes	2 071,0	1 346,0	507,0	1 007,0
Dettes financières nettes	1 876,0	1 046,0	(1 828,0)	(1 815,0)
<i>Levier comptable</i>	<i>NS</i>	<i>NS</i>	<i>(84,4%)</i>	<i>(90,9%)</i>
Dette d'exploitation	531,0	829,0	990,0	1 656,0
Passif	582,0	1 330,0	3 664,0	4 659,0

Sources : SAFTI, Associés en Finance

Le tableau de flux de trésorerie de la Société récapitule les principales informations évoquées précédemment :

- la capacité d'autofinancement, qui avait fortement progressé en 2013 et 2014 avec le développement de l'activité, s'est réduite suite aux coûts engendrés par la campagne télévisuelle d'ampleur nationale lancée par SAFTI en 2015 ;
- l'accroissement du BFR de la Société constitue un flux positif, qui peut être impacté par les impayés, notamment sur le pack fourni aux mandataires ;
- le montant d'investissement en immobilisations de l'exercice 2014 correspond principalement à l'acquisition de la société JusteToit, comptabilisée sur cet exercice en immobilisations financières avant d'être consolidée à partir du 1^{er} janvier 2015 ;
- la trésorerie a fortement augmenté au cours de l'exercice 2014 suite à l'augmentation de capital.

Tableau 3 : Tableau de flux de trésorerie sur la période 2012-2015

Flux de trésorerie (K€)	2012	2013	2014	2015
Capacité d'autofinancement	(529,0)	609,0	947,0	(222,0)
Variation du BFR	(38,0)	222,0	(115,0)	325,0
Flux générés par l'activité	(567,0)	831,0	832,0	103,0
Investissements en immobilisations	(29,0)	-	(240,0)	(116,0)
Cession d'immobilisations	7,0	-	2,0	-
Flux liés aux opérations d'investissement	(22,0)	-	(238,0)	(116,0)
Total des Flux générés après investissement (1)	(589,0)	831,0	594,0	(13,0)
Dividendes versés	-	-	-	-
Autre variation des fonds propres	215,0	-	2 280,0	-
Flux en capital (2)	215,0	-	2 280,0	-
Encaissement net d'emprunts (3)	280,0	(726,0)	(839,0)	495,0
Variation de trésorerie (1)+(2)+(3)	(94,0)	105,0	2 035,0	482,0

Sources : SAFTI, Associés en Finance

II.F.2. Analyse stratégique

Notre perception du positionnement stratégique de SAFTI est synthétisée dans la matrice forces/faiblesses ci-dessous (analyse SWOT). Ces éléments servent de base à l'analyse du risque retenue ultérieurement dans la valorisation de la société.

Tableau 4 : Analyse SWOT de SAFTI

Forces	Faiblesses
Fondamentaux structurels solides du marché immobilier	Le marché se caractérise par de faibles barrières à l'entrée
Le modèle de réseaux de mandataires est très flexible avec des investissements structurellement plus faibles que ceux des réseaux traditionnels	Positionnement dominant des réseaux d'agences traditionnels dans les grandes villes. Ainsi, les marchés les plus rémunérateurs sont peu accessibles aux mandataires
Le modèle opérationnel du groupe permet d'avoir un avantage tarifaire sur les réseaux traditionnels	L'activité est peu diversifiée. Le marché de l'immobilier de commerces est peu adressé tandis que l'immobilier d'entreprise ne l'est pas du tout
La proximité du conseiller avec le client final représente un avantage certain par rapport aux agents traditionnels	Le groupe n'est actif que sur le marché français et n'est pas présent sur l'ensemble du territoire
La fidélisation des conseillers augmente la crédibilité et l'efficacité du groupe auprès des clients	Le recrutement de conseillers est coûteux et il existe peu de moyens de retenir ces derniers au sein du réseau
	Le taux de turnover de conseillers est très important, notamment parce que leur activité ne leur permet qu'un revenu complémentaire d'appoint
	Faible notoriété de la marque
Opportunités	Menaces
La création du groupe est récente et il bénéficie d'un certain potentiel de croissance	Très forte sensibilité du marché immobilier à une remontée des taux d'intérêt qui pourrait provoquer un retournement du marché
Les taux d'intérêt sont à des niveaux très bas et favorisent ainsi la réalisation de transactions immobilières	Dépendance vis-à-vis des sites comme LeBonCoin et SeLoger, et hausse des prix des annonces immobilières sur Internet
Le taux de propriétaires en France est relativement faible au regard des niveaux des principaux pays de l'Union Européenne	Des décisions réglementaires pourraient aller à l'encontre du développement des réseaux de mandataires ; limitation de l'utilisation de la carte professionnelle
Numérisation et digitalisation de l'environnement économique	La tendance est à la baisse des commissions sur les transactions
Le modèle du "marketing de réseau" peut représenter un axe de développement pour le groupe	Nécessité de maintenir des coûts de communication importants pour recruter des conseillers et des coûts informatiques significatifs
	Tendance au ralentissement de la croissance des réseaux de mandataires

Source: Associés en Finance

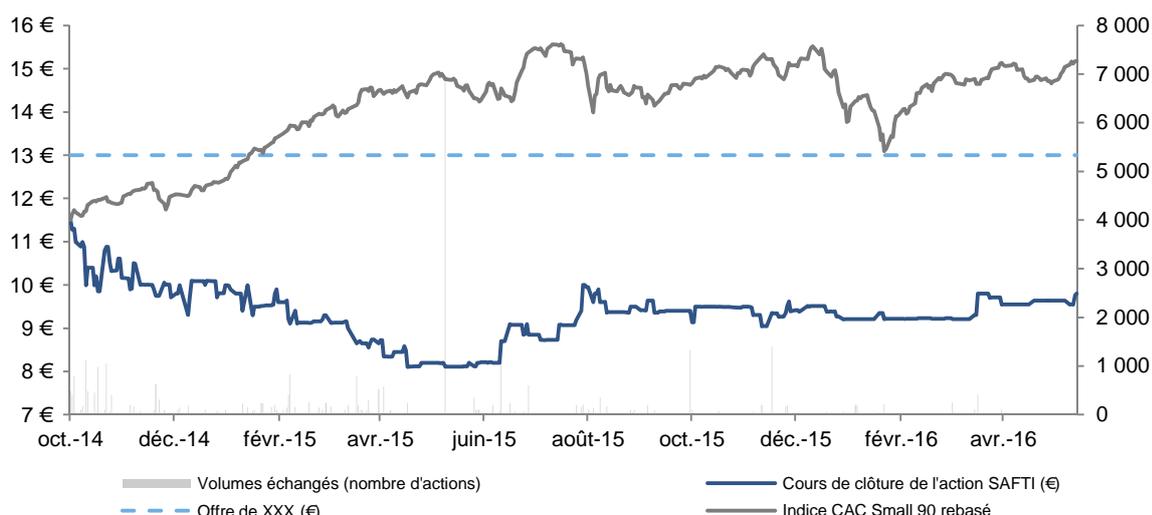
III. Evaluation de SAFTI

III.A. Examen du cours

Inscrite sur le Marché Libre depuis le 22 juin 2012, SAFTI a obtenu l'enregistrement de son document de transfert sur Alternext en septembre 2014. L'objectif du transfert était la levée de 3,0 M€, nécessaires pour financer l'accélération de la croissance de la Société. Alors que la fourchette de prix indicative s'établissait entre 11,8 € et 13,7 €, l'offre n'a pas rencontré le succès escompté : le prix d'offre a été fixé le 16 octobre 2014 à 10,8 € pour 240 000 actions nouvelles de la société, soit une augmentation de capital d'environ 2,6 M€.

Après le règlement-livraison du 20 octobre 2014, la première journée de négociation a eu lieu le 21 octobre 2014, et le cours a alors clôturé à son plus haut historique de 11,5 €.

Graphique 16 : Performance boursière depuis la cotation sur Alternext Paris



Sources : Bloomberg, Associés en Finance

Malgré un contrat de liquidité mis en œuvre dès le 21 octobre 2014, l'action de la Société a évolué dans des volumes très faibles, du fait de son flottant limité : en effet, 91 903 actions, soit 37,9% des 240 000 actions nouvelles proposées, ont été souscrites par Gabriel Pacheco dans le cadre de son engagement à souscrire jusqu'à 1,0 M€ pour atteindre le seuil de réalisation de l'opération fixé à 2,5 M€. Après rachat des trois blocs d'actions réalisé début juin 2016, le flottant de la Société s'est encore réduit à 54 880 actions, soit 4,81% du capital de la Société ou 0,713 M€ au prix d'Offre de 13,00 € par action.

Au 3 juin 2016, le cours de clôture de l'action s'établit à 9,80 € pour un cours moyen pondéré identique. La dernière transaction portant sur un montant supérieur à 1 000 € remonte au 6 avril 2014, avec 400 actions échangées à un cours moyen de 9,56 € soit 3 822 €. Sur un an glissant au 3 juin 2016, 11 378 actions SAFTI ont été échangées, soit 1,0 % du capital de la Société ou 7,6 % de son flottant (avant le rachat des blocs) et une moyenne égale à 45 actions par jour de cotation. Le cours de l'action a atteint son point haut sur un an le 28 août 2015 à 10,1 € et son point bas le 8 mai 2015 à 8,1 €.

Tableau 5 : Volumes échangés sur l'action SAFTI au 3 juin 2016

Date	Cours moyen pondéré (€)	Nbre moyen d'actions échangées ('000)	/ # total d'actions (%)	/ # total flottant (%)	Nbre cumulé d'actions échangées ('000)	/ # total d'actions (%)	/ # total flottant (%)
3-juin-16	9,80	0,02	0,00%	0,00%	0,02	0,00%	0,01%
Moy. 10 jours	9,68	0,01	0,00%	0,00%	0,12	0,01%	0,08%
Moy. 1 mois	9,67	0,01	0,00%	0,00%	0,16	0,01%	0,11%
Moy. 3 mois	9,54	0,02	0,00%	0,00%	1,12	0,10%	0,75%
Moy. 6 mois	9,36	0,03	0,00%	0,00%	3,95	0,35%	2,62%
Moy. 1 an	9,16	0,05	0,00%	0,00%	11,38	1,00%	7,56%
Plus haut sur 1 an	10,07						
Plus bas sur 1 an	8,12						

(*) sur la base du nombre total d'actions SAFTI (1,14 M d'actions) et du flottant total (0,15 M d'actions)

Sources : Bloomberg, Associés en Finance

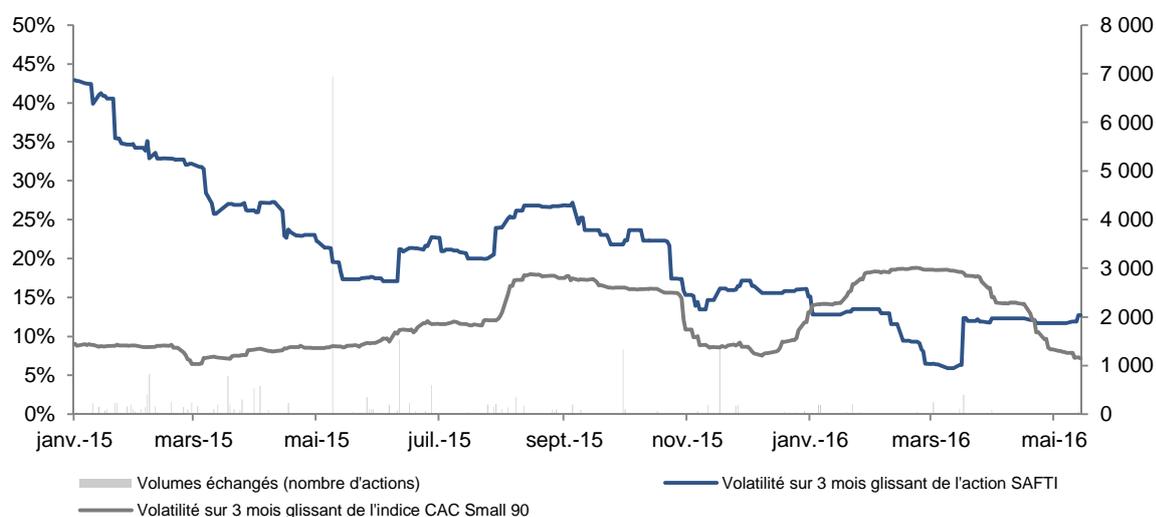
Pour le calcul de la liquidité des actions dans son modèle Trival®, Associés en Finance effectue également un calcul des montants absorbables dans une variation de +/- 1% du cours de l'action. Pour SAFTI, il ressort des calculs effectués sur 1 an glissant au 3 juin 2016 que l'échange de 105 €, soit une dizaine d'actions, peut provoquer une variation du cours de +/- 1%.

La liquidité du titre est donc extrêmement réduite. Le cours du titre n'en reste pas moins un élément de référence pour l'actionnaire minoritaire, qui bénéficiera d'une prime significative dans le cadre de l'Offre (cf. ci-après).

Volatilité du cours de l'action SAFTI

La volatilité d'une action est une mesure de l'incertitude sur sa rentabilité, calculée ici à partir de données de performances boursières passées. Du fait du faible historique de cotation de l'action SAFTI, rendant l'usage de rentabilités hebdomadaires difficiles, la volatilité du titre présentée ci-dessous est calculée sur la base de la série de rentabilités quotidiennes historiques.

Graphique 17 : Volatilité sur 3 mois glissant de l'action SAFTI depuis janvier 2015



Sources : Bloomberg, Associés en Finance

La volatilité sur 3 mois de l'action SAFTI atteignait son point haut en janvier 2015, après les 3 premiers mois de cotation sur Alternext qui avaient donné lieu à des échanges plus importants : en effet, 8 810 actions avaient été échangées au 21 janvier 2015 après 3 mois de cotation, contre 1 122 sur les 3 derniers mois au 3 juin 2016. La volatilité s'est ensuite réduite au fur et à mesure de la baisse des échanges sur le titre, pour atteindre 12,7% au 3 juin 2016. Cependant, ce niveau n'est pas représentatif du risque associé à la détention d'actions de la Société, la faible liquidité rendant les échanges sur le titre quasi impossibles : à cette même date, seules 11 des 63 dernières journées de cotation ont donné lieu à des échanges « réels »¹³ sur l'action SAFTI, soit 82,5% de jours où la rentabilité quotidienne de l'action a été nulle.

Primes sur les cours extériorisées par l'Offre

Les moyennes présentées dans le tableau ci-dessous ont été calculées à partir des cours moyens pondérés par les volumes quotidiens.

¹³ C'est-à-dire hors contrat de liquidité

Tableau 6 : Moyenne des cours pondérés par les volumes au 3 juin 2016 et primes

Données boursières SAFTI	Cours moyen		
	pondéré (€)	Prime (en %)	
3-juin-16	9,80	32,7%	
Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 10 derniers jours	9,68	34,3%	
Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois	9,67	34,4%	
Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 3 mois	9,54	36,2%	
Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 6 mois	9,36	38,9%	
Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 1 an	9,16	41,9%	
<i>Plus haut sur 1 an</i>	<i>28-août-15</i>	10,07	29,1%
<i>Plus bas sur 1 an</i>	<i>11-mai-15</i>	8,12	60,1%

Sources : Bloomberg, Associés en Finance

Le prix d'Offre de 13,00 € extériorise une prime de +32,7% par rapport au cours de clôture et au cours moyen pondéré des volumes au 3 juin 2016. Il extériorise des primes de +41,9% et +36,2% par rapport aux cours moyens pondérés sur 1 an et sur 3 mois, et de +29,1% par rapport au plus haut niveau atteint sur 1 an. Il est également supérieur au plus haut historique de 11,5 €, atteint en clôture de la première séance de négociation sur Alternext le 21 octobre 2014.

III.B. Examen des accords connexes à l'Offre

Pacte d'actionnaires

Le pacte d'actionnaires signé le 16 mai 2016 entre La Santa Maria, Marc Brimeux, Sandra Françonnet, Céline Tabournel, Antoine Bertier et la Holding Pablou (représentée par Marc Brimeux) fixe les modalités de l'action de Concert, résumées ci-dessous.

Le pacte prévoit une clause d'incessibilité des titres SAFTI détenus par le Concert pendant une période de dix ans, sauf au profit de ou par la Santa Maria, notamment pour les besoins de la mise en œuvre de l'Offre.

A l'issue de la période d'incessibilité de dix ans, un droit de préemption est prévu au profit de La Santa Maria. Le pacte d'actionnaires prévoit également des conditions usuelles dans un tel contexte, à savoir :

- Un droit de cession forcée, dans le cas où La Santa Maria recevrait d'un tiers une offre d'acquisition d'au moins 50% des titres qu'elle détient, offre qu'elle déciderait d'accepter. Dans un tel contexte, La Santa Maria aurait la possibilité de contraindre les autres signataires du Pacte à céder audit tiers leurs titres.
- Un droit de sortie conjointe, dans le cas où La Santa Maria n'aurait pas exercé son droit de cession forcée : tout projet de cession de ses titres par la société LA SANTA MARIA à un tiers serait soumis à un droit de sortie conjointe et proportionnelle, au profit de chacun des autres membres du Pacte.

Le Pacte envisage également la transformation de la Société en société par actions simplifiée et prévoit l'organisation de la gouvernance de la Société à l'issue de cette transformation.

Les modalités de ce Pacte ne font pas apparaître d'éléments susceptibles de constituer un avantage particulier pour les Parties au Pacte, et notamment aucune clause de cession des titres SAFTI à un prix garanti.

Situation des BSPCE dans le cadre de l'Offre

Après leur vote lors de l'Assemblée Générale du 25 juin 2015, 100 000 BSPCE ont été attribués sur décision du Conseil d'Administration du 1^{er} septembre 2015. Chaque BSPCE donne droit de souscrire une action de la Société à un prix d'exercice de 9,47 €¹⁴. Les BSPCE qui ne seront exerçables qu'entre le 1^{er}

¹⁴ Correspondant à la moyenne pondérée des cours de clôture du titre SAFTI sur les 20 dernières séances de bourse précédant le 1er septembre 2015

septembre 2017 et le 31 août 2025 ne font pas l'objet de la présente Offre, ni ne font l'objet d'un mécanisme de liquidité au moment où ils deviendront exerçables. A leur date d'exercice, leurs trois attributaires, Marc Brimeux, Gabriel Pacheco, et Céline Tabournel, tous trois parties au Concert, se trouveront dans la situation classique de détenteurs de BSPCE de sociétés non cotées, si l'Offre va à son terme.

Acquisition des trois blocs de titres préalablement à l'Offre

La Santa Maria, actionnaire de contrôle de SAFTI, a acquis hors marché le 6 juin 2016 deux blocs d'actions (de respectivement 62 982 et 18 500 actions) à 13 € par action, après signature de contrats de cessions de titres le 1^{er} juin 2016. Le transfert d'un troisième bloc de 14 139 actions, ayant également fait l'objet d'un contrat de cession à 13,00 €, est en cours d'exécution à la date de rédaction de ce rapport. Les différents contrats de cessions d'actions signés ne prévoient aucune clause de complément de prix, sauf dans le cas où l'Initiateur mènerait une Offre publique à un prix plus élevé que le prix de référence de 13,00 €, auquel cas le prix de cession des blocs serait aligné sur le nouveau prix, sans que cette clause puisse être considérée comme un avantage particulier au bénéfice des Cédants.

En définitive, sur la base de nos échanges avec les parties prenantes à l'opération et de l'analyse des documents mentionnés ci-dessus et dont la liste détaillée figure en annexe, et des considérations qui précèdent, nous n'avons ainsi pas eu connaissance d'accords (clause de prix de sortie garanti ou de complément de prix ou clause assimilable) qui puissent constituer un avantage particulier pour leurs bénéficiaires ni qui pourraient avoir une incidence sur notre appréciation des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires.

III.C. Les méthodes écartées

III.C.1. Méthode de l'Actif net comptable

La méthode de l'actif net comptable est une méthode patrimoniale basée sur une logique de coûts historiques qui ne rend qu'imparfaitement compte du potentiel d'évolution future de la Société¹⁵.

III.C.2. Méthode de l'Actif net réévalué

La méthode de l'Actif net réévalué permet de calculer une valeur théorique des capitaux propres en procédant à une revalorisation des actifs et passifs en valeur de marché. Cette méthode est particulièrement pertinente pour des sociétés holdings détenant des participations dans des activités diverses, ce qui n'est le cas de SAFTI. La revalorisation des actifs est dans le cas présent captée par l'application de la méthode de valorisation par les flux futurs actualisés.

III.C.3. Valorisation par les dividendes

La Société n'ayant jamais versé de dividendes, cette approche n'a pas été retenue.

III.C.4. Analyse des objectifs de cours des analystes financiers

La Société n'étant suivie que par un seul bureau d'analyse (Invest Corporate Finance), cette approche n'a pas été retenue.

¹⁵ A titre indicatif, l'actif net comptable au 31 décembre 2015 s'établissait à 1 996 K€, soit 1,75 € par action sur la base des 1 140 000 actions émises à cette date.

III.D. Les méthodes retenues

III.D.1. Paramètres utilisés pour la valorisation de la Société

Plan d'affaires 2016-2019 communiqué par SAFTI

Associés en Finance a eu connaissance du plan d'affaires établi par SAFTI sur la période 2016-2019. Celui-ci a été construit à partir d'hypothèses mensuelles sur l'évolution du nombre de conseillers, le coût associé à leur recrutement (parrainage, publicité, etc.), leur répartition par ancienneté, ainsi que leur efficacité dans la signature de nouveaux mandats et la réalisation de transactions.

Sur la période 2016-2019, la décomposition du chiffre d'affaires de SAFTI est la suivante :

- Les **abonnements aux packs** représentent entre 8,5% et 10,5% du chiffre d'affaires. Leur proportion recule au fil du plan d'affaires ;
- Les **honoraires d'agences** représentent entre 89,0% et 91,0% du chiffre d'affaires. Leur proportion progresse au fil du plan d'affaires ;
- Les **autres revenus** représentent moins de 1,0% du chiffre d'affaires. Ils comprennent essentiellement les revenus du service de pige immobilière et les pénalités appliquées lors des rejets de prélèvement du pack.

Les estimations de chiffre d'affaires communiquées par SAFTI dans son plan d'affaires sont cohérentes avec l'objectif de 30 M€ de chiffre d'affaires en 2017 annoncé par le management lors du transfert du titre sur Alternext. Le principal vecteur de croissance du chiffre d'affaires est la progression du nombre de conseillers, soutenue par l'effet notoriété des investissements en communication. A court terme, SAFTI anticipe une légère amélioration du nombre moyen de ventes par conseiller et du chiffre d'affaires moyen par vente, du fait de la montée en expérience du réseau, avant une stabilisation sur la seconde partie du plan d'affaires, sous l'hypothèse d'une remontée progressive des taux d'intérêt.

Le principal poste de charges concerne les rétrocessions d'honoraires d'agence aux mandataires immobiliers, selon le barème progressif discuté plus haut (cf. II.C.2). La quote-part des honoraires globaux rétrocédée aux mandataires est en progression entre 2016 et 2019, ce qui est cohérent avec les données historiques (progression de 70,5% en 2012 à 72,0% en 2015) et la montée en expérience du réseau. SAFTI rétrocède également une partie des honoraires perçus aux développeurs, appellation donnée aux mandataires de la Société qui se font ambassadeurs du réseau en participant au recrutement de nouveaux membres, dans le cadre de la montée en puissance de sa stratégie de marketing de réseau (cf. II.C.2).

Les dépenses de communication constituent le second poste de charge de la Société. La partie la plus variable de ces dépenses, relative aux annonces de recrutement et à la diffusion des biens sur les principales plateformes immobilières, progresse avec l'évolution du nombre de conseillers. Engagé depuis 2015 dans une importante campagne de communication télévisée, SAFTI devrait poursuivre ses efforts dans ce domaine lors des prochaines années afin de consolider sa notoriété.

En termes de personnel salarié, SAFTI prévoit d'adapter le dimensionnement de certaines de ses équipes (marketing, recrutement) à son développement, mais devrait profiter de l'externalisation d'une partie du recrutement et de la formation via les développeurs. Il est prévu le maintien de prestations de services de La Santa Maria, actionnaire majoritaire de SAFTI, à SAFTI.

Les dotations aux créances relatives aux impayés sur le paiement du pack progressent à un rythme légèrement inférieur au développement de l'activité de la Société, grâce à la réduction du taux d'impayés.

Compte tenu des éléments discutés ci-dessus, le résultat opérationnel de la Société devrait retrouver en 2017 un niveau supérieur à son point haut de 2014, les investissements en communication réalisés par SAFTI portant leurs fruits. Cependant, la marge opérationnelle estimée dans le plan d'affaires resterait sensiblement inférieure à son niveau de 2014.

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

Certaines des méthodes de valorisation décrites ci-après déterminent dans un premier temps une valeur d'entreprise dont sont ensuite déduits la dette (ou à laquelle inversement est ajoutée la trésorerie nette positive) et d'autres ajustements effectués pour aboutir à la valeur des fonds propres. Les méthodes habituellement utilisées par les évaluateurs consistent à examiner la situation de la trésorerie et des

provisions au bilan et à intégrer ces provisions avec discernement dans la valorisation lorsqu'elles peuvent être considérées comme des engagements et donc comme des équivalents de dettes. Dans cet esprit, et sur la base des comptes à fin décembre 2015, Associés en Finance a pris en compte les éléments suivants pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de SAFTI :

Tableau 7 : Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (K€)

Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31/12/2015	K€
Emprunt bancaire et crédit à court-terme	(505,0)
Avances en compte-courant consentis par la Santa Maria	(502,0)
Trésorerie	2 822,0
Trésorerie engendrée par l'exercice des BSPCE	947,0
Somme des éléments de passages au 31 décembre 2015	2 762,0

Sources : SAFTI, Associés en Finance

Dans une logique de valorisation à long terme, les BSPCE sont considérés comme exercés (leur prix d'exercice étant de 9,47 €), conduisant à un apport de fonds de près d'un million d'euros.

Les ajustements pris en compte pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres rajoutent + 2 762 K€.

Les reports déficitaires existant au 31 décembre 2015 sont utilisés au fil de la modélisation par actualisation des flux de trésorerie futurs et ne sont donc pas présentés ci-dessus. Leur valeur résiduelle à fin 2016 et fin 2017 est prise en compte dans la valorisation par multiples.

Détermination du nombre d'actions

Le nombre d'actions composant le capital de SAFTI est de 1 140 000 actions au 29 avril 2016. A cette date, la Société détient 2 412 actions au titre de son contrat de liquidité. Comme indiqué ci-dessus, les BSPCE (au nombre de 100 000) sont « dans la monnaie » et sont retenus dans le nombre de titres en dilution.

Par conséquent, le nombre d'actions retenu par Associés en Finance dans le cadre de ses travaux d'évaluation se décompose comme suit :

- 1 140 000 actions en circulation ;
- - 2 412 actions auto-détenues ;
- + 100 000 actions issues de l'exercice des BSPCE.

Le nombre d'actions retenu dans le cadre de la modélisation est donc de 1 237 588 actions.

III.D.2. Méthodologie de valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels et mise en œuvre

En tenant compte des éléments financiers constatés sur les dernières années, des éléments de contexte économique et concurrentiel, du Plan d'Affaires communiqué par la Société et décrit précédemment, et des échanges menés avec son management, SAFTI a été modélisée selon les principes utilisés de manière indépendante par Associés en Finance pour la mise en œuvre de son modèle de valorisation Trival®, qui couvre plus de 500 sociétés cotées.

Le modèle Trival® (cf. annexe 5) est utilisé selon deux modes opératoires, à partir des mêmes prévisions élaborées par l'équipe interne d'analystes financiers d'Associés en Finance : un modèle de valorisation « DCF to equity », qui prend en compte des prévisions de flux disponibles pour les actionnaires après intégration de contraintes d'endettement ou de trésorerie nette minimale, qui aboutit à la détermination de la valeur des fonds propres, et un modèle de valorisation « DCF to firm » (ou encore « Plan Wacc ») qui intègre les mêmes flux prévisionnels, avant prise en compte des éléments financiers, et qui aboutit à la détermination d'une valeur d'entreprise, puis d'une valeur des fonds propres après déduction de la dette nette et autres éléments correctifs

Ces deux modèles de valorisation, « DCF to equity » et « DCF to firm », sont liés à l'autre par l'utilisation des mêmes flux prévisionnels et des mêmes méthodologies d'estimation des risques

opérationnels. Ils ne divergent que par le traitement des données qui en est fait. Les primes de marché qui résultent de ces calculs sont diffusées par Associés en Finance auprès de ses clients indépendamment et préalablement à la présente mission d'expertise.

Dans le cas de SAFTI, le modèle de « DCF to firm » a été utilisé dans la mesure où il est plus adapté à la valorisation des petites sociétés¹⁶.

Les hypothèses clés retenues dans la détermination des données financières prospectives sont présentées ci-après.

Prorogation du plan d'affaires sur la période 2020-2021 et extrapolation 2022-2051

La modélisation d'Associés en Finance sur la période 2016-2019 a été réalisée sur la base du plan d'affaires établi par SAFTI et de son analyse de l'environnement économique et concurrentiel de la Société. Le plan d'affaires a été prorogé de deux années, puis les données ont été extrapolées sur le long terme, selon la méthode d'élaboration des prévisions retenue dans Trival®, telle que décrite en annexe 5. Conformément aux principes de modélisation retenus dans Trival®, la croissance du chiffre d'affaires et des marges se réduisent au fil du temps afin d'atteindre en fin de période de modélisation une rentabilité sur capitaux investis normative.

Les principaux éléments retenus sont les suivants :

- Au-delà de l'horizon du plan d'affaires, la croissance du chiffre d'affaires se ralentit par rapport aux années précédentes, afin de prendre en compte les difficultés à dépasser un certain nombre de mandataires, constatées chez des concurrents directs tels que CapiFrance ou OptimHome, et les effets de la remontée de la hausse des taux d'intérêt sur le marché immobilier. Plus généralement, le modèle Trival® modélise une tendance à la normalisation de la croissance vers des niveaux normatifs. A très long terme, cette croissance s'établit en moyenne à 2,1%, un niveau équivalent à celui des sociétés du secteur immobilier dans Trival® ;
- La quote-part des honoraires d'agence reversée aux mandataires est maintenue en 2020 et 2021 à son point haut atteint en 2019, afin de prendre en compte l'arrivée à maturité du réseau de mandataires ; cette quote-part décroît ensuite mais le pourcentage de rétrocessions aux mandataires, tant sur la durée du plan d'affaires que sur son extrapolation, demeure supérieur, aux pourcentages moyens actuels, compte tenu de cette maturité du réseau ;
- Les autres charges d'exploitation représentent en moyenne sur la durée totale de prévision un pourcentage du chiffre d'affaires équivalent à celui atteint en fin de plan d'affaires ;
- Au total, le niveau moyen de marge d'EBITDA sur la période courant jusqu'en 2051 est supérieur de 0,5% à son niveau atteint en fin de plan d'affaires ;
- Le taux d'impayés sur le paiement du pack est maintenu équivalent à son niveau de fin de plan d'affaires ;
- Le taux d'impôt sur les sociétés est maintenu stable à 33,3% ;
- En cohérence avec les principes de modélisation utilisés dans Trival®, la valeur terminale est égale à la valeur résiduelle des capitaux permanents en 2051.

Le plan d'affaires de SAFTI ne faisant pas état d'estimation sur les investissements et l'évolution du besoin en fonds de roulement, Associés en Finance a procédé à sa propre analyse de ces deux paramètres sur la période 2016-2021 puis jusqu'en 2051 :

- Hors dépréciations de créances sur les packs, le besoin en fonds de roulement a été maintenu stable à -2,0% du chiffre d'affaires sur la période 2016-2021. Au-delà de 2021, le besoin en fonds de roulement est progressivement réduit (en pourcentage du chiffre d'affaires) jusqu'à un niveau de -0,75% du chiffre d'affaires. En effet, SAFTI règle la commission de ses mandataires dans un délai moyen inférieur à 3 jours et n'a pas vocation à conserver un BFR significativement négatif ;

¹⁶ Le modèle de « DCF to firm » prend en compte en effet un effet de taille, basé sur la valeur d'entreprise, tandis que le modèle « DCF to equity » intègre un effet lié à la liquidité des titres en bourse, qui peut être extrêmement différent d'une société à l'autre. Cet effet est moins marqué dans le modèle « DCF to firm ».

- La Société évolue dans une activité très peu capitalistique. Les investissements sont maintenus sur toute la durée de la modélisation à un pourcentage du chiffre d'affaires équivalent à leur moyenne historique 2012-2015.
- Au 31 décembre 2015, la Société bénéficie de déficits reportables activés pour un montant de 507 K€. Compte tenu d'un taux d'imposition maintenu à 33,3% sur la période 2016-2021, ces déficits reportables sont quasi intégralement utilisés en 2016 et 2017.

Coût du capital après impôt utilisé

Le coût du capital qui résulte des calculs d'Associés en Finance dans son modèle de « *DCF to firm* » prend en compte, pour chaque société, l'ensemble des risques opérationnels et la taille mesurée en valeur d'entreprise.

Le risque opérationnel de SAFTI résulte des éléments suivants :

- Sur la base de l'analyse de forces / faiblesses présentée à travers la matrice SWOT (cf. tableau 4) et des fondamentaux de l'environnement opérationnel, le risque de prévision retenu est de 7 sur une échelle croissante de risque de 1 à 9.
- Le risque sectoriel s'élève à 0,70, sur la base du bêta boursier de l'indice FTSE EPRA Euro zone. Cet indice, constitué principalement de sociétés foncières dont les niveaux de marge sont nettement plus élevés que ceux de SAFTI et dont les *cash-flows* présentent une forte récurrence, peut être considéré comme un minorant du risque sectoriel de SAFTI.

Sur la base de ces éléments, le coefficient de risque opérationnel de SAFTI s'établit à 1,22 au 31 mai 2016.

Le coefficient de taille est calculé à partir de la valeur d'entreprise de SAFTI. Au 31 mai 2016, il s'établit à 3,59.

■ **Paramètres de marché :**

Les paramètres de marché du modèle Trival® permettent d'aboutir directement au coût du capital après impôt. Sur la base de la moyenne 3 mois au 31 mai 2016, ils s'établissent aux niveaux suivants :

- une prime de risque de 6,45% ;
- une prime de taille de 3,48% ;
- une ordonnée à l'origine de -3,47%.

■ **Coût du capital après impôt :**

Après application des coefficients propres à SAFTI aux paramètres de marché indiqués ci-dessus, le coût du capital après impôt se décompose en :

- une prime de risque spécifique de 6,45% X 1,22 soit 7,90% ;
- une prime de taille spécifique de 3,48% X 3,59 soit 12,51% ;
- une ordonnée à l'origine de -3,47%.

Calculé sur la base des primes moyennes sur 3 mois au 31 mai 2016, le coût du capital après impôts obtenu par Associés en Finance s'établit à 16,94% (soit 7,90% + 12,51% -3,47%).

Résultat de la valorisation par actualisation des flux prévisionnels

Au 31 mai 2016, la valorisation de SAFTI obtenue par la méthode « *DCF to firm* » aboutit en valeur centrale à 12,00 € par action. L'Offre à 13,00 € extériorise donc une prime de 8,3% par rapport à cette valeur.

Analyse de sensibilité des résultats obtenus

Les tableaux qui suivent présentent une analyse de sensibilité des résultats obtenus à plusieurs des paramètres utilisés.

■ Sensibilité au taux d'actualisation :

Le Tableau 8 présente la sensibilité de la valorisation de SAFTI aux taux d'actualisation, et présente les résultats obtenus en considérant le taux obtenu en appliquant les primes moyennes sur 12 mois, et les niveaux minimum et maximum sur cette période.

Tableau 8 : Synthèse de la valorisation par actualisation des flux prévisionnels de SAFTI au 31 mai 2016

		Coût du capital			
		Min / Spot 15,96%	3M 16,94%	12M 17,15%	Max 18,64%
Valeur de l'action SAFTI	Prix de l'action DCF to Firm	12,74	12,00	11,86	10,92
	Prix d'Offre	13,00	13,00	13,00	13,00
	Prime offerte	2,0%	8,3%	9,6%	19,0%

Source : Associés en Finance

■ Sensibilité au taux de croissance à long terme :

La modélisation à long terme prévoit une croissance du chiffre d'affaires à 2,1% entre 2020 et 2051, niveau cohérent avec les estimations de croissance du secteur immobilier dans Trival. Les simulations présentées ci-dessus présentent l'impact sur la valorisation de la hausse ou de la baisse de cette croissance moyenne.

Tableau 9 : Analyse de sensibilité de la valorisation par DCF aux hypothèses de croissance de long terme

		Croissance				
		-1%	-0,5%	Hyp.centrale	+0,5%	+1%
Valeur de l'action SAFTI	Prix de l'action DCF to Firm	11,60	11,80	12,00	12,21	12,42
	Prix d'Offre	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00
	Prime offerte	12,1%	10,2%	8,3%	6,5%	4,7%

Source : Associés en Finance

■ Sensibilité au taux de marge à long terme :

Le tableau ci-dessous présente la sensibilité de la valorisation aux variations des taux de marge anticipés au-delà de l'horizon du plan d'affaires de la Société.

Tableau 10 : Analyse de sensibilité de la valorisation par DCF aux hypothèses de marge moyenne à long terme

		Hypothèse de marge				
		-1%	-0,5%	Hyp.centrale	+0,5%	+1%
Valeur de l'action SAFTI	Prix de l'action DCF to Firm	11,36	11,68	12,00	12,32	12,64
	Prix d'Offre	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00
	Prime offerte	14,4%	11,3%	8,3%	5,5%	2,8%

Source : Associés en Finance

III.D.3. Transactions récentes sur le capital de la Société

Deux transactions significatives sont intervenues sur le capital de la Société.

Augmentation de capital à l'occasion du transfert des actions SAFTI sur Alternext Paris en octobre 2014

Le 16 octobre 2014, lors de la mise à la disposition du public à l'occasion du transfert du Marché Libre sur Alternext Paris des 900 000 actions existantes composant le capital de la société SAFTI, et du placement, dans le cadre d'une offre à prix ouvert, d'un maximum de 240 000 actions, il a été extériorisé un prix de 10,80 € par action lors de cette opération.

Le prix d'Offre de 13,00 € extériorise une prime de +20,4% par rapport au prix ressortant de cette offre à prix ouvert.

Achats de titres préalablement à l'Offre

En amont de la présente Offre initiée par La Santa Maria, trois blocs de titres ont été acquis par La Santa Maria. Ces blocs de titres ont été acquis sur la base d'un prix de 13,00 € par action, identique au prix d'Offre. A l'issue de ces acquisitions, l'Initiateur, de concert avec les parties prenantes au Pacte d'actionnaires, a franchi le seuil de 95% du capital de SAFTI Groupe, lui conférant la possibilité de lancer la présente Offre.

III.D.4. Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)

La Méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples auxquels s'échangent les titres de sociétés cotées du même secteur ou présentant des caractéristiques opérationnelles proches, et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants pour la société étudiée.

La pertinence de cette méthode analogique est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de groupes similaires en termes de secteur d'activité, de taille et de rentabilité, mais aussi du même profil de croissance sur l'horizon de mise en œuvre.

L'exercice est particulièrement complexe dans le cas de SAFTI, qui ne présente aucun comparable pur en termes d'activité et coté. En effet, la plupart des groupes cotés du marché immobilier et particulièrement des services immobiliers sont des réseaux d'agences étrangères, des sociétés foncières, des promoteurs, ou des groupes de *property management*.

Nous avons de ce fait constitué un échantillon de 6 sociétés cotées opérant sur des domaines d'activités connexes à celui de SAFTI : un réseau d'agences traditionnel, une agence en ligne, une société de conseil, un groupe de *property management*, un promoteur et un constructeur exposés au marché immobilier français (cf. Annexe 3). Cet échantillon a été constitué à partir des critères suivants :

- acteur du secteur immobilier
- activité d'intermédiaire dans les transactions immobilières
- exposition au marché immobilier français (si possible)
- marges (marge d'EBITDA proche de 10,0%)
- perspectives de croissance significatives

■ **Echantillon de sociétés « comparables » :**

- **Purplebricks** est une agence immobilière en ligne active au Royaume-Uni. La gestion des transactions est réalisée avec les conseils d'un expert local qui est responsable de la prestation dès lors que le client se manifeste. De plus, la société propose ce service à des conditions tarifaires inférieures à celles des agences traditionnelles.
- **Nexity** est présent sur les activités de promotion immobilière et de services, autant pour l'immobilier résidentiel que pour l'immobilier d'entreprise.

- **Savills** est un des leaders mondiaux du conseil en immobilier (transactions, *property management* et conseil).
- **LSL Property Services** est un réseau traditionnel d'agences au Royaume-Uni qui réalise environ 80% de son chiffre d'affaires sur les activités de transactions et environ 20% sur les activités d'évaluation.
- **FirstService** est une société spécialisée dans les services immobiliers sur le marché nord-américain, à travers notamment l'activité de gestion de résidences et son réseau de franchises.
- **Maisons France Confort** est un constructeur de biens immobiliers, centré sur les maisons individuelles aux particuliers.

La relative surpondération de sociétés françaises (Nexity et Maisons France Confort) dans l'échantillon s'explique par la très forte dépendance de SAFTI au marché immobilier français et justifie à ce titre la présence de ces deux acteurs en dépit d'activités sensiblement différentes.

Parmi les promoteurs immobiliers français, Associés en Finance n'a pas retenu dans l'échantillon des comparables Kaufman & Broad compte tenu de son positionnement plus premium.

Les différences d'activité entre SAFTI et les sociétés de l'échantillon retenues se reflètent sur leurs agrégats opérationnels, présentés dans le tableau ci-dessous.

Tableau 11 : Caractéristiques opérationnelles de l'échantillon retenu (M€)

Société	Pays	CA 2015R	TCAM 2016-2018			Marge d'EBITDA				Marge d'EBIT			
			CA	EBITDA	EBIT	2015R	2016E	2017E	2018E	2015R	2016E	2017E	2018E
Tier 1													
Purplebricks Group PLC	Royaume-Uni	16	53,9%	ns	ns	(73,5%)	2,2%	22,8%	33,0%	(76,4%)	2,0%	23,9%	30,0%
Nexity	France	3 057	6,9%	12,6%	13,4%	7,4%	8,6%	9,3%	9,5%	6,6%	7,8%	8,5%	8,8%
Savills plc	Royaume-Uni	1 679	3,1%	11,9%	8,6%	9,9%	9,4%	10,0%	11,1%	8,7%	7,5%	7,6%	8,3%
LSL Property Services Plc	Royaume-Uni	393	5,4%	6,0%	7,9%	15,0%	16,1%	16,5%	16,3%	12,6%	14,5%	15,0%	15,2%
FirstService Corporation	Canada	1 136	nd	nd	nd	8,0%	8,7%	9,1%	nd	5,7%	6,2%	6,7%	nd
Maisons France Confort S.A.	France	512	8,2%	26,0%	29,0%	2,9%	4,6%	5,7%	6,2%	2,3%	4,0%	5,1%	5,7%
Moyenne			15,5%	14,1%	14,7%	(5,1%)	8,3%	12,2%	15,2%	(6,7%)	7,0%	11,1%	13,6%
Médiane			6,9%	12,3%	11,0%	7,7%	8,6%	9,6%	11,1%	6,1%	6,8%	8,0%	8,8%

Sources : sociétés, Capital IQ

Notes : TCAM : taux de croissance annuel moyen, données financières calendarisées au 31-déc, les multiples présentés tiennent compte des prévisions de dettes pour chaque exercice considéré

Les multiples boursiers sont présentés dans le Tableau 12 pour les 6 sociétés retenues. Les multiples sont calculés sur la base de la moyenne sur un mois au 31 mai 2016 des cours moyens pondérés par les volumes quotidiens.

Nous avons retenu les multiples d'EBIT qui tiennent compte à la fois des niveaux de marge opérationnelle des sociétés et de leur intensité capitalistique. Nous avons écarté les multiples de chiffre d'affaires, compte tenu des différences de marge entre les sociétés, les multiples d'EBITDA qui ne tiennent pas compte des politiques d'amortissements des sociétés, ainsi que les multiples de PER qui sont pour leur part biaisés par les différences de structure financière des sociétés. Par ailleurs nous avons retenu les multiples médians, qui sont moins influencés par la présence de valeurs extrêmes.

Tableau 12 : Multiples boursiers sur les cours moyens pondérés sur un mois au 31 mai 2016

Société	Capi. boursière	Dette nette	VE	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT		
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
Tier 1												
Purplebricks Group PLC	530	(13)	518	ns	6,1x	4,0x	ns	26,6x	12,0x	ns	25,5x	13,2x
Nexity	2 337	198	2 526	0,8x	0,7x	0,7x	9,2x	7,7x	7,4x	10,1x	8,4x	8,0x
Savills plc	1 335	(198)	1 119	0,6x	0,5x	0,5x	6,5x	5,4x	4,5x	8,1x	7,2x	5,9x
LSL Property Services Plc	403	82	474	1,1x	1,1x	0,9x	7,0x	6,6x	5,8x	7,8x	7,2x	6,2x
FirstService Corporation	1 447	157	1 675	1,2x	1,0x	nd	13,3x	11,5x	nd	18,7x	15,6x	nd
Maisons France Confort S./	283	(48)	236	0,4x	0,3x	0,3x	8,1x	5,7x	4,5x	9,3x	6,3x	4,9x
Moyenne				0,8x	1,6x	1,3x	8,8x	10,6x	6,8x	10,8x	11,7x	7,6x
Médiane				0,8x	0,9x	0,7x	8,1x	7,1x	5,8x	9,3x	7,8x	6,2x

Sources : sociétés, Capital IQ

Notes : les multiples présentés tiennent compte des prévisions de dettes pour chaque exercice considéré

L'EBIT 2016, encore faible compte tenu de la récente politique de SAFTI d'investissement en campagnes publicitaires, a été jugé non pertinent au regard du niveau de rentabilité opérationnelle que le groupe est en mesure de produire.

En appliquant les multiples d'EBIT 2017 et 2018 médians de l'échantillon identifié aux prévisions d'EBIT du plan d'affaires de SAFTI, les résultats de l'évaluation par la méthode des comparables boursiers aboutissent à une valeur implicite par action comprise entre 12,14 € et 14,86 € et une valeur moyenne de 13,50 €. Sur la base des cours moyens sur les trois derniers mois, cette valeur moyenne ressort à 13,00 €.

Cependant, ces résultats sont sujets à caution, dans la mesure où il n'existe pas de sociétés strictement comparables en termes d'activité. En particulier, il convient de rappeler l'impact très important des critères géographiques dans la comparabilité des sociétés intervenant dans le secteur immobilier : le poids des réglementations (en terme de construction, mais surtout en terme de fiscalité), le niveau des taux d'intérêt sur chaque marché, la croissance économique et démographique, la composition des marchés immobiliers (avec des poids plus ou moins importants des acquéreurs par rapport aux locataires), les cycles immobiliers, et les prix très différents des biens immobiliers dans chaque marché (par exemple au Royaume-Uni), constituent autant de facteurs qui limitent fortement la comparabilité des sociétés intervenant sur des zones géographiques différentes.

Par ailleurs, les sociétés retenues présentent une taille nettement plus élevée que celle de SAFTI : la valeur d'entreprise médiane de ces sociétés s'élève à 818 M€ et leur chiffre d'affaires 2015 médian à 824 M€ (contre moins de 16 M€ pour SAFTI). A ce titre, il est justifié d'appliquer une décote de taille aux multiples des sociétés présentées.

Cette décote de taille peut être appréhendée par l'intermédiaire du modèle Trival d'Associés en Finance. Celui-ci, comme décrit précédemment, permet de mesurer l'écart de taux d'actualisation qui ressort des valeurs de marché entre sociétés de taille différente, et par là-même de calculer une décote implicite liée à la taille. Ainsi, le taux d'actualisation utilisé pour SAFTI dans l'actualisation des cash-flows prévisionnels s'élève en valeur centrale à 16,94% (cf. section III.D.3). A niveau de risque égal, il serait inférieur de plus de 800 points de base en considérant la taille moyenne des sociétés comparables présentées. Retranscrit en valeur d'entreprise, cette différence de taux d'actualisation liée à la taille correspondrait à une décote sur la valeur d'entreprise de plus de 50%.

Nous retenons dans le tableau de synthèse ci-dessous une décote normative prudente de 35% mais plus fondamentalement, nous soulignons les limites à l'application de cette méthode liées à l'absence de réels comparables à SAFTI et à sa taille réduite.

Les tableaux ci-dessous présentent les résultats des calculs sur la base des cours moyens sur le dernier mois et sur les trois derniers mois.

Tableau 13 : Résultats de l'évaluation par la méthode des comparables boursiers (K€) après décote de 35% sur la base des cours moyens sur un mois

	2017E	2018E
Valeur des fonds propres (K€)	11 216,2	13 843,6
Nombre d'actions au 31-mai-16	1 237 588	1 237 588
Valeur par action (en €)	9,06 €	11,19 €
Valeur par action retenue au 31-mai-16 (en €)	10,12 €	
Prime induite par rapport au prix d'offre	28,4%	

Sources : sociétés, Capital IQ, Associés en Finance

Tableau 14 : Résultats de l'évaluation par la méthode des comparables boursiers (K€) après décote de 35% sur la base des cours moyens sur trois mois

	2017E	2018E
Valeur des fonds propres (K€)	10 875,9	13 377,9
Nombre d'actions au 31-mai-16	1 237 588	1 237 588
Valeur par action (en €)	8,79 €	10,81 €
Valeur par action retenue au 31-mai-16 (en €)	9,80 €	
Prime induite par rapport au prix d'offre	32,7%	

Sources : sociétés, Capital IQ, Associés en Finance

Le prix d'Offre de 13,00 fait ressortir une prime de +28,4% par rapport à la valeur moyenne de 10,12 € ressortant des cours sur un mois, et de +32,7% par rapport à la valeur moyenne de 9,80 € obtenue sur la base des cours moyens sur trois mois.

III.D.5. Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)

La méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité et de contexte transactionnel, géographique et temporel, dont les conditions financières ont été rendues publiques. Cette méthode se heurte souvent à l'absence de données fiables sur ces multiples ou à la faiblesse du nombre de transactions récentes sur des sociétés réellement comparables.

Dans le cas présent, nous avons identifié un échantillon de 11 transactions intervenues dans le secteur des services immobiliers sur les cinq dernières années. Le détail de ces transactions est présenté en Annexe 4. Du fait des difficultés à identifier des transactions comparables récentes, cette méthode est présentée à titre indicatif.

Il convient de noter qu'une transaction sur un acteur dont l'activité est comparable à celle de SAFTI a été annoncée début juin 2016 (Propriétés-privées.com). Toutefois, nous n'avons identifié aucune information sur la valeur de cette transaction.

L'échantillon des 11 transactions comparables intervenues sur les dernières années figure dans le Tableau 15. Ces transactions se sont conclues à un multiple médian de 8,8x l'EBIT publié des douze derniers mois.

Tableau 15 : Multiples de transactions de l'échantillon retenu (M€)

Date d'annonce	Cible		Acquéreur	Transac. (M€)		Multiples LTM			Marge LTM	
	Nom	Pays		% acquis	VE	CA	EBITDA	EBIT	EBITDA	EBIT
7/7/2015	GL Hearn Limited	United Kingdom	Capita plc	100,0%	42	1,0x	nd	5,2x	nd	18,6%
6/16/2015	ComFree Commonsense Network Inc.	Canada	Yellow Pages Limited	100,0%	36	1,3x	nd	nd	nd	-
05/22/2015	United States Appraisals, LLC	United States	Petra Capital Partners, LLC; Baymark Partners; Petra Growth Fund III	100,0%	13	nd	nd	nd	nd	nd
12/23/2014	Nexity	France	Arkéa Capital Partenaire + Managers Nexity	3,0%	1 750	0,7x	8,8x	9,6x	8,5%	7,8%
7/15/2014	zipRealty Inc.	United States	Realogy Group LLC	100,0%	118	2,3x	ns	ns	nd	(9,4%)
5/1/2014	Studley, Inc. (nka:Savills Studley, Inc.)	United States	Savills plc	100,0%	193	1,1x	14,3x	nd	7,9%	-
01/04/14	Oralia	France	Nexity	100,0%	156	2,6x	nd	nd	nd	nd
1/24/2012	Tasaciones Madrid S.A.	Spain	Tinsa Tasaciones Inmobiliarias, S.A.U.	100,0%	11	1,5x	nd	nd	nd	-
11/4/2011	Marsh & Parsons Limited	United Kingdom	LSL Property Services Plc	100,0%	58	2,2x	7,5x	8,0x	28,7%	27,0%
5/12/2011	FONCIA Groupe SAS	France	Bridgepoint Advisers Limited; Eurazeo; BPCE SA	98,1%	1 017	1,8x	12,3x	nd	14,3%	-
9/9/2010	Seloger.com SA	France	Axel Springer International Holding GmbH	87,6%	621	8,1x	16,1x	19,2x	50,0%	42,1%
Moyenne						2,2x	11,8x	10,5x	21,9%	23,8%
Médiane						1,6x	12,3x	8,8x	14,3%	22,8%

Sources : sociétés, Capital IQ

VE : Valeur d'entreprise implicite de la cible (y.c. endettement financier net, intérêts minoritaires et hors actifs hors exploitation)

LTM (Last Twelve Months) : agrégats financiers de la cible sur les 12 mois précédant l'annonce de la transaction

En appliquant le multiple médian d'EBIT de 8,8x à l'EBIT 2016 estimé par SAFTI, la valeur par action implicite issue de la Méthode des transactions comparables ressort à 5,58 € (l'EBIT 2015 publié par SAFTI étant négatif, le résultat de la valorisation n'est pas significatif). Elle repose toutefois sur des informations en nombre limité et doit donc être considéré seulement à titre indicatif.

Tableau 16 : Résultats de la méthode des transactions comparables (M€)

En k€	VE / EBIT	
	2015R	2016E
Valeur des fonds propres	ns	6 906,8
Nombre d'actions	1 237 588	1 237 588
Prix par action (en €)	ns	5,58 €
Prime induite par le prix d'offre	NS	132,9%

Sources : sociétés, Capital IQ

IV. Analyse des travaux du Conseil de l'Initiateur

IV.A. Les méthodes écartées

Dans ses éléments d'appréciation du prix de l'Offre, Invest Corporate Finance écarte les mêmes méthodes qu'Associés en Finance, c'est-à-dire les méthodes de valorisation par l'actif net comptable¹⁷, l'actif net réévalué, par les dividendes actualisés, par les transactions comparables et par l'analyse des objectifs de cours de bourse des analystes. Dans les deux cas, la méthode des comparables boursiers est présentée à titre illustratif.

IV.B. Les méthodes retenues

IV.B.1. L'analyse du cours de bourse

L'analyse du cours de bourse présentée par Invest Corporate Finance est similaire à celle d'Associés en Finance¹⁸ à l'exception de l'absence d'utilisation comme référence supplémentaire de la moyenne 10 jours pour l'appréciation du prix de l'Offre.

IV.B.2. Méthodologie de valorisation par actualisation des flux prévisionnels

Invest Corporate Finance a utilisé les éléments présents dans le plan d'affaires de la société pour établir sa valorisation, comme l'a fait Associés en Finance.

Invest Corporate Finance a prolongé ses estimations jusqu'en 2024, période de transition, puis jusqu'en 2034, afin de réduire le poids de la valeur terminale de sa modélisation. Dans le cadre de sa modélisation, Associés en Finance a utilisé son modèle de valorisation propriétaire. Ce modèle se base sur l'hypothèse selon laquelle le rendement des capitaux employés tend à long terme vers le coût moyen pondéré du capital. La modélisation retenue par Associés en Finance dans ses travaux court jusqu'en 2051.

Les flux prévisionnels estimés par Invest Corporate Finance et par Associés en Finance diffèrent sur les principaux éléments suivants :

- Invest Corporate Finance retient un taux de croissance de +5% à horizon 2024, puis une décroissance de ce taux vers +1,5% en 2034, correspondant au niveau d'inflation anticipé en France. Associés en Finance retient une hypothèse de croissance de très long terme de 2,1%, un niveau équivalent à celui des sociétés du secteur immobilier dans Trival@.
- La marge d'EBIT estimée par Invest Corporate Finance atteint 10% en 2024. Les marges retenues par Associés en Finance, supérieures en moyenne au niveau atteint en fin de plan d'affaires, sont légèrement en-deçà des hypothèses d'Invest Corporate Finance, dans un contexte de normalisation à long terme des positions concurrentielles et d'extinction des rentes d'exploitation.
- Invest Corporate Finance retient comme hypothèse un niveau de BFR proche de celui enregistré en 2015, tandis qu'Associés en Finance considère que les variations de BFR constitueront une ressource financière pour la Société (dans un contexte de BFR négatif).

Les travaux d'Invest Corporate Finance aboutissent à un coût moyen pondéré du capital de 16,25%, sur la base d'un taux sans risque (taux moyen de l'OAT 10 ans sur 3 mois) de 0,52%, d'une prime de risque de marché (moyenne 3 mois de la prime de risque au 6 juin 2016) de 6,29%, et d'une prime de risque spécifique de 9,44% en raison de la faible liquidité de la Société. En raison de l'absence

¹⁷ Les valeurs de l'actif net comptable sont données à titre indicatif par Invest Corporate Finance et Associés en Finance dans leurs travaux respectifs. La différence entre ces deux valeurs (1,75 € par action pour Associés en Finance contre 2,37 € pour Invest Corporate Finance) provient de la prise en compte par Invest Corporate Finance des BSPCE dans le calcul.

¹⁸ Il peut néanmoins subsister de légers écarts selon la méthode de calcul des cours moyens pondérés utilisée.

d'endettement de la Société, le levier financier est nul. Associés en Finance dispose de sa propre méthodologie d'estimation du coût du capital ressortant du modèle Trival® (cf. Annexe 5). Notamment, le coût du capital est estimé en neutralisant l'impact de la structure financière à partir du risque opérationnel de la Société et de sa taille. L'estimation du coût du capital intègre également la liquidité de l'action de la Société. Les travaux menés aboutissent à un coût du capital un peu supérieur à celui présenté par Invest Corporate Finance (16,94%).

En définitive, la valorisation obtenue par Associés en Finance par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie est légèrement supérieure à celle présentée par Invest Corporate Finance (respectivement 12,00 € et 11,76 €), du fait principalement du traitement du BFR.

IV.B.3. Transactions récentes sur le capital de la Société

Invest Corporate Finance a utilisé comme Associés en Finance la méthode consistant à observer les transactions sur le capital de la Société comme référentiel de valorisation. La Santa Maria a réalisé l'acquisition de 95.621 actions SAFTI à travers l'achat de trois blocs d'actions au prix de 13,00 €. Associés en Finance a également présenté comme référence cette transaction significative, mais a également examiné l'opération d'augmentation de capital à l'occasion du transfert des actions SAFTI sur Alternext en octobre 2014. Cette offre à prix ouvert a extériorisé un prix de 10,80 € par action.

IV.B.4. La méthode des comparables boursiers

Outre la date de référence des cours retenus (3 juin 2016 pour Invest Corporate Finance et 31 mai 2016 pour Associés en Finance), la mise en œuvre de la Méthode des comparables boursiers par Invest Corporate Finance diffère des travaux d'Associés en Finance sur les points suivants :

- la composition de l'échantillon de comparables boursiers retenu :
 - Associés en Finance a sélectionné 6 sociétés du secteur immobilier. Parmi ces 6 sociétés comparables retenues pour déterminer la valeur implicite de la Société, se trouvent des sociétés de promotion, de services, et des agents ;
 - Invest Corporate Finance a sélectionné 12 sociétés du secteur immobilier au sens large, qu'elle a segmenté en 3 sous-échantillons. Un échantillon d'agents immobiliers (Foxtons et LSL Property Services, et PurpleBricks), un échantillon de sociétés de services (CBRE, JLL, FirstServices, Colliers, Countrywide, Savills), et un échantillon de promoteurs (Nexity, Kaufman&Broad et Maisons France Confort). Invest Corporate Finance justifie cette large approche par le manque de comparabilité des sociétés sur secteur avec SAFTI, en termes d'environnement de marché, de débouchés clients et de structure économique. Associés en Finance a privilégié un échantillon plus resserré afin de ne pas surpondérer les acteurs du monde anglo-saxon, dans la mesure où les marchés immobiliers restent très influencés par les spécificités locales ;
- Le choix des multiples dans le cadre de la valorisation : Invest Corporate Finance a calculé la valeur d'entreprise de SAFTI sur la base de multiples d'EBITDA et d'EBIT 2016^e, 2017^e, et 2018^e. Pour les raisons évoquées dans la partie III.C.4, Associés en Finance a choisi de ne pas retenir les multiples d'EBITDA et de privilégier les résultats basés sur les années les plus lointaines (2017^e et 2018^e) afin de rendre compte des perspectives de redressement de la marge.
- En matière d'ajustements de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres, Associés en Finance a pris en compte dans ses calculs les reports déficitaires présents au bilan de SAFTI, dont la consommation progressive et corrélativement la valeur supposée à la fin de chaque exercice viennent rehausser la valeur des fonds propres.
- L'application d'une décote d'illiquidité : compte tenu de la faible illiquidité du titre SAFTI par rapport à l'ensemble des sociétés retenues dans l'échantillon, Invest Corporate Finance a décidé d'appliquer une décote d'illiquidité de 35% sur les multiples d'EBITDA et d'EBIT retenus pour le calcul de la valeur de SAFTI. Associés en Finance a également jugé pertinent de retenir une décote dans le cadre de ses travaux de valorisation compte tenu de la composition de l'échantillon et de la taille très limitée de SAFTI. Celle-ci s'élève également à 35%.

Les différences indiquées ci-dessus expliquent l'écart entre les fourchettes de valorisation obtenues par Associés en Finance et par Invest Corporate Finance (respectivement de 8,79 € à 11,19 € et de 2,65 € à 11,17€). L'écart sur les valeurs les plus basses de ces deux fourchettes provient principalement de la prise en compte des seules années 2017 et 2018 par Associés en Finance.

IV.B.5. Résultats comparés

Sources : Associés en Finance, Invest Corporate Finance

Tableau 17 : Comparaison des valorisations obtenues par Associés en Finance et Invest Corporate Finance par les différentes méthodes

Méthode	 Associés en Finance <small>JACQUILLAT & DETROYAT ASSOCIÉS</small>	Invest Corporate Finance
Examen du cours de bourse	Prime de 32,7% par rapport au cours coté du 3 juin 2016 Prime comprise entre 34,4% et 41,9% par rapport aux cours moyens sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois au 3 juin 2016	Prime de 33% par rapport au cours coté du 3 juin 2016 Prime comprise entre 34% et 42% par rapport aux cours moyens sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois au 3 juin 2016
Méthodologie de valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels	Valeur de l'action de 12,00 € sur une base DCF to Firm	Valeur de l'action comprise dans une fourchette allant de 11,44 € à 12,10 €
Méthode des comparables boursiers	Valeur de l'action comprise entre 8,79 € et 11,19 € sur la base des multiples EV/EBIT 2017 et 2018 décotés en fonction de la taille	Valeur de l'action comprise entre 4,08 € et 11,17 € sur la base de multiples EV/EBITDA 2016, 2017 et 2018 décotés, et entre 2,65 € et 10,64 € sur la base de multiples EV/EBIT 2016, 2017 et 2018 décotés

Sources : Associés en Finance, Invest Corporate Finance

V. Conclusion d'Associés en Finance

Le rapport d'expertise indépendante d'Associés en Finance s'inscrit dans le contexte de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire au prix de 13,00 € par action que La Santa Maria a l'intention de lancer sur l'ensemble des actions SAFTI.

Nos travaux au travers de l'analyse multicritères aboutissent aux résultats suivants.

Tableau 18 : Comparaison des valorisations obtenues pour SAFTI au 31 mai 2016 par les différentes méthodes

		Valeur par action (€)	Prime induite
Examen du cours de bourse au 13 mai 2016	Cours de clôture	9,80 €	32,7%
	Cours moyen pondéré par les volumes 10 jours	9,68 €	34,3%
	Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	9,67 €	34,4%
	Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois	9,54 €	36,2%
	Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	9,36 €	38,9%
	Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois	9,16 €	41,9%
	Plus haut 12 mois	10,07 €	29,1%
	Plus bas 12 mois	8,11 €	60,3%
Méthode des comparables boursiers	Multiples boursiers VE / EBIT après décote (35%) / (1 mois)	9,06 € / 11,19 €	43,5% / 16,2%
	Multiples boursiers VE / EBIT après décote (35%) / (3 mois)	8,79 € / 10,81 €	47,9% / 20,3%
Méthode des transactions comparables	Multiples de transactions VE / EBIT	5,58 €	133,0%
Méthodologie de valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels	DCF to firm	12,00 €	8,3%
Transactions sur le capital de SAFTI	Augmentation de capital à l'occasion du transfert des actions SAFTI sur Alternext Paris en octobre 2014	10,80 €	20,4%
	Achats de blocs	13,00 €	-

Sources : Associés en Finance

- Sur la base d'un échantillon de sociétés du secteur immobilier, l'approche analogique par la méthode des comparables, reposant sur les prévisions du plan d'affaires communiqué par la Société, extériorise un prix moyen par action compris entre 8,79 € et 11,19 € après prise en compte d'une décote d'illiquidité en raison de la taille très réduite de SAFTI. Compte tenu du peu de comparabilité des sociétés cotées du secteur, cette approche a été présentée à titre indicatif.
- Sur la base des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité et de contexte transactionnel, géographique et temporel, l'application des multiples de transaction obtenus aux prévisions du plan d'affaires de la Société aboutit à un prix par action de 5,58 €. Le prix d'Offre de 13,00 € par action fait ressortir une prime de +132,9% par rapport à la valorisation de la Société ressortant de cette approche. Compte tenu de la faible disponibilité de données, et du poids actuel des investissements publicitaires obérant la rentabilité de SAFTI, cette méthode a également été présentée à titre indicatif.
- Les opérations réalisées sur le capital de la Société en octobre 2014, et au mois de juin 2016, ont extériorisé des prix de 10,80 € et 13,00 € correspondant à des primes de +20,4% et 0% par rapport au prix d'offre de 13,00 €.
- La valorisation intrinsèque de la Société par actualisation des flux de trésorerie générés reposant à court terme sur le plan d'affaires de la Société et à long terme sur les estimations d'Associés en Finance établies conformément à la méthodologie utilisée dans le modèle Trival®, aboutit en valeur centrale à une valorisation par action de 12,00 €. Le prix d'Offre de

13,00 € correspond ainsi à une prime de +8,3% par rapport à la valorisation intrinsèque de la Société.

- Le prix proposé de 13,00 € par action fait ressortir des primes de +32,7% par rapport au cours de clôture du 3 juin 2016, de +34,4% par rapport au cours moyen pondéré sur 1 mois et de +36,2% par rapport au cours moyen pondéré sur 3 mois.

Les travaux de valorisation d'Associés en Finance et les considérations qui précèdent nous conduisent à conclure que les termes de l'Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sont équitables pour les actionnaires minoritaires, les termes de l'Offre offrant aux actionnaires une valeur supérieure à la moyenne de nos travaux de valorisation, et leur permettant de bénéficier d'une monétisation immédiate sur un investissement très peu liquide, et d'une prime très significative sur le cours coté avant l'annonce de l'Offre.

Associés en Finance

VI. Annexes

VI.A. Annexe 1 : présentation de l'expert

Associés en Finance et Détroyat Associés ont annoncé leur rapprochement en décembre 2014.

Créé en 1968 par Jean-Michel Détroyat, Détroyat Associés a été l'un des tout premiers intervenants français indépendants dans le conseil et l'analyse financière.

Créé en 1979, Associés en Finance est un acteur spécialisé dans l'analyse financière et l'évaluation. Son co-fondateur Bertrand Jacquillat a contribué à développer différentes techniques d'évaluation et de calculs financiers aujourd'hui utilisés par l'ensemble de la communauté financière.

La combinaison de ces deux sociétés a permis de créer le seul acteur indépendant de l'évaluation et du conseil à forte culture financière et dont la légitimité repose sur sa connaissance approfondie des marchés financiers, sa maîtrise de la modélisation financière et son exigence de rigueur. La nouvelle entité dispose d'un effectif de plus de 20 personnes, qui constitue l'une des toutes premières de la Place de Paris à la fois en nombre et en qualité.

Une des spécificités d'Associés en Finance réside dans son modèle de valorisation Trival® qui assure le suivi de plus de 500 sociétés cotées et qui permet notamment d'estimer les primes de marché, primes de risque et primes d'illiquidité, et de calculer le coût des ressources de financement pour le marché dans son ensemble et pour les sociétés individuelles. Les primes de marché issues de Trival® constituent des primes de référence pour de nombreux évaluateurs externes et acteurs de l'expertise. Le modèle est également un puissant outil d'analyse qui permet d'évaluer des sociétés / actifs non cotés.

Associés en Finance suit de nombreux groupes dans le secteur des télécommunications et de l'électronique dans son modèle de valorisation, ce qui a permis à Associés en Finance de développer une connaissance de ce secteur unique parmi les cabinets d'expertise indépendants.

Préalablement à leur rapprochement et depuis ce rapprochement, Associés en Finance et Détroyat Associés ont effectué de multiples missions de conseil, d'expertise indépendante, et plus de 200 missions d'attestations d'équité. Associés en Finance ou Détroyat Associés sont intervenus récemment en qualité d'expert indépendant des opérations suivantes régies par le Règlement Général de l'AMF :

Tableau 19 : Missions d'Associés en Finance et Détroyat Associés

Date	Cible	Initiateur	Banques(s) présentatrice(s)	Type d'offre
mai-16	Orolia	Financière Orolia	Invest Securities	OPAS
novembre-15	Montpet	Linamar	Deutsche Bank / Natixis	OPA
octobre-15	Alcatel-Lucent	Nokia	Société Générale	OPE
septembre-15	Bac Majestic	Millimages	Atout Capital	OPR-RO
juillet-15	Serma	Financière Ampère Gallée	Invest Securities	OPAS
juin-15	Société d'Édition de Canal+	Vivendi	CM-CIC Sec. / Credit Agricole	CIB OPA
novembre-14	Nexeya	Nexeya Invest	Natixis	OPR-RO
octobre-14	Cameleon Software	Pros Holdings	Bryan Garnier & Co	OPAS
septembre-14	Club Méditerranée	Global Resort	Lazard Frères / Unicredit Bank AG	OPA
septembre-14	Orosdi	CEREP Investment France	Oddo Corporate Finance	OPR
septembre-14	Alphamos	DMS	Rocheport & Associés	Augmentation de capital
juillet-14	Carrefour Property Développement	CRPF 13	Natixis	OPR

Source : Associés en Finance

Associés en Finance n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général. Les compétences et l'expérience dont Associés en Finance dispose en matière d'analyse et d'évaluation financière ainsi que les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité, préalable à la fois exigeant et indépendant requis par ce type de mission.

Personnel associé à la réalisation de la mission

■ Philippe Leroy – Président :

Philippe Leroy est Président de Associés. Il a assuré la supervision opérationnelle ou le contrôle qualité de l'intégralité des missions conduites par Détroyat Associés depuis 2007. Diplômé de l'ESSEC, Philippe a

commencé sa carrière chez Bossard Consultants avant de rejoindre la banque d'affaires, d'abord à la BGP-SIB, puis à la Chase Manhattan Bank dont il a été le Directeur Général en France et chez HSBC Markets comme Managing Director où il a créé le département de spécialiste en valeur du Trésor. Philippe a été responsable de l'origination et l'exécution d'opérations réalisées pour le compte de banques et de compagnies d'assurances à la Chase Manhattan Bank et chez HSBC. Il était en charge des financements structurés et réglementaires. Il a également été Directeur Corporate finance, membre du comité exécutif de Vivarte. Philippe a conduit diverses missions pour le compte de la sphère publique notamment avec le Ministère des finances, l'Agence des participations de l'État et la Caisse des Dépôts et Consignations et entretient régulièrement des relations avec l'AMF. Il a par ailleurs exercé de nombreux mandats sociaux et est expert judiciaire auprès de la Cour d'Appel de Paris.

■ **Arnaud Jacquillat – Directeur Général :**

Arnaud Jacquillat est Directeur Général d'Associés en Finance. Il assure la supervision opérationnelle des missions de conseil et de développement d'Associés en Finance. Arnaud a commencé sa carrière chez Nomura. Il a été trader à Paris et Londres. Il a ensuite rejoint la Banque NSM pour suivre les investissements en actions et produits dérivés étrangers. Il a ensuite dirigé le département Epargne salariale et présidé la filiale Phenix. En 1998, il rejoint ABN AMRO Amsterdam comme Vice-Président en charge de la stratégie de la banque de financement et d'investissement. Il entame ensuite une carrière de banquier d'affaires où pendant 15 ans, chez ABN AMRO d'abord puis à la Royal Bank of Scotland, il a initié et exécuté des transactions des fusions / acquisitions. Il a ainsi conseillé les plus grandes entreprises françaises dans le secteur des biens de consommation et des services informatiques.

■ **Catherine Meyer – Associée :**

Responsable de l'exécution, en charge des missions d'évaluation, d'expertise et de conseil, Catherine est également responsable transversale de la Formation et de la veille technique d'Associés en Finance. Diplômée d'HEC et membre de la SFAF, Société Française des Analystes Financiers, elle a animé des séances de formation à la SFAF. Catherine assure notamment le suivi du secteur immobilier et est intervenue sur de nombreux dossiers d'attestation d'équité sur des secteurs d'activité divers (notamment Alcatel-Lucent en 2015, Société d'Édition de Canal Plus en 2015, Club Méditerranée en 2014, Meetic et LaCie en 2013). Elle a aussi mené des missions de valorisation d'actifs non cotés, d'études du coût du capital des sociétés, des dossiers de contentieux et d'arbitrage, et des missions de valorisation d'instruments optionnels.

■ **Pierre Charmion – Associate, Equipe d'Exécution :**

Pierre Charmion est titulaire d'un Master 222 – Marchés Financiers & Gestion d'Actifs de l'Université Paris Dauphine. Il a commencé sa carrière chez BNP Investment Partners au sein du département Gestion, puis chez Oddo Asset Management dans le département Convertibles Taux. Il a animé des cours à l'Université Paris Nanterre dans le Mastère de Méthodes Scientifiques de Gestion. Depuis son arrivée chez Associés en Finance en 2011, Pierre a mené de nombreuses missions d'expertises et d'évaluation indépendantes (expertises de marchés, litiges fiscaux et dossiers de restructuration financière). Il est intervenu sur de nombreux dossiers de modélisation de produits optionnels complexes.

■ **Thomas Libs – Associate, Equipe d'Exécution :**

Thomas Libs est titulaire d'un Master – Banque et Finance de l'Université Paris I Panthéon-Sorbonne. Il a intégré l'équipe d'analystes d'Associés en Finance en 2011 et a mené de nombreuses missions de conseil et d'expertise, notamment pour le compte de sociétés industrielles. Il est en charge du suivi des sociétés du secteur des biens d'équipement et de leur valorisation dans le modèle Trival®.

Rémunération

Les honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'Offre) s'établissent entre 20 000 € et 25 000 € hors TVA.

VI.B. Annexe 2 : déroulement de la mission d'Associés en Finance

Suite à sa nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration de SAFTI du 16 mai 2016, la mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 16 mai 2016 au 8 juin 2016.

Au cours de cette période, Associés en Finance a eu des contacts physiques ou téléphoniques avec les différentes personnes indiquées ci-dessous :

■ SAFTI

- Gabriel Pacheco, Président Directeur Général, SAFTI ;
- Julie Pham, Responsable Comptabilité, SAFTI.

■ Invest Corporate Finance, conseil de la Société

- Ghislain de Murard, Associé Gérant, Invest Corporate Finance ;
- Rémi Pollet, Chargé d'Affaires Senior, Invest Corporate Finance.

Pour mener sa mission, Associés en Finance s'est appuyé sur ses propres méthodes et bases de données propriétaires (modèle Trival®), sur des bases de données externes (Bloomberg, Capital IQ), sur des entretiens menés avec les différentes parties prenantes cités ci-dessus et sur les diverses sources d'information disponibles. Le programme de travail détaillé et les sources d'information utilisées sont également présentés ci-dessous :

■ Analyse de documents

- rapports annuels de SAFTI depuis 2013 ;
- analyse des publications des résultats trimestriels et semestriels de SAFTI ;
- analyse du plan d'affaires 2016-2019 établi par SAFTI ;
- examen des travaux d'Invest Corporate Finance, conseil de la Société et revue critique des éléments d'appréciation du prix de l'Offre élaborés par Invest Corporate Finance ;
- analyse du document de base lié à l'augmentation de capital du mois d'octobre 2014 et du transfert des actions SAFTI sur Alternext ;
- analyse de la note d'opération lors de l'augmentation de capital du mois d'octobre 2014 et du transfert des actions SAFTI sur Alternext ;
- analyse financière, comptes et stratégie de SAFTI ;
- analyse de l'environnement technologique et concurrentiel ;
- analyse des contrats types de SAFTI passés avec ses mandataires ;
- analyse du traité de fusion entre SAFTI et la société JUSTETOIT ;
- rapports du commissaire aux comptes sur les comptes annuels et consolidés 2013-2015 ;
- rapports du commissaire aux comptes liés à l'opération sur le capital du mois d'octobre 2014 ;
- analyse du rapport du commissaire aux comptes sur l'émission de BSPCE ;
- examen des transactions sur le titre sur les deux dernières années ;
- évaluation de SAFTI selon une approche multicritères ;
- analyse des transactions récentes sur les sociétés du secteur depuis 2011 ;
- examen / évaluation des éléments correctifs permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour SAFTI ;

■ Lecture des documents

- Lecture du contrat liant La Santa Maria et SAFTI ;
- Lecture du contrat liant NEWIMMO et SAFTI ;
- Lecture du contrat liant SAFTI Groupe, Sarl et SAFTI ;
- Lecture des procès-verbaux d'Assemblées Générales depuis 2013 ;
- Lecture des procès-verbaux de Conseils d'Administration depuis 2013 ;
- Lecture de l'organigramme opérationnel et juridique de SAFTI ;
- Lecture des Statuts de SAFTI ;
- Lecture des contrats de cessions d'actions ;
- Lecture du Pacte d'Actionnaires.

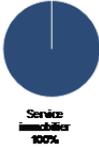
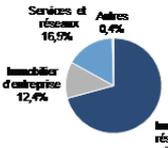
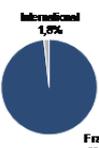
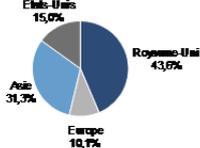
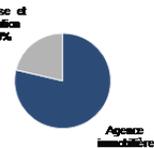
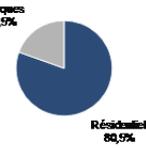
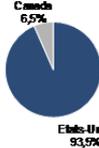
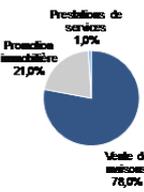
■ Utilisation des bases de données

- Utilisation des bases de données financières externes (Bloomberg, Capital IQ) ;
- Utilisation de la base de données Trival® d'Associés en Finance.

- Entretiens avec les différentes personnes indiquées ci-dessus
- Rédaction du rapport d'expertise

VI.C. Annexe 3 : présentation des sociétés de l'échantillon

Tableau 20 : Présentation des sociétés comparables de l'échantillon

Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	2015R	CA 2015R par activité	CA 2015R par région
		Services immobiliers	369M€	Chiffre d'affaires 3,4M€* Marge d'EBIT (NS)		
		Promotion immobilière et services	2 385M€	Chiffre d'affaires 3 057M€ Marge d'EBIT 7,2%		
		Conseil immobilier d'entreprise	1 017M€	Chiffre d'affaires 1 284M€ Marge d'EBIT 7,1%		
		Vente immobilière, expertise, évaluation	306M€	Chiffre d'affaires 301M€ Marge d'EBIT 13,8%		
		Services immobiliers	2 129M€CAD	Chiffre d'affaires 1 264 M€CAD Marge d'EBIT 5,6%		
		Vente et construction de maisons individuelles	284M€	Chiffre d'affaires 511,5M€ Marge d'EBIT 2,4%		

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Note : * Le chiffre d'affaires du Purple Bricks correspond à celui publié au titre de l'exercice 2014.

VI.D. Annexe 4 : détail des transactions intervenues dans le secteur

GL Hearn / Capita

Le 7 juillet 2015, Capita, société britannique spécialisée dans les services financiers, a finalisé l'acquisition de GL Hearn, pour un montant de 30,0 M£, en cash, et des multiples de chiffre d'affaires de 1,0x et d'EBIT de 5,2x. GL Hearn est un cabinet britannique de conseil en immobilier. Au 31 mai 2015, la société a enregistré un EBIT de 5,8 M£ et un chiffre d'affaires de 31,2 M£.

ComFree Commonsense Network / Yellow Pages

Le 16 juin 2015, Yellow Pages, entreprise canadienne de médias numériques et de solutions marketing, a annoncé l'acquisition de ComFree/DuProprio Network (CFDP), société canadienne de courtage en immobilier, pour un montant de 50,0 MCAD payé exclusivement en cash, sur la base d'un multiple de chiffre d'affaires de 1,3x. En 2014, CFDP a enregistré un chiffre d'affaires de plus de 40,0 MCAD.

United States Appraisals / Baymark Partners et Petra Capital Partner

Le 22 mai 2015, les fonds américains Baymark Partners et Petra Capital Partners ont finalisé l'acquisition de United States Appraisals, société spécialisée dans l'évaluation de biens immobiliers aux États-Unis, pour un montant de 13,9 M\$ (auquel Petra Capital Partners a contribué à hauteur de 13,7 M\$).

Nexity / Crédit Mutuel Arkéa + Managers Nexity

L'opération a été finalisée le 27 mai 2015 et a porté sur l'acquisition par Crédit Mutuel Arkéa de 3,0% du capital de Nexity, dans le cadre de la cession réalisée par le groupe BPCE de 10,7% du capital du groupe immobilier, pour un montant de 96,2 M€, et des multiples de chiffre d'affaires de 0,7x et d'EBIT de 9,6x. Cette opération a permis au Crédit Mutuel Arkéa de bâtir un partenariat avec un acteur de référence de l'immobilier, secteur sur lequel le groupe était déjà présent au travers de plusieurs de ses filiales.

zipRealty / Realogy

Le 15 juillet 2014, Realogy, groupe américain spécialisé dans la franchise immobilière et le courtage immobilier, a entériné l'acquisition de zipRealty, entreprise américaine de courtage en ligne en immobilier, pour un montant de 170 M\$, payé exclusivement en cash, et sur la base d'un multiple de chiffre d'affaires de 2,3x.

Studley / Savills

Le 1er mai 2014, Savills, société britannique spécialisée dans le conseil et les services immobiliers, a annoncé l'acquisition de Studley, entreprise américaine de courtage et location de bureaux, pour un montant de 260,0 M\$, et des multiples de chiffre d'affaires de 1,1x et d'EBITDA de 14,3x. La transaction a permis à Savills d'étendre son réseau sur le marché immobilier mondial, tandis que Studley bénéficie de la présence de Savills en Asie. Studley a enregistré, pour l'année 2013, un chiffre d'affaires de 233,0 M\$ et un EBT de 6,0 M\$.

Oralia / Nexity

Le 4 janvier 2014, Nexity, société immobilière française spécialisée dans les services immobilière, a annoncé avoir procédé à l'acquisition d'Oralia, groupe français spécialisé dans la gestion, la location et la vente de biens immobiliers, pour un montant de 156,0 M€ et sur la base d'un multiple de chiffre d'affaires de 2,6x. En 2013, Oralia a réalisé un chiffre d'affaires de 60,0 M€.

Tasaciones Madrid / Tinsa Tasaciones Inmobiliarias

Le 24 janvier 2012, Tinsa Tasaciones Inmobiliarias, société espagnole spécialisée dans les services immobiliers, a finalisé l'acquisition de Tasaciones Madrid, entreprise espagnole spécialisée dans l'analyse et l'évaluation immobilière, pour un montant de 10,8 M€ et sur la base d'un multiple de chiffre d'affaires de 1,5x. En 2011, Tasaciones Madrid a réalisé un chiffre d'affaires de 7,2 M€.

Marsh&Parsons / LSL Property Services

Le 4 novembre 2011, LSL Property Services, société britannique spécialisée en services immobiliers, a finalisé l'acquisition des agences immobilières Marsh&Parsons, pour un montant de 55,8 M£, répartis en cash (45,4 M£), actions (0,3 M£) et dette (10,1 M£), et des multiples de chiffre d'affaires de 2,2x et d'EBIT de 8,0x. Cette transaction a permis à LSL Property Services d'augmenter son exposition au marché immobilier du centre-ville londonien. En 2010, les agences Marsh&Parsons ont réalisé un chiffre d'affaires de 23,3 M£ pour un EBT de 6,3 M£.

Foncia / Bridgepoint, Eurazeo et BPCE

Le 12 mai 2011, le groupe BPCE, accompagné des fonds d'investissement Bridgepoint Capital et Eurazéo, a acquis 98,1% du capital de Foncia, réseau d'agences immobilières et d'administration de biens en France, avec des multiples de chiffre d'affaires de 1,8x et d'EBITDA de 12,3x. La transaction s'est élevée à 1 170,0 M€ : Bridgepoint Capital et Eurazéo ont investi chacun 240 M€ en fonds propres, la BPCE a contribué à hauteur de 200,0 M€ et le reste a été financé par de la dette. En 2010, Foncia a réalisé un chiffre d'affaires de 575,0 M€.

Seloger.com / Axel Springer

Le 9 septembre 2010, Axel Springer, groupe de presse allemand, via sa filiale AS Online Beteiligungs, déjà actionnaire de Seloger.com, groupe français spécialisé dans la diffusion d'annonces immobilières, a annoncé l'acquisition de 87,6% des actions restantes, pour un montant de 560,0 M€, et des multiples de chiffre d'affaires de 8,1x et d'EBIT de 19,2x. En 2009, Seloger.com a enregistré un chiffre d'affaires de 73,1 M€ et un EBIT de 32,8 M€.

VI.E. Annexe 5 : Présentation détaillé du modèle Trival®

Le modèle d'évaluation Trival® d'Associés en Finance permet de mesurer l'évolution des paramètres d'évaluation des marchés financiers (primes de risque et d'illiquidité, primes de marché, taux d'intérêt, spread emprunteurs). Trival® représente un prolongement du précédent modèle de la Droite de Marché, utilisé de 1977 à 2001.

VI.E.1. Trival® : modèle de coût des fonds propres

La valorisation d'une entreprise sur le marché financier est la résultante de deux facteurs :

- des prévisions de flux ou cash-flows libres à moyen et long terme, qui sont dépendants des niveaux de marge, de croissance, d'intensité capitalistique de l'activité concernée et de structure financière cible ;
- d'un taux de rentabilité exigé par l'investisseur, lui-même fonction du niveau de risque anticipé de l'entité économique évaluée et de la liquidité de ses titres en bourse.

Trival® est un modèle d'équilibre des actifs financiers. Les gérants institutionnels l'utilisent pour les aider à la fois dans l'allocation de portefeuille par grandes classes d'actifs (obligations, actions, titres risqués ou peu risqués, titres liquides ou peu liquides, etc.), et dans la sélection de titres individuels. Il est également utilisé par les différents évaluateurs dans le cadre d'opérations de marché ou de rapprochement d'entreprises. La particularité de Trival® est de prendre en compte explicitement la liquidité à côté des deux paramètres « classiques » que sont la rentabilité et le risque anticipés. Il constitue une référence en matière de rentabilité attendue sur le marché actions, et corrélativement de primes de marché.

L'univers Trival®

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon plus de 500 sociétés : environ 360 sociétés de la zone Euro et environ 150 sociétés hors zone euro (principalement des grandes sociétés nord-américaines ou européennes hors zone euro) de taille très différente, avec des flottants s'étageant de 35 millions € pour le plus faible à près de 500 milliards € pour le plus élevé.

Les paramètres de marché sont calculés à partir du sous-échantillon des valeurs de la zone Euro et mis à jour quotidiennement.

Le taux de rentabilité anticipé : l'actualisation des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires

La rentabilité anticipée est basée sur le calcul des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires, à partir de plans de développement élaborés par le bureau d'analyse financière d'Associés en Finance. Cette méthode, utilisée par l'ensemble des évaluateurs, permet d'englober dans la répartition des flux tant les dividendes que les rachats d'actions. Ces excédents de trésorerie sont déterminés par simulation des bilans compte tenu des besoins d'investissement et d'une structure financière normative. Celle-ci est liée à la volatilité de la valeur des actifs financés qui conditionne la plus ou moins grande confiance des prêteurs. Le coût de la dette est composé d'un taux pivot affecté d'un écart de taux conforme à la notation de l'entreprise et du spread constaté sur le marché pour celle-ci.

Le modèle de simulation comporte trois périodes. La première vise à passer de la structure actuelle d'endettement à la structure cible, compte tenu de la capacité de croissance interne et externe de l'activité démontrée par la société considérée. La seconde fait converger les variables de rentabilité du groupe considéré vers celles de la moyenne de son secteur d'activité. La troisième période fait converger l'ensemble des secteurs de manière à observer une disparition de la rente économique et d'achever la simulation en calant la valeur finale sur la valeur comptable des fonds propres résiduels.

Le modèle prend en compte plus d'une vingtaine de variables par société. Son objectif est avant tout de faire ressortir les écarts sous-jacents de croissance d'activité, de rentabilité et d'utilisation des capitaux permanents entre les sociétés qui sont directement concurrentes, clientes, etc.

Les flux disponibles pour l'investisseur sont calculés après paiement de l'impôt sur les sociétés, des frais financiers et des flux de la dette, remboursements ou nouveaux emprunts. Le taux de rentabilité

anticipé ressortant de ce calcul est donc un taux de rentabilité attendu sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôt sur les sociétés, mais avant imposition de l'actionnaire.

De l'actif économique à l'actif financier coté

Les simulations microéconomiques sur un portefeuille d'actifs industriels ne correspondent pas toujours à la réalité financière et juridique de l'actif financier coté. Un premier ajustement passe par la prise en compte des intérêts minoritaires, des participations qui ne sont pas consolidées par intégration globale, et des plus et moins-values latentes sur actifs financiers. Un second ajustement passe par la prise en compte au niveau de la « part du groupe » des différents titres (actions ordinaires, actions préférentielles) et l'adoption d'un nombre d'actions normalisé.

Le taux de rentabilité anticipé est le taux d'actualisation qui rend la somme de la valeur actuelle des flux prévus et des ajustements liés aux comptes consolidés évoqués dans le paragraphe précédent égale à la capitalisation boursière. C'est donc un taux de rentabilité attendue sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôts sur les sociétés mais avant imposition de l'actionnaire.

Le risque anticipé

Une des particularités des modèles développés par Associés en Finance est de se référer non pas à un coefficient bêta calculé ex-post à partir des cours de bourse mais à un risque anticipé. Les premiers présentent en effet l'inconvénient de coefficients de corrélation peu convaincants entraînant leur instabilité et leur faible significativité.

Le risque anticipé résulte de la combinaison d'un risque de prévision, d'un risque financier et d'un risque sectoriel.

Le risque de prévision correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le risque de prévision est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices, qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre une note qualitative propre au bureau d'analyse financière d'Associés en Finance représentant la synthèse de douze critères d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats. Le risque de prévision s'étage sur une échelle de 1 à 9, pour une note médiane de 5.

Le risque financier s'apparente aux notations des agences de rating financier. Le risque financier, qui s'étage sur une échelle croissante entre 1 et 5 (3 étant la note médiane), mesure la solidité de la structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement. Il tient compte, sur la base des flux prévisionnels élaborés par Associés en Finance, de la structure financière de la société (dettes sur valeur d'entreprise), de la taille et la volatilité des actifs, de la couverture des charges financières par l'exploitation et du nombre d'années de *cash flows* que représente la dette.

Le risque sectoriel correspond au bêta boursier de l'indice sectoriel auquel appartient la société analysée.

La liquidité

Elle est évaluée dans le modèle par la liquidité structurelle, à savoir le flottant, comme c'est désormais le cas dans la pondération des grands indices boursiers, et par la liquidité conjoncturelle. Le coefficient affecté à la liquidité est normé à un.

La liquidité structurelle s'exprime par le rapport de l'inverse du logarithme du flottant d'un groupe coté à la moyenne des inverses des logarithmes du flottant de chacune des sociétés de l'échantillon.

La liquidité conjoncturelle est appréhendée par l'inverse du logarithme du montant de capitaux négociables pour une variation de 1 % du cours.

Les sociétés sont rangées par ordre de liquidité décroissante –ou illiquidité croissante– afin d'obtenir une pente positive comme dans le cas de la prime de risque. Les valeurs très liquides ont un coefficient d'illiquidité inférieur à 1, les valeurs peu liquides ayant un coefficient d'illiquidité supérieur à 1.

L'ajout dans Trival® du facteur liquidité dans la valorisation des actifs financiers apporte une réelle contribution. On constate en effet en général une indépendance entre le risque et la liquidité, c'est à dire que par sous-échantillon de liquidité le risque est invariant, et que par sous-échantillon de risque, la liquidité est également invariante.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque relatif et d'illiquidité relative, permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût des fonds propres.

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque, la prime d'illiquidité, et un résidu. La prise en compte de la liquidité permet de mieux expliquer les valorisations, puisque le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est en général supérieur à 65 % (75 % actuellement).

VI.E.2. Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital

A partir des données calculées précédemment pour chacune des sociétés suivies et pour l'ensemble du marché actions, il est possible de calculer le coût moyen pondéré du capital (Wacc).

L'approche traditionnelle en la matière consiste à calculer le coût moyen pondéré du capital en fonction des proportions respectives du capital et de la dette par rapport au total de capitaux employés en valeur de marché (valeur d'entreprise = capitalisation boursière ajustée + dettes). Les résultats de cette méthode sont assez sensibles à la pondération respective accordée au financement par dette et au financement par capitaux propres.

Pour cette raison, Associés en Finance a développé une méthode directe d'estimation du coût moyen du capital : à partir des flux prévus pour chaque société déterminés selon la méthode décrite ci-dessus, il est possible de calculer directement le Wacc.

En pratique, à partir des projections de flux dans Trival®, on régresse :

- Les taux actuariels obtenus en comparant les cash-flows (avant prise en compte des frais financiers et après impôt) à la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée et dettes) ;
- Les deux attributs que sont le risque opérationnel (à risque financier moyen) et la taille des actifs mis en œuvre. Le risque opérationnel est calculé selon la méthodologie exposée dans le paragraphe 1, à la différence près que la note de risque financier est bloquée à la note médiane 3 (le calcul est neutre dans un premier temps vis-à-vis de la structure financière : il s'agit de déterminer une valeur d'entreprise théorique avant prise en compte de la structure financière) et que les risques obtenus sont normés sur une moyenne de 1,0. La taille des actifs mis en œuvre est calculée à partir de la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée majorée des dettes).

L'ensemble des calculs du plan Wacc est effectué hors valeurs bancaires.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque opérationnel et de taille des actifs, directement dérivés des éléments utilisés pour la détermination du coût des fonds propres (paragraphe 1), permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût moyen pondéré des capitaux (Wacc).

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque opérationnel, la prime de taille et l'ordonnée du plan. Le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est actuellement de 70%.

6 INFORMATION RELATIVE A LA SOCIETE

6.1 Structure du capital

A la connaissance de la Société, le capital de la Société était réparti à la date de dépôt du projet d'Offre, ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 1.1.2 ci-dessus.

La Société a mis en place un plan de BSPCE en Septembre 2015. Les BSPCE peuvent être exercés entre le 1^{er} septembre 2017 et le 31 août 2025, à la seule condition d'être présent dans l'entreprise au moment de l'exercice.

6.2 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a eu connaissance en vertu des articles L. 233-7 du Code de commerce

La dernière déclaration de franchissement de seuil effectuée, conformément aux dispositions des articles 223-15-1 du règlement général de l'AMF, L.233-7 du code de commerce et 3.5 des statuts de la Société, dont la Société a été informée est le suivant :

- Par courrier reçu le 7 juin 2016, le Concert a déclaré avoir franchi à la hausse, le 6 juin 2016, le seuil de 95% du capital de la Société et détenir, à cette date, 1.085.120 actions de la Société représentant 95,19% du capital et 1.986.616 droits de vote, soit 97,31% des droits de vote.

6.3 Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions

6.3.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions

Les statuts de SAFTI Groupe ne prévoient aucune restriction à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions, sous réserve des dispositions relatives aux franchissements de seuil.

6.3.2 Accords entre actionnaires portés à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

Néant.

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

Néant, sous réserve des droits de vote double prévus par les statuts de SAFTI GROUPE.

6.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

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

Hormis les accords décrits supra, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires en vigueur ce jour, pouvant entraîner des restrictions de transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

6.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs

La Société est administrée par un conseil d'administration de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus. Les administrateurs sont nommés pour une durée de six années. Leur mandat prend fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année en cours de laquelle expire le mandat de l'administrateur intéressé.

Ils sont indéfiniment rééligibles, sous réserve des dispositions légales relatives à leur âge.

6.7.2 Règles applicables aux modifications des statuts

L'assemblée générale extraordinaires peut seule modifier les statuts dans toutes leurs dispositions : elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires, sauf dans le cas des opérations résultant des regroupements d'actions régulièrement effectuées.

Elle statue à la majorité des deux tiers des voix des actionnaires présents, représentés ou votant par correspondance.

6.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier relativement à l'émission ou au rachat d'actions

Le conseil d'administration détermine les orientations de la Société et veille à leur mise en œuvre.

Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du conseil d'administration qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte en cause dépassait cet objet ou qu'il ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances, étant précisé que la seule publication des statuts ne peut suffire à constituer cette preuve. Le conseil d'administration peut donner à tout mandataire de son choix toute délégation de pouvoirs dans la limite des pouvoirs qu'il tient de la loi et des présents statuts.

6.9 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts

La Société étant déjà contrôlée par le Concert avant le lancement de l'Offre, l'Offre n'entraînera pas un changement de contrôle de la Société.

En tout état de cause, à la connaissance de la Société, l'Offre n'entraînera pas de modification d'accords conclus par la Société pouvant porter gravement atteinte à ses intérêts.

6.10 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Néant.

7 AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SAFTI GROUPE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers, les membres du conseil d'administration se sont réunis le 9 juin 2016 afin, notamment, d'examiner le projet d'Offre suivie du Retrait Obligatoire initié par LA SANTA MARIA et visant les actions de la Société non-détenues par le Concert, et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et sur les conséquences de l'Offre suivie du Retrait Obligatoire pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. Tous les membres du conseil d'administration étaient présents ou représentés, ainsi que, notamment, Madame Catherine Meyer, représentant le cabinet Associés en Finance. Le conseil d'administration a décidé à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, d'émettre un avis favorable à l'Offre suivie du Retrait Obligatoire et de recommander à ses actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre.

Les documents suivants ont été portés à la connaissance du conseil d'administration :

- Le projet de note d'information conjointe devant être déposé auprès de l'Autorité des Marchés Financiers et présentant notamment les caractéristiques, termes et conditions du projet d'Offre suivie du Retrait Obligatoire et la présentation des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre (et du Retrait Obligatoire) préparée par Invest Securities, banque présentatrice ;
- Le rapport du cabinet Associés en Finance désigné par la Société en qualité d'expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1 I et II du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers aux fins d'établir une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre suivie du Retrait Obligatoire ;
- Le projet de document « Autres Informations » de la Société.

Sur cette base, le conseil d'administration de la Société a rendu l'avis motivé suivant :

« Après avoir pris connaissance de l'ensemble de ces documents, le conseil d'administration de la Société :

- prend acte des motifs et intentions de la Santa Maria figurant dans le projet de note d'information conjointe, notamment en matière de stratégie de la Société et d'orientation en matière d'emploi;
- constate que, compte tenu du faible flottant, de la liquidité réduite de l'action ainsi que des coûts récurrents induits par la cotation, la cotation des actions de la Société sur le marché Alternext n'est plus justifiée ;
- constate que l'offre publique de retrait initiée par la Santa Maria représente pour l'ensemble des actionnaires minoritaires de la Société une opportunité de bénéficier d'une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation dans des conditions financières jugées équitables par l'expert indépendant ;
- constate que l'expert indépendant conclut dans son rapport au caractère équitable du prix offert aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire fixé à 13 euro par action de la Société.

En conséquence, le conseil d'administration de la Société, après en avoir délibéré, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés et sans qu'aucune opinion divergente n'ait été exprimée :

- considère que le projet d'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire est conforme aux intérêts de la Société ainsi qu'à ceux de ses actionnaires et de ses salariés ; que ce projet permettra la poursuite de l'activité du groupe selon un fonctionnement plus simple et plus direct, en évitant les frais inhérents à la cotation et au statut de société cotée, et ce dans le cadre d'une opération assurant aux actionnaires minoritaires, moyennant un prix jugé équitable par l'expert indépendant, une liquidité immédiate de leur participation ;
- approuve le projet d'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire, ainsi que les termes du projet de note d'information conjointe, du projet de document « autres informations » de la Société et du projet de communiqué conjoint annonçant le dépôt de l'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire ;
- émet un avis favorable sur l'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire et recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions de la Société à l'offre publique de retrait, étant précisé que leurs actions seront en toute hypothèse transférées à la Santa Maria dans le cadre du retrait obligatoire, moyennant une indemnisation identique au prix de l'offre publique de retrait, soit 13 euros par action de la Société, nette de tout frais ;
- prend acte de ce que les membres du conseil d'administration détenant des actions de la Société n'apporteront pas leurs titres à l'offre publique de retrait, vu leur participation au concert formé avec la Santa Maria à l'exception d'Hélène MARTIN PACHECO qui ne faisant pas partie du concert apportera ses 2 actions à l'offre
- prend acte de ce que les actions de la Société seront radiées du marché Alternext d'Euronext Paris dès la mise en œuvre du retrait obligatoire ;
- donne tous pouvoirs au président directeur général de la Société à l'effet de signer toutes attestations requises de la Société dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire ;
- autorise le président directeur général de la Société à faire procéder à la radiation de la cotation des actions de la Société sur le marché Alternext d'Euronext Paris, et plus généralement à effectuer toutes formalités requises dans le cadre de l'offre publique de

retrait suivie du retrait obligatoire, notamment souscrire tous engagements, obtenir toutes autorisations, passer tous actes, faire toutes déclarations et demandes, publier ou diffuser tout communiqué de presse (y compris le communiqué conjoint de dépôt de l'offre publique), accomplir toutes formalités ou démarches, rédiger et signer tous documents utiles à l'exécution et la réalisation de l'offre publique de retrait et du retrait obligatoire. »

8 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE

8.1 Pour l'initiateur LA SANTA MARIA

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

LA SANTA MARIA,

Représenté par Monsieur Gabriel MARTIN PACHECO

8.2 Pour la société visée SAFTI GROUPE

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

SAFTI GROUPE,

Représentée par Monsieur Gabriel MARTIN-PACHECO

8.3 Etablissement présentateur

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, INVEST SECURITIES, 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 l'Initiateur, 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. »

INVEST SECURITIES

Représenté par Marc-Antoine GUILLEN