

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

**PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
VISANT LES ACTIONS DE SOCIETE MARSEILLAISE DU TUNNEL PRADO CARENAGE**



INITIEE PAR VINCI Concessions et Eiffage

Projet de note en réponse établi par la Société Marseillaise du Tunnel Prado Carénage



Le présent projet de note en réponse a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 7 janvier 2022, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du Règlement général de l'AMF.

**LE PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE ET LE PRÉSENT PROJET DE NOTE EN REPONSE
RESTENT SOUMIS À L'EXAMEN DE L'AMF**

Avis important

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1, I, 1° et suivants du Règlement général de l'AMF, le rapport du Cabinet BM&A, représenté par M. Pierre Béal, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Société Marseillaise du Tunnel Prado Carénage (www.tunnelsprado.com) et des exemplaires peuvent être obtenus sans frais auprès de Société Marseillaise du Tunnel Prado Carénage (3, avenue Arthur Scott - 13010 MARSEILLE).

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Société Marseillaise du Tunnel Prado Carénage seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée. Ce document sera également mis à la disposition du public selon les mêmes modalités.

Table des matières

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	3
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	11
3.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE AUTRES QUE LES INITIATEURS ET LEURS AFFILIES	21
4.	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTODETENUES	21
5.	INFORMATIONS ET AVIS SUR L'OFFRE DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE LA SOCIETE	21
6.	ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	22
7.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	24
8.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	25
9.	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	25
10.	ANNEXE 1 : RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	26

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1, 2°, 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, la société VINCI Concessions, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 1973 Boulevard de la Défense – 92000 Nanterre, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 410 001 952, filiale à 100% de VINCI S.A. (« VINCI Concessions ») et la société EIFFAGE, société anonyme dont le siège social est situé 3/7, place de l'Europe – 78140 Vélizy-Villacoublay, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Versailles sous le numéro 709 802 094 (« Eiffage ») (ensemble avec VINCI Concessions, les « Initiateurs », chacun un « Initiateur »), agissant de concert, en vertu des Accords (tel que défini ci-après), vis-à-vis de la Société, au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce, avec VINCI S.A.¹, AUTOROUTES DU SUD DE LA FRANCE², SEMANA³ et SOCIETE NOUVELLE DE L'EST DE LYON⁴ (ces entités sont désignées ensemble avec VINCI Concessions, les « Entités VINCI Concessions »), EIFFAGE INFRASTRUCTURES⁵ et EIFFAGE GENIE CIVIL⁶ (ces entités sont désignées ensemble avec Eiffage, les « Entités Eiffage », et avec les Entités VINCI Concessions, le « Concert »), proposent de manière irrévocable aux actionnaires de SOCIETE MARSEILLAISE DU TUNNEL PRADO-CARENAGE, société anonyme à conseil d'administration au capital de 17.804.375 euros, dont le siège social est situé 3 avenue Arthur Scott 13010 Marseille, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Marseille sous le numéro 334 173 879 (« SMTPC » ou la « Société »), d'acquérir l'intégralité des actions de la Société (les « Actions ») non détenues par les membres du Concert, au prix de 27,00 euros par Action (le « Prix de l'Offre ») payable exclusivement en numéraire, dans les conditions décrites ci-après (l'« Offre »).

Les Actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0004016699 (mnémonique SMTPC).

L'Offre fait suite à la signature le 8 décembre 2021 d'un accord d'offre publique (l'« Accord ») et d'un pacte d'actionnaires concertant relatif à la Société (le « Pacte d'Actionnaires » et ensemble avec l'Accord, les « Accords ») entre notamment VINCI Concessions et Eiffage aux termes desquels les Entités VINCI Concessions et les Entités Eiffage prennent le contrôle de concert de la Société et les Initiateurs s'engagent conjointement à déposer l'Offre. En conséquence, le Concert a franchi à la hausse les seuils de capital et des droits de vote de la Société visés aux articles 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF. Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 14 décembre 2021 (D&I n°221C3466).

A la date du présent projet de note en réponse (le « Projet de Note en Réponse »), les membres du Concert détiennent ensemble un total de 3.872.202 Actions représentant autant de droits de vote, soit 66,33 % du capital et des droits de vote⁷ de la Société.

L'Offre vise la totalité des Actions non encore détenues par le Concert, soit à la date du Projet de Note en Réponse un nombre total maximum de 1.965.298 Actions représentant 33,67 % du capital et des

¹ VINCI, société anonyme (« VINCI S.A. ») au capital social de 1.495.905.940 euros dont le siège social est situé 1973, Boulevard de la Défense, 92000 Nanterre, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 552 037 806.

² AUTOROUTES DU SUD DE LA FRANCE, société anonyme au capital social de 29.343.640,56 euros dont le siège social est situé 1973 Boulevard de la Défense – 92000 Nanterre, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 572 139 996, contrôlée ultimement par VINCI S.A.

³ SEMANA, société à responsabilité limitée au capital social de 48.000 euros dont le siège social est situé 1973, Boulevard de la Défense, 92000 Nanterre, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 672 036 621, contrôlée ultimement par VINCI S.A.

⁴ SOCIÉTÉ NOUVELLE DE L'EST DE LYON, société par actions simplifiée au capital social de 2.622.000 euros dont le siège social est situé 1973, Boulevard de la Défense, 92000 Nanterre, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 309 600 054, contrôlée ultimement par VINCI S.A.

⁵ EIFFAGE INFRASTRUCTURES, société par actions simplifiée au capital social de 387.200.500 euros dont le siège social est situé 3/7, place de l'Europe – 78140 Vélizy-Villacoublay, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Versailles sous le numéro 542 094 792, contrôlée ultimement par Eiffage.

⁶ EIFFAGE GENIE CIVIL, société par actions simplifiée au capital social de 29.388.795 euros dont le siège social est situé 3/7, place de l'Europe – 78140 Vélizy-Villacoublay, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Versailles sous le numéro 352 745 749, contrôlée ultimement par Eiffage.

⁷ Sur la base d'un capital composé de 5.837.500 Actions représentant autant de droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

droits de vote de la Société. Elle revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3 du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, au résultat de la mise en Concert des Entités VINCI Concessions et des Entités Eiffage (voir section 1.2.1 du projet de note d'information déposé par les Initiateurs (le « Projet de Note d'Information »)).

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

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément à l'article 233-1, 2° du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Portzamparc, filiale du Groupe BNP Paribas (l'« Etablissement Présentateur ») a déposé auprès de l'AMF, le 15 décembre 2021, le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information. Portzamparc garantit, en application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par les Initiateurs dans le cadre de l'Offre.

1.1. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

1.1.1. Présentation des Initiateurs

Les Initiateurs sont les sociétés VINCI Concessions et Eiffage. VINCI Concessions, filiale à 100% de VINCI S.A., est un acteur international des infrastructures de transport. Eiffage est l'un des leaders européens du BTP et des concessions et exerce ses activités à travers les métiers de la construction, de l'immobilier et de l'aménagement, du génie civil, du métal et de la route, de l'énergie systèmes et des concessions.

VINCI Concessions et Eiffage sont promoteurs du Tunnel du Prado Carénage, actionnaires de la Société depuis 1989 et détiennent à la date du Projet de Note en Réponse (avec leurs affiliés respectifs membres du Concert), respectivement, 33,29 % et 33,04 % du capital et des droits de vote de la Société.

Après la publication d'un premier communiqué de presse annonçant l'existence de discussions en cours le 31 mars 2021, il a été annoncé, le 23 avril 2021, la conclusion par VINCI Concessions et Eiffage d'un protocole d'intentions prévoyant une exclusivité de négociations en vue de la conclusion d'un accord concertant pour acquérir le contrôle de concert de la Société et déposer une offre publique d'achat simplifiée visant les Actions. Ce communiqué a marqué l'ouverture d'une période de pré-offre qui a fait l'objet d'un avis de l'AMF le 26 avril 2021 (D&I n°221C0869).

1.1.2. Désignation d'un expert indépendant par la Société

Connaissance prise de cette annonce, le 11 juin 2021, le conseil d'administration de la Société a décidé de constituer en son sein un comité, dénommé comité d'offre, avec pour mission, le moment venu, de proposer la désignation d'un expert indépendant, de superviser les travaux de cet expert et de préparer un projet de l'avis motivé du conseil d'administration sur le projet des Initiateurs. Le comité d'offre est constitué de M. Pierre Rimattei, président du conseil d'administration, ainsi que de Mmes Isabelle Salaün et Françoise Vial-Brocco, administratrices indépendantes.

Réuni le 1^{er} juillet 2021, sur proposition du comité d'offre, le conseil d'administration a désigné le cabinet BM&A, représenté par M. Pierre Béal, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur le caractère équitable des conditions financières proposées par les Initiateurs aux actionnaires de la Société, sous réserve de la non-opposition de l'AMF, conformément à l'article

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

261-1-1, I du Règlement général de l'AMF. Le Président de l'AMF, sur délégation du Collège, ne s'étant pas opposé à cette désignation, celle-ci a pris effet le 8 juillet 2021.

1.1.3. Conclusion d'une action de concert entre les Initiateurs et motifs de l'Offre

Les Accords par lesquels les Initiateurs (et les autres membres du Concert) agissent désormais de concert vis-à-vis de la Société, au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce, et s'engagent à proposer d'acquérir le solde du capital de la Société dans le cadre de l'Offre ont été conclus le 8 décembre 2021.

Aux termes des Accords, les Initiateurs et les autres membres du Concert agissent de concert vis-à-vis de la Société, au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce, depuis le 8 décembre 2021. La signature de l'Accord et du Pacte d'Actionnaires a été portée à la connaissance du public le 8 décembre 2021, par la diffusion d'un communiqué de presse (voir la section 1.1.4 ci-après pour plus de détails sur les stipulations de l'Accord et du Pacte d'Actionnaires).

Les Initiateurs et les autres membres du Concert ont décidé de prendre le contrôle de la Société de concert afin de créer un actionnariat de contrôle conjoint de la Société permettant notamment de (i) déterminer conjointement les décisions la concernant selon les modalités du Pacte d'Actionnaires et (ii) alléger les coûts de gestion et de fonctionnement de la Société ainsi que les contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des Actions sur le marché réglementé d'Euronext Paris, par la mise en œuvre d'un transfert de la cotation des Actions du marché réglementé d'Euronext Paris vers le système multilatéral de négociation Euronext Growth Paris. Euronext Growth Paris est un système multilatéral de négociation plus approprié à la taille de la Société et offrant corrélativement un cadre réglementaire mieux adapté.

Les Initiateurs ont notifié auprès de l'AMF et de la Société, conformément aux dispositions de l'article L. 233-11 du Code de commerce, les stipulations du Pacte d'Actionnaires prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions. Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 14 décembre 2021 (D&I n°221C3466).

L'Offre s'inscrit dans le cadre de l'obligation faite aux Initiateurs, au résultat de la mise en Concert, en application des articles 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, de déposer une offre publique d'achat visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de la Société, non encore détenus par ces derniers et les autres membres du Concert à l'issue de la mise en Concert et permet aux Initiateurs de renforcer leur participation dans la Société.

Dans ce contexte, le 15 décembre 2021, l'Etablissement Présentateur a déposé, pour le compte des Initiateurs, le Projet de Note d'Information, conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

1.1.4. Accords

A l'exception de l'Accord et du Pacte d'Actionnaires conclus le 8 décembre 2021, il n'existe pas, à la connaissance de la Société, d'accords relatifs à l'Offre susceptibles d'avoir une influence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

1.1.4.1. Accord

Le 8 décembre 2021, les Initiateurs ont conclu l'Accord, par lequel ils s'engagent à conclure le Pacte d'Actionnaires et à déposer l'Offre.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

(a) Lancement de l'Offre

L'Accord prévoit notamment :

- l'obligation de procéder aux déclarations de franchissement de seuils et d'intentions, en conséquence de la mise en Concert, ainsi qu'à la déclaration au titre de l'article L. 233-11 du Code de commerce ;
- le dépôt de l'Offre par les Initiateurs auprès de l'AMF ;
- des engagements de prendre les mesures nécessaires et de coopérer en vue de la mise en œuvre de l'Offre, conformément aux termes de l'Accord ;
- un engagement de prendre conjointement toutes les décisions relatives à l'Offre de sorte qu'aucune de ces décisions ne puisse être prise sans l'accord préalable de l'autre Initiateur ;
- un engagement d'indemnisation par l'une des parties de l'autre partie en cas de non-respect de ses obligations au titre de l'Accord ;
- un engagement de coopération des Initiateurs dans le cadre de l'Offre.

(b) Financement de l'Offre

Chacun des Initiateurs financera sur ses fonds propres (i) l'acquisition des Actions lui revenant, à savoir sur la base du Prix de l'Offre, un montant maximum de 26.334.855 euros pour VINCI Concessions et de 26.925.345 euros pour Eiffage et (ii) sa portion des frais liés à l'Offre.

(c) Retrait obligatoire

Au titre des Accords, les Initiateurs sont convenus que les membres du Concert ne solliciteront pas auprès de l'AMF, à l'issue de l'Offre, une procédure de retrait obligatoire visant les Actions qu'ils ne détiendraient pas, en application de l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Conformément aux Accords, les Initiateurs (ensemble avec les autres membres du Concert) n'ont pas l'intention dans les douze (12) mois suivant la décision de conformité de l'Offre, de déposer un projet d'offre publique sur les Actions, suivi, le cas échéant, d'un retrait obligatoire visant les Actions qu'ils ne détiendraient pas.

1.1.4.2. Principaux termes du Pacte d'Actionnaires relatifs à la gouvernance de la Société

Les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général de la Société demeureront dissociées.

(a) Composition du conseil d'administration de la Société tant que les Actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris

La composition du conseil d'administration de la Société demeurera inchangée et comprendra trois (3) membres du groupe VINCI, trois (3) membres du groupe Eiffage, deux (2) administrateurs indépendants et un (1) administrateur qui a les fonctions de président du conseil d'administration, tant que les Actions seront admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris.

(b) Composition du conseil d'administration de la Société si les Actions sont transférées sur le système multilatéral de négociation Euronext Growth Paris

Comme indiqué ci-dessus, les membres du Concert ont l'intention de demander le transfert des Actions du marché réglementé d'Euronext Paris vers le système multilatéral de négociation Euronext

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Growth Paris dans les meilleurs délais à l'issue de l'Offre. Ils prendront toutes mesures à cet effet et notamment voteront en faveur de la résolution qui sera soumise à cet effet lors de l'assemblée générale des actionnaires de la Société.

En cas de transfert des Actions vers le système multilatéral de négociation Euronext Growth Paris la Société ne se référerait plus à un code de gouvernement d'entreprise et le conseil d'administration de la Société serait composé au maximum de dix (10) membres. Il comprendrait un nombre d'administrateurs désignés sur proposition des parties au Pacte d'Actionnaires, proportionnel à leurs participations en capital et en droits de vote de la Société : un (1) membre pour toute partie et ses affiliés détenant ensemble entre 10 % (exclu) et 20 % (inclus) du capital et des droits de vote de la Société, deux (2) membres pour toute partie et ses affiliés détenant ensemble entre 20 % (exclu) et 30 % (inclus) du capital et des droits de vote de la Société, trois (3) membres pour toute partie et ses affiliés détenant ensemble entre 30 % (exclu) et 40 % (inclus) du capital et des droits de vote de la Société et quatre (4) membres pour toute partie et ses affiliés détenant ensemble plus de 40 % du capital et des droits de vote de la Société. Les parties proposeraient également conjointement la nomination d'un membre indépendant comme membre du conseil d'administration de la Société.

Le président du conseil d'administration de la Société serait désigné parmi les administrateurs visés ci-dessus et nommé sur la base d'une proposition conjointe de VINCI Concessions et Eiffage. Si elles ne parviennent pas à un accord, elles pourront proposer conjointement la désignation d'un administrateur additionnel qui assurera les fonctions de président du conseil d'administration de la Société, étant entendu qu'il s'agira d'une personnalité reconnue dans le secteur d'activité de la Société.

(c) Directeur général de la Société et directeur financier

En cas de cessation des fonctions du directeur général de la Société, son successeur sera désigné par le conseil d'administration de la Société parmi le ou les candidat(s) proposé(s) par VINCI Concessions et ses affiliés, tant qu'ils détiendront une quote-part du capital social de la Société égale ou supérieure à celle détenue par le deuxième plus important actionnaire de la Société.

En cas de cessation des fonctions du directeur financier de la Société, son successeur sera désigné par le conseil d'administration de la Société parmi le ou les candidat(s) proposé(s) par Eiffage et ses affiliés, tant qu'ils détiendront une quote-part du capital social de la Société égale ou supérieure à celle détenue par le deuxième plus important actionnaire de la Société.

(d) Décisions du conseil d'administration de la Société et en assemblée générale

Le Pacte d'Actionnaires prévoit un engagement de concertation, dans la mesure permise par la loi et les règlements, entre les parties concernées préalablement aux réunions de l'assemblée générale des actionnaires de la Société ou du conseil d'administration de la Société en vue d'aboutir dans toute la mesure du possible à une position commune sur les décisions proposées.

Les parties au Pacte d'Actionnaires sont convenues que certaines décisions importantes (notamment, distributions de dividendes ou réserves, adoption et modification au-delà d'un certain seuil du budget et du plan d'affaires, résiliation ou amendement de contrats importants, nouvel endettement ou opérations au-delà d'un certain seuil, émissions de valeurs mobilières, modification des statuts, modification significative de l'activité, opérations de dissolution, fusion ou scission, initiation ou résolution d'un litige supérieur à un certain seuil, approbation des conventions réglementées et conventions liées, modification du règlement intérieur, constitution, modification ou suppression des comités), devront être soumises au conseil d'administration avant de pouvoir être mises en œuvre. Elles sont également convenues de s'octroyer, dans le cadre du processus de concertation préalable,

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

un droit de véto sur ces décisions importantes et de s'engager à voter de sorte qu'il soit donné effet à ce droit de véto. Un tel droit de véto est octroyé (i) à VINCI Concessions d'une part et à Eiffage d'autre part, tant que les Actions seront admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris, puis (ii) à compter du transfert de la cotation des Actions sur Euronext Growth Paris, à toutes parties qui seraient défavorables à une décision importante et qui ont proposé la nomination d'un nombre d'administrateurs (en proportion de leur participation dans le capital de la Société comme il est indiqué ci-dessus) représentant plus du tiers des administrateurs de la Société. Les cas de blocage feront l'objet d'un processus de résolution au sein des parties, puis, le cas échéant, d'une procédure de médiation.

1.1.4.3. Principaux termes du Pacte d'Actionnaires relatifs aux transferts de titres

(a) Restrictions générales⁸

Aux termes du Pacte d'Actionnaires, les parties s'interdisent de transférer tous titres de la Société dans le cas où ce transfert (i) entraînerait notamment une violation du Pacte d'Actionnaires, des termes de tout accord de financement auquel la Société est partie ou de toutes obligations légales ou réglementaires auxquelles cet actionnaire ou la Société est tenue (ii) entraînerait pour la Société ou pour les autres Parties des engagements ou obligations additionnels afin d'être en conformité avec la réglementation applicable en matière de droit de la concurrence ou (iii) serait envisagé au profit d'une personne qui est soumise à des sanctions internationales ou qui a été condamnée pour des faits de corruption, de financement du terrorisme ou blanchiment d'argent.

En cas de transfert de titres à un tiers (autre qu'un transfert à un affilié), chacune des parties et ses affiliés s'engagent à transférer seul ou conjointement avec ses affiliés un bloc de titres qui représente au moins 25 % du capital social de la Société ou, si sa participation est inférieure à 25 %, à transférer la totalité des titres de la Société que cette partie et ses affiliés détiennent.

Tout transfert (autre qu'un transfert à un affilié) devra intervenir exclusivement contre un paiement en espèces.

(b) Droit de premier refus

Si une partie au Pacte d'Actionnaires souhaite transférer tout ou partie des titres de la Société qu'elle détient à un tiers (autres qu'un affilié), les autres parties au Pacte d'Actionnaires bénéficient d'un droit de premier refus, pouvant être exercé dans un délai de quarante-cinq (45) jours ouvrés à compter de la réception d'une notification de transfert. Ce droit de premier refus permet à leurs bénéficiaires d'acquérir, le cas échéant proportionnellement à leur participation, la totalité (et pas moins de la totalité) des titres offerts par le cédant, selon les termes et conditions (notamment de prix) que le cédant aura définis. A défaut d'exercice du droit de premier refus dans les conditions visées ci-dessus, le cédant pourra céder, dans un certain délai, les titres concernés à un tiers à des conditions, notamment de prix, qui ne pourront pas être plus favorables au cessionnaire que celles proposées aux parties au Pacte d'Actionnaires (à défaut, la procédure mentionnée ci-dessus devrait être réitérée). Le droit de premier refus n'est pas applicable en cas de mise en œuvre du droit de cession forcée.

⁸ Dans l'hypothèse où le nantissement des actions de la Société détenues par les Initiateurs au profit de la CEPAC en qualité d'agent inter créancier et agent des suretés, en garantie de l'emprunt en date du 26 novembre 2019 souscrit par la Société auprès d'un *pool* bancaire serait réalisé, les stipulations du Pacte d'Actionnaires ne seront pas applicables à la réalisation dudit nantissement.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

(c) Droit de cession forcée et droit de première offre

Le Pacte d'Actionnaires prévoit un droit de cession forcée, permettant à toute partie détenant seule ou avec ses affiliés (le « Cédant ») au moins 75 % du capital de la Société et transférant l'intégralité de sa participation à un tiers de bonne foi (autre qu'un affilié), de forcer les autres parties à transférer, dans les mêmes conditions, la totalité de leurs titres de la Société audit tiers, sous réserve de la mise en œuvre préalable au profit des autres parties au Pacte d'Actionnaires d'un droit de première offre sur l'intégralité de la participation du Cédant.

Le droit de première offre permet à toute partie au Pacte d'Actionnaires de remettre une offre ferme et financée d'acquisition de la totalité (et pas moins de la totalité) de la participation détenue par le Cédant, à un prix qu'elle déterminera, payable intégralement en espèces lors de la réalisation de l'acquisition. Toute offre remplissant les conditions visées ci-dessus devra être remise dans un délai de vingt (20) jours ouvrés à compter de la réception de la notification de l'intention de mettre en œuvre un processus de cession de la totalité des titres de la Société détenus par les parties au Pacte d'Actionnaires. A défaut de remise d'une telle offre dans les délais impartis, les parties seront réputées avoir renoncé à leur droit de première offre et le Cédant pourra librement céder ses titres à un tiers et mettre en œuvre le droit de cession forcée dans un certain délai (délai au-delà duquel le processus de première offre devra être réitéré). En cas d'exercice(s) du droit de première offre, le Cédant pourra soit (i) céder la totalité de sa participation à une personne de son choix qui aura exercé son droit de première offre, soit (ii) céder la totalité de sa participation à un tiers et exercer le droit de cession forcée, pour autant que cette cession soit effectuée à un prix supérieur au prix le plus élevé notifié dans le cadre de l'exercice du droit de première offre. La cession à un tiers devra être conclue dans un délai déterminé (délai au-delà duquel le processus de première offre devra être réitéré).

(d) Obligations d'adhésion

Toute partie au Pacte d'Actionnaires qui procéderait, conformément aux stipulations dudit Pacte d'Actionnaires, à une cession à un tiers devra obtenir l'adhésion dudit tiers au Pacte d'Actionnaires, étant précisé que, sauf dans un cas de transfert à un affilié intervenant conformément aux stipulations du Pacte d'Actionnaires, les autres parties pourront refuser une telle adhésion. Dans ce cas, la cession au tiers pourra intervenir mais celui-ci ne bénéficiera pas et ne sera pas lié par les stipulations du Pacte d'Actionnaires.

(e) Offre publique obligatoire et engagement d'information

Le Pacte d'Actionnaires prévoit également que chacune des parties au Pacte d'Actionnaires s'interdit de procéder, sans l'accord des autres parties, à toute opération susceptible d'obliger l'une d'entre elles à déposer une offre publique d'acquisition sur la Société (autre que l'Offre), sauf à avoir obtenu préalablement une dérogation de l'AMF à l'obligation de déposer une telle offre publique d'acquisition, purgée de tout recours.

A compter de la publication de l'avis de résultat de l'Offre, les parties au Pacte d'Actionnaires s'engagent à se concerter avec les autres parties avant toute acquisition de titres de la Société, autrement que dans le cadre du droit de premier refus, du droit de première offre ou d'un transfert à un affilié, et à tenir informées les autres parties au Pacte d'Actionnaires de toute évolution de sa participation dans la Société.

(f) Absence de concert avec des tiers

Pendant la durée du Pacte d'Actionnaires, chacune des parties s'engage à ne pas constituer de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce avec un tiers sans l'accord préalable des autres

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

parties au Pacte d'Actionnaires, autrement que par l'effet d'un transfert à un affilié réalisé conformément aux termes du Pacte d'Actionnaires.

1.1.4.4. Durée du Pacte d'Actionnaires

Le Pacte d'Actionnaires a pris effet le 8 décembre 2021. Il expirera immédiatement et automatiquement à la première des dates suivantes : (i) le troisième anniversaire de l'expiration du contrat de concession conclu par la Société (ii) la réalisation du transfert de la totalité des titres de la Société détenues par les parties au Pacte d'Actionnaires à un tiers ou (iii) toute autre date de résiliation du Pacte d'Actionnaires prévue par accord écrit des parties.

Par dérogation, le Pacte d'Actionnaires prendra également fin par anticipation et immédiatement à l'égard de toute partie (i) qui cesserait de détenir des titres de la Société (et qui n'aurait procédé à aucun transfert à un affilié) ou (ii) qui en ferait la demande, en cas de non-respect par une autre partie des stipulations décrites ci-dessus relatives aux offres publiques obligatoires ou à l'absence de concert avec des tiers.

1.1.5. Déclarations de franchissement de seuils et d'intentions

Conformément aux articles 223-11 et suivants du règlement général de l'AMF et, aux articles L. 233-7 et suivants du code de commerce, le Concert a déclaré, par courriers en date du 10 décembre 2021 adressé à l'AMF et à la Société avoir franchi à la hausse, le 8 décembre 2021, les seuils légaux de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 1/3 et 50 % du capital et des droits de vote de la Société. Aux termes de ces mêmes courriers, le Concert a déclaré ses intentions pour les six prochains mois conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 VII du Code de commerce. Ces déclarations ont donné lieu à un avis publié par l'AMF le 14 décembre 2021 (D&I n°221C3466).

Par ailleurs, conformément à l'article L. 233-7 du Code de commerce et à l'article 7 des statuts de la Société, les membres du Concert ont déclaré à la Société qu'ils ont, à la suite de la mise en Concert vis-à-vis de la Société, franchi à la hausse, de concert le seuil de 5% du capital et des droits de vote de la Société ainsi que tous les multiples de cette fraction jusqu'à 65 % (inclus) du capital et des droits de vote de la Société.

Entre la date du dépôt de l'Offre et la date du Projet de Note en Réponse, Eiffage a déclaré avoir acquis conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF 7.302 Actions. Ces acquisitions ont fait l'objet de déclarations auprès de l'AMF (D&I AMF n°221C3508, n°221C3525 et n°221C3544).

1.2. TERMES DE L'OFFRE

1.2.1. Conditions auxquelles l'Offre est soumise

L'Offre n'est soumise à aucune condition d'obtention d'une autorisation réglementaire.

Les Initiateurs ont obtenu, le 25 octobre 2021, l'autorisation de la Commission européenne relative à la prise de contrôle de concert par les Initiateurs de la Société résultant de la mise en Concert vis-à-vis de la Société.

1.2.2. Procédure d'apport des Actions à l'Offre

Le paragraphe 2.4.2 du Projet de Note d'Information précise la procédure d'apport des Actions à l'Offre.

1.2.3. Calendrier indicatif de l'Offre

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit au paragraphe 2.4.4 du Projet de Note d'Information.

1.2.4. Restriction concernant l'Offre à l'étranger

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont décrites au paragraphe 2.4.6 du Projet de Note d'Information.

1.3. Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

Hormis les Accords, lesquels sont décrits dans la section 1.1.4 ci-dessus, la Société n'a pas connaissance d'un quelconque accord, présent ou futur, et n'est pas partie à un quelconque accord en lien avec l'Offre ou qui pourrait potentiellement avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF, les membres du conseil d'administration de la Société se sont réunis, le 6 janvier 2022, pour examiner le projet d'Offre et rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Etaient présents à cette réunion du conseil d'administration :

- Monsieur Pierre RIMATTEI, Président du conseil d'administration
- Madame Isabelle SALAÛN
- Madame Françoise VIAL BROCCO
- EIFFAGE S.A. représentée par Monsieur Philippe NOURRY
- EIFFAGE INFRASTRUCTURES représentée par Monsieur Xavier RIGO
- VINCI S.A. représentée par Monsieur Blaise RAPIOR
- VINCI CONCESSIONS représentée par Monsieur Olivier MATHIEU
- SOCIETE NOUVELLE DE L'EST DE LYON représentée par Madame Sandrine BENMUSSA

Etaient représentés :

- EIFFAGE GENIE CIVIL, représentée par EIFFAGE S.A., elle-même représentée par Monsieur Philippe NOURRY

Etaient également présents :

- Monsieur Pierre BEAL, associé du cabinet BM&A
- Monsieur Stéphane MARANDE, collaborateur du cabinet BM&A
- Monsieur Dominique MONNIER, représentant du Comité social et économique, collègue des cadres et agents de maîtrise
- Monsieur Jérôme HAVARD, directeur général de la Société
- Monsieur Marc DELLA-PIETA, responsable du département administratif et financier

Etait absente et excusée :

- Madame Stéphanie BURSI, représentant du Comité social et économique, collègue des employés et ouvriers

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Les débats et le vote sur l'avis motivé du conseil d'administration se sont tenus sous la présidence de M. Pierre RIMATTEI.

Préalablement à la réunion, les administrateurs ont notamment eu connaissance :

- de l'avis favorable du comité social et économique de SMTPC en date du 17 mai 2021 sur la prise de contrôle susceptible de résulter de la conclusion d'un accord concertant entre les Initiateurs ;
- du Projet de Note d'Information ;
- du projet d'avis motivé préparé par le comité d'offre ;
- du rapport du cabinet BM&A, agissant en qualité d'expert indépendant ; et
- du projet de note en réponse de la Société, établi conformément à l'article 231-19 du RGAMF.

La délibération du conseil d'administration contenant l'avis motivé est reproduite ci-après :

« Il est rappelé que, suite à la publication d'un premier communiqué du 31 mars 2021 faisant état, le 31 mars 2021, de discussions entre les sociétés Eiffage et VINCI Concessions, ces dernières ont annoncé, le 23 avril 2021, la conclusion d'un protocole d'intentions prévoyant une exclusivité de négociations en vue de la conclusion d'un accord concertant pour acquérir le contrôle de concert de la Société et déposer l'Offre. Ce communiqué a marqué l'ouverture d'une période de préoffre qui a fait l'objet d'un avis de l'AMF le 26 avril 2021 (D&I n°221C0869).

Connaissance prise de cette annonce, le 11 juin 2021, le conseil d'administration de la Société a décidé de constituer en son sein un comité, dénommé comité d'offre, avec pour mission de proposer la désignation d'un expert indépendant, superviser les travaux de cet expert et préparer un projet de l'avis motivé du conseil d'administration sur l'Offre.

Le comité d'offre est constitué de M. Pierre Rimattei, président du conseil d'administration, ainsi que de Mmes Isabelle Salaün et Françoise Vial-Brocco, administratrices indépendantes.

Après avoir examiné, le 22 juin 2021, les propositions de service relatives à une mission d'expertise indépendante de trois cabinets, le comité d'offre a auditionné, le 28 juin 2021, les deux cabinets lui ayant remis les propositions les plus pertinentes du point de vue de la méthodologie proposée, des références présentées et de l'analyse du contexte de l'opération. L'examen des propositions remises a également permis de confirmer que les cabinets présentaient les qualités d'indépendance requises.

A l'issue de ces auditions, le 28 juin 2021, le comité d'offre a décidé de proposer au conseil d'administration la nomination du cabinet BM&A, représenté par M. Pierre Béal, en qualité d'expert indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la Société que les sociétés Eiffage et VINCI Concessions envisageaient de déposer. En effet, le comité d'offre a considéré que le cabinet BM&A s'était distingué en proposant :

- *une méthodologie adaptée au contexte de l'opération et au secteur d'activité de la Société ;*
- *une analyse pertinente des principaux paramètres de valorisation de la Société ;*
- *un calendrier de travail et un budget adaptés à la mission envisagée ;*

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- *des références appropriées, notamment dans le secteur des infrastructures.*

Réuni le 1^{er} juillet 2021, sur proposition du comité d'offre, le conseil d'administration a désigné le cabinet BM&A, représenté par M. Pierre Béal, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur le caractère équitable des conditions financières proposées par les Initiateurs aux actionnaires de la Société, sous réserve de la non-opposition de l'AMF, conformément à l'article 261-1-1, I du RGAMF. Le Président de l'AMF, sur délégation du Collège, ne s'étant pas opposé à cette désignation, celle-ci a pris effet le 8 juillet 2021.

L'expert indépendant a conduit sa mission sur le fondement de l'article 261-1, I, 1° du RGAMF

Suite à l'annonce, le 9 décembre 2021, de la conclusion par les Initiateurs le 8 décembre 2021 d'un accord en vue de déposer une offre publique et d'un pacte d'actionnaires concertant relatif à la Société, ainsi que de leur décision de relever le prix de leur projet d'Offre et de ne plus envisager de retrait obligatoire, le 15 décembre 2021, Portzamparc, agissant pour le compte des Initiateurs a déposé auprès de l'AMF un projet d'Offre au Prix d'Offre de 27 euros par action SMTPC.

A. Analyse de l'Offre

L'Offre vise la totalité des actions émises par SMTPC non détenues par les Initiateurs et les autres membres du Concert.

Il est précisé que les Initiateurs détiennent de concert un total de 3.872.202 actions SMTPC représentant autant de droits de vote, soit 66,33% du capital et des droits de vote de SMTPC.

Dans le cadre de sa mission, l'expert indépendant a notamment eu accès aux documents suivants :

- *les informations disponibles sur le marché où intervient la Société ;*
- *la documentation juridique et financière relative à l'Offre ;*
- *les informations publiques et réglementées accessibles sur le site internet de SMTPC ;*
- *les accords conclus par les Initiateurs dans le cadre de l'Offre, soit le protocole d'intentions du 23 avril 2021, ainsi que le pacte d'actionnaires et l'accord relatif à la mise en œuvre de l'Offre du 8 décembre 2021 ;*
- *le contrat de concession entre la Métropole Aix-Marseille-Provence et SMTPC de février 1990 et ses avenants ;*
- *le contrat d'exploitation entre Société Prado Sud et SMTPC du 30 septembre 2008 et son avenant du 24 septembre 2018 ;*
- *les comptes sociaux annuels de la Société et des balances comptables de 2016 à 2020 ;*
- *les comptes sociaux semestriels et la balance comptable du 1^{er} semestre 2021 ;*
- *les résultats de l'enquête de 2012 concernant les habitudes et le profil des usagers du tunnel ;*
- *les données historiques de trafic depuis l'ouverture du tunnel ;*
- *les études de trafic de SETEC et Mott MacDonald établies dans le cadre du projet Schlœsing ;*

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- *la convention de financement entre SMTPC et le pool bancaire pour le financement du projet Schlœsing du 26 novembre 2019 ;*
- *le plan d'affaires 2021-2033 de SMTPC établi par la direction générale, laquelle lui a confirmé, conformément à la réglementation boursière, qu'il traduisait la meilleure estimation possible des prévisions de la Société et qu'il n'existait pas d'autres données prévisionnelles pertinentes ; il est indiqué que le plan d'affaires de SMTPC a été approuvé par le conseil d'administration lors de sa réunion du 22 octobre 2021 ;*
- *le détail des charges externes et de personnel retenues dans le plan d'affaires de 2021 à 2024 ;*
- *le détail du plan d'investissement 2021-2033 ;*
- *les données macro-économiques sous-jacentes au plan d'affaires 2021-2033 ;*
- *les notes de la Direction générale des infrastructures, des transports et de la mer (DGITM) ; et*
- *les notes flash de la société de bourse Gilbert Dupont.*

En outre, l'expert indépendant a échangé de manière régulière avec :

- *la direction générale et la direction administrative et financière de SMTPC ;*
- *les membres du comité d'offre de SMTPC ;*
- *le conseil juridique de SMTPC ;*
- *des représentants des Initiateurs.*

L'expert indépendant a également reçu des observations écrites de deux actionnaires minoritaires de SMTPC et a rencontré l'un d'eux. Les échanges de l'expert indépendant avec eux ainsi que les réponses qu'il a apportées à leurs observations figurent dans la partie 6 de son rapport.

Le président indique que, suite à la désignation de l'expert indépendant, le comité d'offre s'est réuni à de nombreuses reprises, y compris en la présence de l'expert indépendant :

- *les 2 juillet 2021, 9 juillet 2021, 22 juillet 2021, 27 juillet 2021, 31 août 2021 et 14 octobre 2021, le comité d'offre s'est réuni pour discuter du plan d'affaires 2021-2033 établi par la direction générale de SMTPC et des hypothèses sous-jacentes ainsi que des étapes et du calendrier de la procédure d'Offre ;*
- *le 6 décembre 2021, le comité d'offre s'est réuni avec l'expert indépendant pour recevoir les premières analyses de ce dernier ;*
- *le 15 décembre 2021, l'expert indépendant a présenté un projet de son rapport au comité d'offre ;*
- *le 20 décembre 2021, le comité d'offre s'est réuni pour discuter du projet de rapport établi par l'expert indépendant ;*

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- *le comité d'offre s'est à nouveau réuni, le 23 décembre 2021, pour faire part de ses observations à l'expert indépendant sur son projet de rapport ;*
- *le comité d'offre s'est réuni en présence de l'expert indépendant le 4 janvier 2022 pour que lui soit présentée la version définitive de son rapport ; et*
- *le comité d'offre s'est réuni à deux reprises le 5 janvier 2022, une première fois pour examiner le projet d'avis à soumettre au conseil d'administration, une seconde fois en présence de l'expert pour discuter de la version finalisée de son rapport et lui présenter le projet d'avis à proposer au conseil.*

Le président rappelle que le conseil d'administration est convoqué ce jour à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF, de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le conseil d'administration prend tout d'abord acte que :

- *les Initiateurs détiennent de concert 66,33% du capital et des droits de vote de SMTPC ;*
- *l'Offre sera ouverte pendant une période de 15 jours de négociation ;*
- *à l'issue de l'Offre, les Initiateurs ne demanderont pas la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, quand bien même ils détiendraient plus de 90% du capital et des droits de vote de SMTPC.*

Le conseil d'administration relève que les principales intentions des Initiateurs pour les douze mois à venir sont les suivantes :

- *les Initiateurs (ensemble avec les autres membres du Concert) ont l'intention de poursuivre l'activité et le développement de la Société ainsi que les orientations prises par son conseil d'administration et le management actuel de SMTPC ; de manière générale, les Initiateurs considèrent que l'Offre n'aura pas d'incidence particulière sur la politique industrielle et commerciale de SMTPC ;*
- *selon les Initiateurs, l'Offre n'aura pas d'incidence sur la politique sociale poursuivie par la Société, notamment en matière d'effectifs et de gestion des ressources humaines ;*
- *les Initiateurs (ensemble avec les autres membres du Concert) n'ont pas l'intention de fusionner la Société avec une autre société ;*
- *les Initiateurs (ensemble avec les autres membres du Concert) ont l'intention de demander le transfert des actions SMTPC du marché réglementé Euronext Paris vers le système multilatéral de négociation Euronext Growth, dans les meilleurs délais à l'issue de l'Offre ; les Initiateurs estiment qu'Euronext Growth est plus approprié à la taille de la Société et offre un cadre réglementaire mieux adapté ;*
- *les Initiateurs (ensemble avec les autres membres du Concert) n'anticipent pas que l'Offre génère des synergies, à l'exception, le cas échéant, de l'économie des coûts de gestion et de fonctionnement liés au transfert de cotation vers Euronext Growth ;*
- *les Initiateurs (ensemble avec les autres membres du Concert) n'ont pas l'intention de demander la modification de la composition du conseil d'administration de la Société, sous réserve des modifications qui pourraient intervenir dans le cas de la réalisation du transfert de*

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

la cotation des actions du marché réglementé d'Euronext Paris vers le système multilatéral de négociation Euronext Growth ;

en cas de transfert des actions SMTPC vers Euronext Growth, la Société ne se référerait plus à un code de gouvernement d'entreprise et le conseil d'administration de la Société serait composé au maximum de 10 membres ; il comprendrait un nombre d'administrateurs désignés sur proposition des Initiateurs (et leurs affiliés) proportionnel à leurs participations en capital et en droits de vote de la Société :

- un membre pour tout Initiateur et ses affiliés détenant entre 10% et 20% du capital et des droits de vote ;*
- deux membres pour tout Initiateur et ses affiliés détenant entre 20% et 30 % du capital et des droits de vote ;*
- trois membres pour tout Initiateur et ses affiliés détenant entre 30% et 40% du capital et des droits de vote ; et*
- quatre membres pour tout Initiateur et ses affiliés détenant plus de 40% du capital et des droits de vote ;*

en outre, les Initiateurs et leurs affiliés proposeraient conjointement la nomination d'un membre indépendant comme membre du conseil d'administration de la Société ;

- le président du conseil d'administration de la Société serait désigné parmi les administrateurs visés ci-dessus et nommé sur proposition conjointe des Initiateurs ; à défaut d'accord entre eux, il pourront proposer conjointement la désignation d'un administrateur additionnel qui assurera les fonctions de président du conseil d'administration, étant entendu qu'il s'agira d'une personnalité reconnue dans le secteur d'activité de la Société ;*
- les Initiateurs n'ont pas l'intention de modifier la direction générale à l'issue de l'Offre et, le cas échéant, du transfert des actions SMTPC sur Euronext Growth ;*
- les Initiateurs ont indiqué que la politique de dividendes de la Société continuerait d'être déterminée par ses organes sociaux en fonction des aléas de la pandémie de la Covid-19, des capacités distributives, de la situation financière et des besoins financiers de la Société.*

Les Initiateurs considèrent qu'ils proposent aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre une liquidité immédiate sur l'intégralité de leurs actions, au Prix d'Offre, qui présente une prime de 71 % par rapport au cours de clôture du 31 mars 2021 (date de l'annonce de l'existence de négociations entre les Initiateurs concernant la prise de contrôle de concert de la Société) et une prime de 88 % par rapport à la moyenne pondérée par les volumes des cours des trois derniers mois précédant le 31 mars 2021. Ils font valoir que le Prix d'Offre présente également une prime de 6 % par rapport au cours de clôture du 8 décembre 2021 (date de la conclusion et de l'annonce des accords entre les Initiateurs).

Le conseil d'administration prend acte que :

- le 5 mai 2021, le comité social et économique de la Société s'est vu présenter par la direction générale le projet de prise de contrôle susceptible de résulter de la conclusion d'un accord concertant entre les Initiateurs, les conséquences pour SMTPC susceptibles de résulter de la conclusion de cet accord et les principales étapes de ce projet ;*

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

le comité social et économique a émis un avis favorable sur ce projet le 17 mai 2021 ;

- *en application de l'article L2312-41 du code du travail, le 30 septembre 2021, le comité social et économique a été informé de la démarche des Initiateurs auprès de la Commission européenne afin que cette dernière analyse si la concentration sous-tendue par leur mise en concert est de nature à porter atteinte à la concurrence ;*
- *en application de l'article L2312-42 du code du travail, le 16 décembre 2021, le comité social et économique a été informé du dépôt de l'Offre.*

Le conseil d'administration examine ensuite le rapport établi par le cabinet BM&A, en qualité d'expert indépendant, dont il ressort de la synthèse que :

« En premier lieu, nous avons analysé les accords conclus entre les Initiateurs dans le cadre de l'Offre et n'avons pas identifié d'élément susceptible de remettre en cause le principe d'égalité de traitement entre les actionnaires.

Ensuite, afin d'émettre une opinion sur le caractère équitable du prix d'Offre, nous avons mis en œuvre deux approches retenues à titre principal, le cours de bourse de la Société et la méthode DCF (également déclinée en approche DDM).

La référence au cours de bourse de la Société à la date précédant l'annonce de l'opération conduit à une valeur de l'action SMTPC comprise entre 16,26 € (moyenne 3 mois des cours pondérés par les volumes) et 17,18 € (20 jours), sur laquelle le prix d'Offre extériorise une prime comprise entre 66 % et 57 %. Pour information, nous présentons également les moyennes de cours arrêtés au 8 décembre 2021 qui s'établissent entre 24,10 € (3 mois) et 25,21 € (20 jours).

S'agissant de la méthode DCF, la principale difficulté a résidé dans l'estimation des prévisions de trafic. En effet, les conséquences à court terme (épisodes de confinement et accroissement du télétravail) et à moyen terme (modification des usages) de la pandémie de Covid-19, combinées à celles attendues de la construction de la bretelle Schloësing, augmentent le niveau d'incertitude quant à l'évolution du nombre de passages annuels dans l'ouvrage. Nous avons donc appliqué la méthode DCF non seulement au plan d'affaires établi par le management, que ce dernier considère optimiste, au moins à court terme, au regard des observations de trafic les plus récentes, mais également à un plan d'affaires alternatif élaboré par nos soins qui retient des hypothèses d'exploitation plus favorables encore, i.e. un niveau de trafic à l'origine du plan (2022) plus élevé et la neutralisation des dépenses (Opex et Capex) non précisément identifiées. Les deux plans d'affaires ont fait l'objet d'une valorisation par l'actualisation des flux libres de trésorerie et par l'actualisation des dividendes.

L'approche par actualisation des flux (libres ou de dividendes) conduit à des valeurs centrales comprises entre 25,98 € et 27,03 € sur lesquelles le prix d'Offre extériorise des primes comprises entre 3,9 % et (0,1) %.

A titre d'information, nous avons également développé l'approche des comparables boursiers. Cette méthode, qui s'appuie sur un échantillon de sociétés concessionnaires principalement d'autoroutes en France, ne nous paraît pas adaptée pour évaluer la Société, eu égard d'abord au caractère unique de l'ouvrage exploité par SMTPC, mais également en raison de l'absence de cotation directe des sociétés composant l'échantillon qui impose l'utilisation de multiples implicites issus des modèles DCF, eux-mêmes établis par les analystes financiers dans le cadre

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

d'une approche *Sum of the parts* destinée à déterminer un objectif de cours. Cette méthode conduit à une valeur centrale de 28,32 €, qui extériorise une décote de 4,7 % par rapport au prix d'Offre.

Enfin, dans la dernière partie de notre rapport, nous avons répondu de manière exhaustive aux observations des actionnaires minoritaires qui nous avaient contactés et qui estimaient la valeur de l'action SMTPC comprise entre 35 € et 40 €. Nous avons notamment traité les principaux points de divergence entre leurs hypothèses et les nôtres que constituent l'évolution du trafic, les dépenses de charges externes et d'investissement et le taux d'actualisation utilisé. »

En conséquence, la conclusion de l'expert indépendant est la suivante :

« Notre opinion est que le prix de 27,00 € par action SMTPC proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société. »

Le président du conseil d'administration rappelle que deux actionnaires minoritaires ont fait part d'observations écrites sur l'Offre. Il souligne que le comité d'offre a veillé à ce que ces observations soient transmises à l'expert indépendant et qu'il y soit répondu dans le rapport de l'expert indépendant. Les réponses de l'expert indépendant figurent dans la section 6 (Réponses aux observations des actionnaires minoritaires) de son rapport.

Le conseil d'administration passe ensuite en revue les principales observations relatives au Prix d'Offre formulées par les actionnaires minoritaires.

Il remarque que la dernière version des travaux de valorisation de l'un des actionnaires minoritaires aboutit à une fourchette comprise entre 37,5 et 40 euros par action SMTPC, laquelle est significativement supérieure au Prix d'Offre de 27 euros par action. L'actionnaire minoritaire parvient à ce résultat en mettant en œuvre deux méthodes de valorisation.

Une des deux méthodes de valorisation retenues à titre principal par l'actionnaire minoritaire est la méthode des comparables boursiers. Le conseil d'administration estime que l'expert indépendant a, à juste titre, écarté cette méthode puisque, d'une part, il n'existe pas de sociétés comparables à SMTPC, a fortiori cotées, sur le marché français et, d'autre part, la valorisation dans les groupes cotés détenteurs de filiales concessionnaires d'infrastructures de transport n'offre pas un référentiel d'évaluation suffisamment fiable.

Comme l'expert indépendant, l'actionnaire minoritaire a également procédé à une valorisation par actualisation des flux de trésorerie disponibles de SMTPC. Les travaux de l'actionnaire minoritaire aboutissent à une survalorisation importante de SMTPC, notamment parce qu'ils reposent sur la conjugaison :

- *d'hypothèses de trafic du tunnel exagérément optimistes ;*
- *d'un taux d'actualisation trop faible qui, selon l'expert indépendant, est « plus représentatif d'une espérance de rendement applicable à des flux totalement probabilisés des risques de réalisation, qu'un taux applicable dans une approche d'actualisation de flux futurs usuelle, même après prise en compte du profil de risque particulier de la Société ».*

Le conseil d'administration remarque en outre que les travaux de l'actionnaire minoritaire excluent, sans explication, la référence au cours de bourse des éléments déterminant sa fourchette de valeur. Le

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

conseil d'administration considère qu'une telle référence est néanmoins pertinente et rappelle qu'elle figure pour cette raison dans le rapport de l'expert indépendant.

B. Décision du conseil d'administration

Au regard des éléments qui précèdent, après en avoir délibéré, le conseil d'administration à l'unanimité :

- *prend acte que les Initiateurs (ensemble avec les autres membres du Concert) ne demanderont pas la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, quand bien même ils détiendraient plus de 90% du capital et des droits de vote de SMTPC à l'issue de l'Offre ;*

- *à propos des travaux de l'expert indépendant :*

- *considère que les méthodes d'évaluation retenues (cours de bourse, DCF, DDM) sont les plus pertinentes pour la Société ;*
- *relève que, pour conduire ses travaux de valorisation, l'expert indépendant a élaboré un scénario reposant sur un plan d'affaires alternatif à celui préparé par la direction générale et approuvé par le conseil d'administration de SMTPC ;*

les changements effectués par l'expert indépendant traduisent un optimisme conduisant à augmenter la valorisation de SMTPC, puisqu'ils consistent notamment en :

- *des hypothèses de trafic plus élevées qu'anticipées par SMTPC, pour l'ensemble de la période couverte par le plan, en dépit de chiffres d'activité faibles au quatrième trimestre 2021 et de la baisse du trafic pouvant être anticipée en 2022 du fait du télétravail et de l'absence de perspective de sortie de la pandémie de Covid-19 ; et*
- *la suppression de CAPEX et d'OPEX non identifiés qui étaient pourtant en ligne avec les données historiques de SMTPC ;*
- *relève que, pour le calcul du coût des fonds propres et du coût moyen pondéré du capital, l'expert indépendant met en œuvre une méthodologie propre permettant d'estimer des primes additionnelles à partir de la taille de l'entreprise, de son risque de défaut ainsi que de l'excès d'optimisme dans la prévision des flux futurs ;*

cette méthode empirique et propriétaire repose sur une base de données importante et a été régulièrement mise en œuvre depuis 2017 dans le cadre d'offres publiques (voir les offres sur DL Software (2017), Guy Degrenne (2019), Harvest (2019), Coheris (2019), Blue Solutions (2020), Ivalis (2021), Iliad (2021) et Visiodent (2022)) ;

- *prend acte que l'expert indépendant conclut au caractère équitable de l'Offre, d'un point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la Société, alors même que ses travaux reposent notamment sur un plan d'affaires volontariste, différent de celui établi par la direction générale et approuvé par le conseil d'administration ;*
- *prend acte que le Prix d'Offre extériorise des primes importantes sur les cours de bourse précédant l'annonce de l'opération le 31 mars 2021, étant observé que le marché du titre*

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

SMTPC a donné lieu à un volume d'échanges sur les 36 derniers mois à rebours de cette date d'annonce évalué par l'expert à plus de 100% de l'actionnariat flottant :

- 61,4% sur la moyenne des cours pondérés par les volumes des douze mois précédant l'annonce de l'opération ;*
- 68,3% sur la moyenne des cours pondérés par les volumes des six mois précédant l'annonce de l'opération ;*
- 66,1% sur la moyenne des cours pondérés par les volumes des trois mois précédant l'annonce de l'opération ; et*
- 57,2% sur la moyenne des cours pondérés par les volumes des vingt jours précédant l'annonce de l'opération ;*
- prend acte que les niveaux de prime extériorisés par le Prix d'Offre sur les valorisations résultant des méthodes DCF et DDM, tels que calculés par l'expert, reposent entre autres sur un plan d'affaires sensiblement plus volontariste que les estimations que la Société a adoptées et qui paraissent désormais optimistes au vu des données de trafic de la fin de l'exercice 2021 ;*
- considère que l'Offre représente une opportunité pour les actionnaires minoritaires, et tout particulièrement pour ceux détenant une participation importante, de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale à des conditions de prix considérées comme équitables par l'expert indépendant ;*
- considère en conséquence que l'Offre est conforme aux intérêts des actionnaires minoritaires ;*
- prend acte que l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence sur la politique industrielle et commerciale de SMTPC ;*
- prend acte que l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence sur la politique sociale poursuivie par la Société, notamment en matière d'effectifs et de gestion des ressources humaines ;*
- considère que le transfert des actions de la Société vers Euronext Growth serait pertinent compte tenu de la taille de la Société et du cadre réglementaire plus adapté ;*
- considère en conséquence que le projet d'Offre, tel que décrit dans le projet de note d'information déposé auprès de l'AMF pour le compte des Initiateurs, est conforme aux intérêts de la Société et de ses salariés ;*
- compte tenu de ce qui précède, décide de faire sienne la proposition d'avis présentée par le comité d'Offre, et en conséquence :*
 - décide d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre ;*
 - recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;*
 - approuve le projet de note en réponse ;*
 - approuve le projet de communiqué de presse normé relatif au dépôt du projet de note en réponse qui lui a été préalablement transmis et qui sera publié en application de l'article 231-26 II du RGAMF ;*

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- *donne tous pouvoirs au directeur général, à l'effet de finaliser, amender et permettre le dépôt, au nom et pour le compte de la Société, du projet de note en réponse de la Société, ainsi que du document « Autres informations » (i.e. informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société), lequel sera établi par la direction générale, ou tout autre document utile ou nécessaire à l'Offre ; et plus généralement prendre toute décision, effectuer tout acte ou signer tout document nécessaire à l'Offre et à sa mise en œuvre.*

Les administrateurs autres que les Initiateurs et leurs affiliés, à savoir M. Pierre Rimattei, président du conseil d'administration, ainsi que Mmes Isabelle Salaün et Françoise Vial-Brocco, administratrices indépendantes, précisent qu'ils apporteront à l'Offre l'ensemble des actions de la Société qu'ils détiennent, à l'exception des cinq actions que l'article 4.7 du règlement intérieur leur fait obligation de détenir. »

3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE AUTRES QUE LES INITIATEURS ET LEURS AFFILIES

M. Pierre RIMATTEI, Mme Isabelle SALAÛN et Mme François VIAL-BROCCO, administrateurs autres que les Initiateurs et leurs affiliés, ont indiqué leur intention d'apporter l'intégralité de leurs Actions à l'Offre, à l'exception des cinq Actions que l'article 4.7 du règlement intérieur leur fait obligation de détenir.

4. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTODETENUES

La Société ne détient aucune de ses propres actions.

5. INFORMATIONS ET AVIS SUR L'OFFRE DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE LA SOCIETE

Information-consultation sur la prise de contrôle susceptible de résulter de la conclusion d'un accord concertant entre les Initiateurs

Lors de la réunion du 5 mai 2021, le comité social et économique de la Société s'est vu présenter par la direction le projet de prise de contrôle susceptible de résulter de la conclusion d'un accord concertant entre les sociétés Eiffage et VINCI Concessions, les conséquences pour SMTPC susceptibles de résulter de la conclusion de cet accord et les principales étapes de ce projet.

Le 17 mai 2021, le comité social et économique a donné un avis favorable sur ce projet.

Information sur la publication du communiqué relatif à la notification du projet de concentration

En application de l'article L. 2312-41 du Code du travail, le 30 septembre 2021, le comité social et économique a été informé de la démarche des Initiateurs auprès de la Commission européenne afin que cette dernière analyse si la concentration sous-tendue par leur mise en concert est de nature porter atteinte à la concurrence.

Information sur le dépôt de l'Offre

En application de l'article L. 2312-42 du Code du travail, le 16 décembre 2021, le comité social et économique a été informé du dépôt de l'Offre.

6. ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1. STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL DE LA SOCIETE

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

	Nombre d'Actions et de droits de vote*	% du capital	% des droits de vote
VINCI Concessions	1.779.900	30,49 %	30,49 %
VINCI S.A.	25	ns	ns
AUTOROUTES DU SUD DE LA FRANCE	163.410	2,80 %	2,80 %
SEMANA	25	ns	ns
SOCIÉTÉ NOUVELLE DE L'EST DE LYON	25	ns	ns
Total Entités VINCI Concessions	1.943.385	33,29 %	33,29 %
Eiffage	1.928.812	33,04 %	33,04 %
EIFFAGE INFRASTRUCTURES	1	ns	ns
EIFFAGE GENIE CIVIL	4	ns	ns
Total Entités Eiffage	1.928.817	33,04 %	33,04 %
Total Concert	3.872.202	66,33 %	66,33 %
Flottant	1.965.298	33,67%	33,67%
TOTAL	5.837.500	100,00 %	100,00 %

* Aucun droit de vote double n'est attribué, cette faculté ayant été supprimée par la huitième résolution de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la Société du 21 mai 2015.

A la date du Projet de Note en Réponse, la Société n'a émis aucune valeur mobilière ni titre susceptible de donner accès au capital.

A la date du Projet de Note en Réponse, la Société n'a émis aucune action gratuite en cours de période d'acquisition ou de conservation ni aucun droit, option, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

Il n'existe aucun capital potentiel.

6.2. RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D' ACTIONS OU CLAUSES DES CONVENTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE EN APPLICATION DE L'ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE

Il n'existe pas de restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions à l'exception de la privation de droits de vote (pour les actions ou droits y attachés excédant la fraction non déclarée) pouvant être demandée par un ou plusieurs actionnaires à défaut de déclaration par un actionnaire de la Société du franchissement (seul ou de concert) du seuil statutaire de 5% du capital ou des droits de vote ou tout multiple de cette fraction (article 7 des statuts de la Société).

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Aucune clause de convention n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce, à l'exception des dispositions du Pacte d'Actionnaires relatives aux transferts de titres qui sont présentées au paragraphe 1.1.4.3 ci-avant.

6.3. PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIETE DONT ELLE A CONNAISSANCE EN VERTU DES ARTICLES L.233-7 ET L.233-12 DU CODE DE COMMERCE

Les participations directes ou indirectes dans le capital de la société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce sont présentées au paragraphe 6.1 ci-dessus.

Au cours des douze derniers mois, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils légaux et statutaires effectués par les Initiateurs et décrits au paragraphe 1.1.5 ci-avant.

6.4. LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI

Il n'existe pas de titre comportant des droits de contrôle spéciaux.

6.5. MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER

Les droits de vote attachés aux actions de la Société détenues par le personnel au travers du FCPE SMTPC ACTIONS sont exercés par un représentant mandaté par le conseil de surveillance du FCPE à l'effet de le représenter à l'Assemblée générale.

6.6. ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAENER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE

Il n'existe pas d'accord entre actionnaires dont la société a connaissance et qui peut entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote, à l'exception des Accords conclus entre les Initiateurs et les autres membres du Concert qui sont décrits au paragraphe 1.1.4 ci-dessus.

6.7. REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AINSI QU' A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE

Selon l'article 11 des statuts, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et douze membres au plus nommés par l'assemblée générale ordinaire et révocables par elle.

La durée des fonctions des administrateurs est déterminée par l'assemblée générale ordinaire ; elle est en principe de quatre ans mais l'assemblée générale ordinaire peut décider de nommer un ou plusieurs administrateurs pour une durée de un, deux ou trois ans.

Entre deux assemblées générales, le conseil d'administration peut procéder à des nominations provisoires en cas de vacance par décès ou démission d'un administrateur, sous réserve de la ratification de ces nominations par la plus proche assemblée générale ordinaire. L'administrateur nommé en remplacement ne demeure en fonction que pour la durée du mandat de son prédécesseur restant à courir.

La limite d'âge pour exercer les fonctions de président du conseil est fixée à 75 ans. Le nombre d'administrateurs âgés de plus de 70 ans ne peut excéder le tiers des administrateurs en fonction.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Il est rappelé que le Pacte d'Actionnaires prévoit des dispositions relatives à la gouvernance de la Société qui sont décrites au paragraphe 1.1.4.2 ci-avant.

Les règles applicables à la modification des statuts de la Société sont celles prévues par la loi.

6.8. POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT D'ACTIONS

Le conseil d'administration de la Société détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

Le Conseil d'Administration ne dispose d'aucune délégation en matière d'augmentation de capital ni d'autorisation en matière de rachat d'actions.

6.9. ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE

A la connaissance de la Société, la mise en Concert et l'Offre n'entraînent ni la modification ni la fin d'accords conclus par la Société, ni l'exercice de clauses de changement de contrôle, pouvant porter significativement atteinte aux intérêts de la Société.

6.10. ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MANDATAIRES OU LES SALARIES S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE

Il n'existe pas d'accords prévoyant des indemnités pour le directeur général, les membres du conseil d'administration ou des salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

7. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le 11 juin 2021, le conseil d'administration de la Société a décidé de constituer en son sein un comité, dénommé comité d'offre, avec pour mission, le moment venu, de proposer la désignation d'un expert indépendant, de superviser les travaux de cet expert et de préparer un projet de l'avis motivé du conseil d'administration sur le projet des Initiateurs.

Le comité d'offre est constitué de M. Pierre Rimattei, président du conseil d'administration, ainsi que de Mmes Isabelle Salaün et Françoise Vial-Brocco, administratrices indépendantes.

Réuni le 1^{er} juillet 2021, sur proposition du comité d'offre, le conseil d'administration a désigné le cabinet BM&A, représenté par M. Pierre Béal, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur le caractère équitable des conditions financières proposées par les Initiateurs aux actionnaires de la Société, sous réserve de la non-opposition de l'AMF, conformément à l'article 261-1-1, I du Règlement général de l'AMF. Le Président de l'AMF, sur délégation du Collège, ne s'étant pas opposé à cette désignation, celle-ci a pris effet le 8 juillet 2021.

L'expert indépendant a conduit sa mission sur le fondement de l'article 261-1, I, 1^o du Règlement général de l'AMF.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le rapport de BM&A, dont la conclusion prend la forme d'une attestation d'équité, est reproduit intégralement en Annexe et fait partie intégrante du Projet de Note en Réponse.

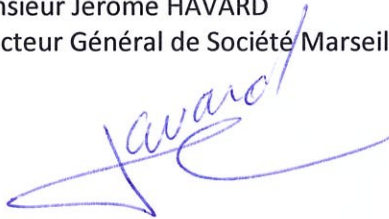
8. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Conformément à l'article 231-28 du Règlement Général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de SMTPC feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités propres à en assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

9. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Monsieur Jérôme HAVARD
Directeur Général de Société Marseillaise du Tunnel Prado Carénage



Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

10. ANNEXE 1 : RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



SMTPC

Expertise indépendante

Projet d'offre publique d'achat simplifiée

Janvier 2022

SOMMAIRE

SOMMAIRE	2
1 CONTEXTE DE L'OPERATION.....	4
2 PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	6
2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois.....	6
2.2 Déclaration d'indépendance	6
2.3 Rémunération de l'expert	7
2.4 Diligences effectuées par l'expert	7
3 PRESENTATION DE SMTPC	10
3.1 Historique, activité et positionnement stratégique	10
3.1.1 Présentation générale de la SMTPC	10
3.1.2 Le tunnel Prado-Sud	11
3.1.3 La Bretelle Schloësing.....	11
3.2 Analyse historique de comptes publiés	13
3.2.1 Évolution des résultats	13
3.2.2 Évolution des flux de trésorerie	14
3.2.3 Évolution de la situation bilancielle.....	15
3.3 Plans d'affaires 2021-2033	16
3.3.1 Contextualisation des prévisions de trafic et de chiffre d'affaires	16
3.3.2 Principales caractéristiques du plan d'affaires du management.....	18
3.3.3 Scénario alternatif	20
4 TRAVAUX D'EVALUATION	21
4.1 Analyse des accords conclus dans le cadre de l'Offre	21
4.2 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation	21
4.2.1 Nombre de titres	21
4.2.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	22
4.3 Méthodes ou références non retenues.....	22
4.3.1 Actif net comptable	22
4.3.2 Méthodes de l'actif net réévalué	22
4.3.3 Approche par les objectifs de cours des analystes financiers :	22
4.3.4 Approche par les comparables boursiers	23
4.3.5 Approche par les transactions comparables	24
4.4 Critères et méthodes retenus.....	25
4.4.1 Cours de bourse.....	25
4.4.2 Revue historique du cours de bourse.....	26
4.4.3 Evaluation par les méthodes d'actualisation de flux.....	28
5 ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'EVALUATEUR.....	34
5.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation	34
5.1.1 Nombre de titres	34
5.1.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.....	34

5.2	Comparaison des méthodes d'évaluation non retenues.....	34
5.2.1	Objectifs de cours des analystes	34
5.2.2	Actif net comptable	35
5.2.3	Valeur des titres SMTPC dans les comptes des Initiateurs.....	35
5.3	Comparaison des méthodes d'évaluation retenues.....	35
5.3.1	Cours de bourse.....	35
5.3.2	Actualisation de flux (DCF et DDM)	35
6 	REPONSES AUX OBSERVATIONS DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES	38
6.1	Documents et éléments d'évaluation transmis par les actionnaires minoritaires	38
6.1.1	De la part de ActMin1.....	38
6.1.2	De la part de ActMin2.....	40
6.2	Éléments de réponse issus de nos travaux	40
6.2.1	Différences quant aux référence et méthode mises en œuvre.....	40
6.2.2	Différences quant aux hypothèses retenues	41
7 	CONCLUSION	47
8 	ANNEXES	49
8.1	Lettre de mission	49
8.2	Evolution relative du trafic SMTPC par rapport à d'autres ouvrages routiers	50
8.3	Coefficients Bêtas applicables à la SMTPC	51
8.3.1	Définition du coefficient bêta	51
8.3.2	Mesure du coefficient bêta	51
8.3.3	Relation entre la taille le coefficient bêta	52
8.3.4	Relation entre le levier financier et le coefficient bêta	52
8.3.5	Bêtas observés pour la SMTPC et les comparables boursiers	52
8.4	Reconstitution du taux d'actualisation implicite de la transaction A65	53
8.5	Sources alternatives de taux d'actualisation	54
8.5.1	Approche du taux via les données publiées par Aswath Damodaran	54
8.5.2	Approche du taux via les données publiées par Refinitiv Eikon	57
8.5.3	Taux d'actualisation relevé dans les notes d'analystes financiers	57
8.6	Estimation de la note de risque crédit implicite aux financements Schloësing	59
8.7	Opportunité d'application d'une prime de taille à la SMTPC	60
8.8	Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers.....	61
8.8.1	Exploitants de concessions.....	61
8.8.2	Exploitants d'aéroports :	61

1 | CONTEXTE DE L'OPERATION

Par voie de communiqué de presse commun en date du 31 mars 2021, les sociétés Eiffage et Vinci Concessions (ci-après les « **Initiateurs** ») ont annoncé leur entrée en négociations en vue de la conclusion d'un accord constitutif d'une action de concert¹ en vue d'acquérir le solde du capital de la Société Marseillaise du Tunnel de Prado Carénage (ci-après « **SMTPC** » ou la « **Société** ») en déposant une offre publique d'achat simplifiée suivie de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire, au prix de 23 € (dividende attaché²) par action SMTPC. Cette communication est suivie le 23 avril 2021, de la conclusion d'un protocole d'intentions entre les Initiateurs prévoyant une exclusivité de négociations en vue de la conclusion d'un accord concertant pour acquérir le contrôle de concert de la Société et déposer une offre publique d'achat simplifiée.

Le 25 octobre 2021, les Initiateurs ont reçu l'autorisation de la Commission européenne relative à la prise de contrôle de concert par les Initiateurs de la Société résultant de la mise en concert vis-à-vis de la Société.

Le 8 décembre 2021, les Initiateurs ont annoncé avoir signé entre eux un pacte d'actionnaires (ci-après le « **Pacte d'Actionnaires** ») et un accord d'offre publique. A la suite de la mise en Concert et du franchissement de seuil qui en découle, les Initiateurs sont tenus de déposer une offre visant la totalité des actions non encore détenues par le Concert.

Ainsi, le 15 décembre 2021, les Initiateurs ont déposé un projet d'offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« **Offre** » ou l'« **OPAS** ») sans mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire, et visant les actions de la société SMTPC non détenues par le Concert au prix de 27,00 € par action SMTPC payable en numéraire. Les membres du Concert détiennent 66,21 % des 5 837 500 actions de la Société, les Initiateurs envisagent donc l'acquisition des 1 972 600 actions détenues par le public, comme indiqué dans le tableau ci-dessous :

SMTPC Actionnariat au 15 décembre 2021	Actions		Droits de vote	
	nombre	%	nombre	%
Vinci Concessions	1 779 900	30,49%	1 779 900	30,49%
Vinci S.A.	25	0,00%	25	0,00%
Autoroutes du Sud de la France	163 410	2,80%	163 410	2,80%
Semana	25	0,00%	25	0,00%
Soc. Nouvelle de l'Est de Lyon	25	0,00%	25	0,00%
Sous-total Vinci	1 943 385	33,29%	1 943 385	33,29%
Eiffage	1 921 510	32,92%	1 921 510	32,92%
Eiffage Infrastructures	1	0,00%	1	0,00%
Eiffage Génie Civil	4	0,00%	4	0,00%
Sous-total Eiffage	1 921 515	32,92%	1 921 515	32,92%
Sous-total Concert	3 864 900	66,21%	3 864 900	66,21%
Public	1 972 600	33,79%	1 972 600	33,79%
Total	5 837 500	100,00%	5 837 500	100,00%

¹ Vinci Concessions et Eiffage agissent de concert vis-à-vis de la Société avec respectivement Vinci S.A., Autoroutes du Sud de la France, Semana et Société Nouvelle de l'Est de Lyon d'une part, et Eiffage Infrastructures et Eiffage Génie Civil d'autre part (ensemble, le « **Concert** »).

² Soit 21,10 € par action SMTPC dividende détaché compte tenu d'un dividende de 1,90 €.

Les Initiateurs ont indiqué que le relèvement du prix d’Offre résultait de la hausse récente du cours de l’action SMTPC.

Les Initiateurs motivent leur Offre par leur souhait de constituer un actionnariat de contrôle conjoint de la Société permettant de déterminer conjointement les décisions la concernant selon les modalités du Pacte d’Actionnaires et d’alléger les coûts de gestion et de fonctionnement de la Société ainsi que les contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions de la Société sur le marché réglementé d’Euronext Paris, par le transfert de la cotation vers le système multilatéral de négociation Euronext Growth Paris, plus approprié à la taille de la Société.

Ils ont également indiqué qu’à l’issue de l’Offre, les actions acquises seront réparties entre les Initiateurs de sorte qu’ils détiennent le même nombre d’actions SMTPC.

Pour les douze mois à venir, les Initiateurs n’envisagent de modifier ni la stratégie de la Société, ni la politique de la Société en matière d’emploi et en matière d’organisation juridique³, ni la gouvernance⁴ de la Société. La politique de distribution de dividendes de la Société continuera d’être déterminée par ses organes sociaux en fonction des aléas de la pandémie de la Covid -19, des capacités distributives, de la situation financière et des besoins financiers de la Société.

Enfin, contrairement à l’intention affichée lors de l’annonce de l’Offre fin mars 2021, les Initiateurs n’envisagent plus de demander le retrait obligatoire à l’issue de l’Offre, ni de déposer un projet d’offre publique suivi d’un retrait obligatoire dans les 12 mois suivant la décision de conformité de l’Offre, ni de demander la radiation des actions SMTPC du marché. En revanche, comme précisé supra, les Initiateurs envisagent de demander le transfert des actions SMTPC sur Euronext Growth Paris.

Dans ce contexte, le cabinet BM&A Advisory & Support a été mandaté le 1^{er} juillet 2021⁵ par le Conseil d’Administration de la Société en qualité d’expert indépendant afin d’apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions SMTPC.

Notre intervention est requise par les dispositions du règlement général de l’AMF figurant au Titre VI du Livre II, Chapitre 1er, article 261-1, le paragraphe I, alinéa 1°, dans la mesure où, depuis la mise en concert, la société visée est contrôlée au sens de l’article L 233-3 du code de commerce avant le lancement de l’opération par les Initiateurs.

Il convient de rappeler qu’à l’origine, notre intervention était également requise au titre du paragraphe II, dans la mesure où un retrait obligatoire était envisagé, intention désormais écartée.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de participer ou non à l’Offre.

³ En particulier, les Initiateurs n’entendent pas fusionner SMTPC avec une autre société.

⁴ Sous réserve de modifications qui pourraient intervenir dans le cas de réalisation du transfert de cotation sur Euronext Growth.

⁵ Mandat confirmé le 8 juillet 2021 après l’absence d’opposition de la part de l’AMF.

2 | PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le cabinet BM&A Advisory & Support (ci-après « **BM&A A&S** » ou « **BM&A** »), est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre des experts-comptables de Paris Ile-de-France. Issue de la scission en 2015 du cabinet BM&A, BM&A A&S est une filiale à 100 % de BM&A Partners, société faitière du groupe BM&A qui compte environ 180 collaborateurs. L'intégralité du capital de BM&A Partners est détenue directement ou indirectement par ses 25 associés, personnes physiques.

BM&A A&S est constitué sous forme de société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 € ; son siège social est situé 11 rue de Laborde à Paris 8^{ème}.

Le groupe BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et restructuration, transaction services et risques, process et systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le groupe BM&A jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires et est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). Le groupe BM&A est doté d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com.

2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois

Au cours des 36 derniers mois, le cabinet a produit les attestations d'équité et les rapports d'expertise indépendante suivants :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
févr-19	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Guy Degrenne	Diversita & Vorwerk	Kepler Cheuvreux
mars-19	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Harvest	Five Arrows Principal Investments	Lazard, Alantia
mai-19	Augmentation de capital réservée et émission ADP	Alès Groupe	n/a	n/a
juil-19	Offre Publique d'Achat	Coheris	ChapsVision	Invest Securities
nov-19	Offre Publique de Rachat d'Actions	Iliad	n/a	CACIB & Société Générale
mai-20	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Blue Solutions	Bolloré SE	Natixis & BNP Paribas
oct-20	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Genkyotex	Calliditas Therapeutics AB	Bryan Garnier
août-21	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Iliad	Holdco II	BNP Paribas & CACIB & Société Générale
oct-21	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Ivalis	RGIS	Invest Securities
déc-21	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Visiodent	Groupe Visiodent & Hivista	Portzamparc

2.2 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, et le signataire du présent rapport, ne se trouvent pas, vis-à-vis de la Société, de leurs conseils et de leurs actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts décrites dans l'instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006. En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;
- n'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.

Pour information, nous précisons que des associés du cabinet détiennent à titre individuel des actions SMTPC. Ces actions, au nombre de 565 (0,0097 % du capital), ont été acquises avant l'annonce de l'Offre fin mars 2021 par des associés qui n'ont pas participé, directement ou indirectement, à la mission d'expertise indépendante.

2.3 Rémunération de l'expert

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 120 000 € hors taxes et débours.

2.4 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission a été réalisée par Pierre Béal, associé, et Stéphane Marande, directeur exécutif, assistés de Jillian Walter, directeur de mission, spécialisé en évaluation financière des entreprises, et Aymeric Royer, chef de mission.

La revue indépendante a été effectuée par Eric Blache, associé du cabinet, qui n'est pas directement intervenu dans les travaux menés par l'équipe susmentionnée.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application AMF DOC-2006-08 du 28 septembre 2006 et de la recommandation AMF DOC-2006-15 du 28 septembre 2006, toutes deux modifiées le 10 février 2020.

Nous avons été informés de l'Offre envisagée le 8 juin 2021. A la suite de notre nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de SMTPC, intervenue le 1^{er} juillet 2021 et confirmée par l'absence d'opposition à notre nomination de la part de l'AMF le 8 juillet 2021, nous avons commencé nos travaux le 13 juillet 2021 et les avons achevés le 5 janvier 2022, date à laquelle nous avons remis la version définitive de notre rapport.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus avec les personnes suivantes :

- SMTPC :
 - Jérôme Havard, directeur général ;
 - Marc Della Pieta, responsable du département administratif et financier.
- SMTPC – Comité d'Offre des administrateurs :
 - Pierre Rimattei, président du conseil d'administration de SMTPC⁶ ;
 - Isabelle Salaün, administratrice indépendante de SMTPC⁷ ;
 - Françoise Vial Brocco, administratrice indépendante de SMTPC⁸.
- Portzamparc – Etablissement présentateur :
 - Stanislas Jannet, managing director - Corporate Finance ;
 - Arnaud Despré, analyste financier.
- D'hoir Beauffre Associés (Cabinet d'avocats, conseil de la Société) :
 - Me Philippe D'hoir, avocat associé ;
 - Me Vanessa Hibraïm, avocat.

⁶ Également président du conseil de surveillance de Société Prado-Sud SAS.

⁷ Également administratrice indépendante d'Eiffage SA et Présidente de Nirine Conseil.

⁸ Également Administrateur indépendant de Saint Jean Groupe et de Sofiouest.

- Vinci Concessions– Co-initiateur de l’Offre :
 - Sandrine Benmussa, portfolio director Vinci Highways, administrateur de SMTPC⁹.
- Eiffage – Co-initiateur de l’Offre :
 - Xavier Ombrédanne, directeur des financements et trésorerie, des relations investisseurs et secrétaire du conseil d’administration.
- Actionnaires minoritaires :
 - Au cours de notre mission, deux actionnaires minoritaires de SMTPC nous ont contacté (par mail, par téléphone et par courrier). A sa demande, nous avons également rencontré physiquement l’un d’entre eux. Nous développons nos échanges et les réponses à leurs observations dans la partie 6 du présent rapport.

Nos travaux ont été réalisés sur la base des documents communiqués par la Société et ses conseils, et sur les informations communiquées lors d’entretiens portant notamment sur les points suivants :

- i) la présentation de l’opération envisagée et son contexte ;
- ii) la description de l’activité de la Société et de son marché ;
- iii) les éléments de passage de la valeur d’entreprise à la valeur des capitaux propres ;
- iv) l’identification des facteurs susceptibles de remettre en cause les hypothèses structurantes du *business model*, notamment les effets de la pandémie de Covid-19 à court terme (confinement) et à plus long terme (changement de comportement des usagers), ou les conséquences des modifications apportées à l’ouvrage (ouverture de la bretelle Schlœsing) et à son environnement ;
- v) les hypothèses structurantes sur lesquelles s’appuie le plan d’affaires produit par le Management, notamment, sur la durée restante de la concession, les prévisions de trafic, du chiffre d’affaires en résultant et le coût des investissements.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l’activité et de l’historique de la Société ;
- ii) étudier le contexte général de l’Offre et analyser les accords conclus dans le cadre de l’Offre ;
- iii) analyser les comptes historiques de la Société et étudier l’évolution de sa situation financière ;
- iv) analyser les données financières prévisionnelles de la Société produites par son management et développer un scénario alternatif ;
- v) mettre en œuvre les méthodes d’évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d’espèce ;
- vi) prendre connaissance des travaux d’évaluation mis en œuvre par Portzamparc afin de réaliser un examen critique ;
- vii) prendre connaissance des courriers et notes d’évaluation émanant des actionnaires minoritaires et y apporter des réponses ;
- viii) rédiger notre projet de rapport.

⁹ Représentante permanente de SNEL au Conseil d’Administration SMTPC, représentante permanente de VINCI SA au Conseil de Surveillance de Prado Sud SAS.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la Société et par ses conseils. Il s'agit principalement :

- de la note d'information relative à l'Offre ;
- du projet de note en réponse ;
- du projet de rapport d'évaluation de la Banque présentatrice ;
- des accords conclus dans le cadre de l'Offre entre Eiffage et Vinci Concessions, soit le Protocole d'intentions du 23 avril 2021, le Pacte d'actionnaires et l'Accord relatif à la mise en œuvre d'une offre publique concernant la SMTPC du 8 décembre 2021 ;
- des comptes sociaux annuels de la Société et des balances comptables de 2016 à 2020 ;
- des comptes sociaux semestriels et de la balance comptable du 1^{er} semestre 2021 ;
- du contrat de concession entre la ville de Marseille et SMTPC de février 1990 et ses avenants ;
- le contrat d'exploitation entre SPS et SMTPC du 30 septembre 2008 et l'avenant du 24 septembre 2018 ;
- les données historiques de trafic depuis l'ouverture du tunnel ;
- les études de trafic de SETEC et Mott MacDonald établies dans le cadre du projet Schlœsing ;
- la convention de financement entre SMTPC et le pool bancaire pour le financement du projet Schlœsing du 26 novembre 2019 ;
- du plan d'affaires 2021-2033 produit par le management ;
- du détail des charges externes et de personnel retenues dans le plan d'affaires de 2021 à 2024 ;
- du détail du plan d'investissement 2021-2033 ;
- les données macroéconomiques supportant le plan d'affaires ;
- des notes de la DGITM ;
- des notes flash de Gilbert Dupont ;
- des résultats de l'enquête de 2012 concernant les habitudes et le profil des usagers du tunnel.

Nous avons principalement utilisé la base de données financières Eikon de Refinitiv¹⁰ et les outils développés par le cabinet sous la marque Fairness Finance. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente. Enfin, nous avons examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables ainsi que leurs communication relative aux évolutions de trafic.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC.

S'agissant des prévisions financières sur lesquelles nous nous sommes basés, la direction de SMTPC nous a affirmé qu'elles correspondaient à sa vision du développement de la Société et, qu'à la date d'émission de notre rapport, elle n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, ainsi que sur les informations mises à notre disposition.

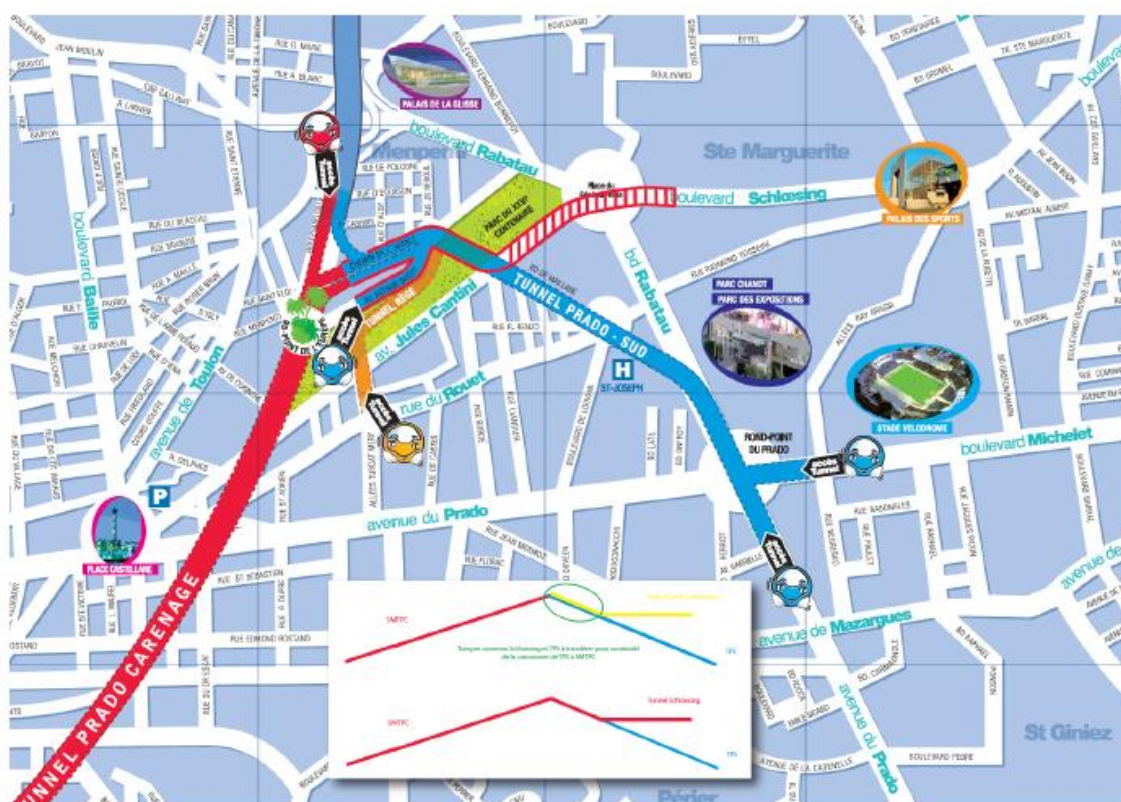
¹⁰ ex Thomson-Reuters.

3 | PRESENTATION DE SMTPC

3.1 Historique, activité et positionnement stratégique

3.1.1 Présentation générale de la SMTPC

La Société Marseillaise du Tunnel Prado Carénage, créée en février 1989, est la société concessionnaire du tunnel Prado Carénage, d'une longueur d'environ 2,5 km sur deux fois deux voies, en configuration duplex. Achievé en 1993, l'ouvrage a été bâti en utilisant un ancien tunnel ferroviaire. Il permet de traverser facilement la ville de Marseille en reliant l'autoroute A55 (au nord de la ville) à l'autoroute A50 (à l'est de la ville) et dessert le centre-ville, les quartiers sud, le Vieux Port, la zone Euro Méditerranée et les docks. Depuis le 1^{er} janvier 2016, c'est la Métropole Aix Marseille Provence qui est l'autorité concédante de la SMTPC.



Source : rapport SETEC de 2017

Initialement, la fin de la concession avait été fixée au 18 septembre 2025, soit 32 ans à compter de la mise en service. En 2019, la durée de la concession a été allongée de 7 ans et 4 mois, jusqu'au 18 janvier 2033, en contrepartie de la construction de la Bretelle Schloësing reliant le tunnel au boulevard Schloësing. Au terme de la concession du tunnel Prado Carénage, il est prévu que les ouvrages soient remis gratuitement par le concessionnaire à la Métropole.

Au 1^{er} semestre 2021, l'effectif est de 60 personnes en charge de la gestion de la concession, de la collecte du péage, de la sécurité et de la maintenance des équipements.

Le projet Tunnel Prado Carénage a été financé par :

- des capitaux propres à hauteur de 7,1 M€ ;
- les Titres Subordonnés Convertibles en actions (TSC) cotés en bourse au Second Marché pour un montant de 21,4 M€ ;

- un emprunt auprès d'un pool bancaire de 21 banques pour un montant de 147,9 m€ dont 45,7 m€ auprès de la Banque Européenne d'Investissement.

Le financement et l'exploitation de cet ouvrage sont entièrement supportés par des fonds privés, sans aucune contribution de la ville de Marseille, des collectivités ou des contribuables grâce à la loi du 2 mars 1986 qui a permis aux communes de recourir à la concession de travaux et de services publics pour la réalisation et l'exploitation d'ouvrages d'art en milieu urbain.

La SMTPC s'est engagée à assumer seule et sans recours :

- les risques de l'investissement et du financement, sans recours à aucune subvention ni aucune garantie sur les prêts de la part des collectivités publiques. Le concédant n'a pas garanti les emprunts et ne s'est pas engagé sur la fréquentation ni sur le niveau des recettes d'exploitation.
- le risque de trafic : c'est le trafic qui génère par le péage l'essentiel¹¹ des ressources de la SMTPC permettant de couvrir les charges (coûts de maintenance et de personnel, frais financiers, amortissements). Le prix du péage est indexé sur l'indice des prix à la consommation, mais aucune augmentation ne peut être répercutée à l'usager si la variation induite par l'application de l'indice est inférieure à 0,10 €.

La SMTPC assure l'ensemble des activités liées à une concession : le financement et la construction mais aussi l'exploitation de l'ouvrage : la perception du péage, le développement du trafic, la sécurité, etc. Elle est également consultant en France et à l'étranger sur différents projets de concession et d'exploitation d'ouvrages routiers et gère, depuis 2013, l'exploitation du Tunnel Prado Sud pour le compte de la société concessionnaire, la Société Prado-Sud SAS (ci-après « SPS »).

3.1.2 Le tunnel Prado-Sud

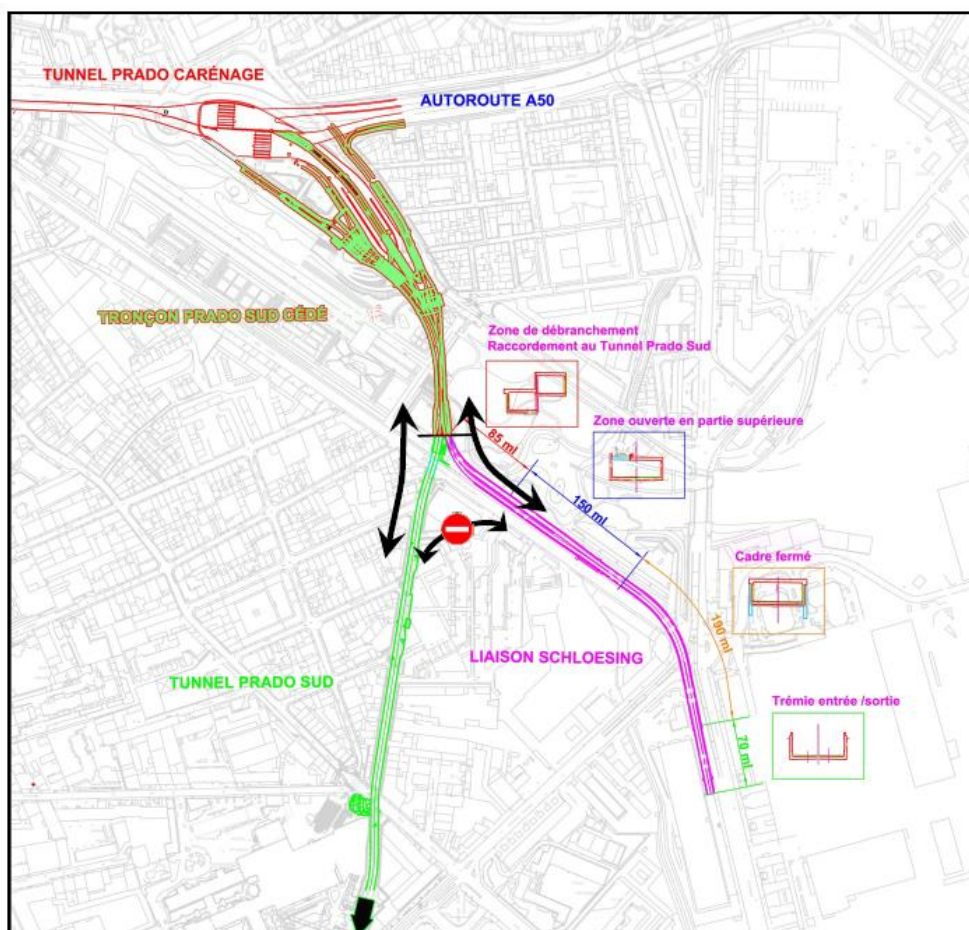
Ce tunnel d'une longueur d'environ 1 500 mètres et mis en service le 16 novembre 2013, permet un accès rapide depuis le rond-point du Prado (accès via le Boulevard Michelet et l'Avenue du Prado) vers le quartier Menpenti (A50, liaison directe vers Tunnel Prado Carénage). Prado Sud est un tunnel en duplex, avec 2 niveaux de circulation unidirectionnels. Il fait l'objet d'un contrat de concession entre la Société Prado Sud et la communauté urbaine de Marseille Provence Métropole (MPM)¹², et cela pour une durée de 46 ans (jusqu'en 2054). La SMTPC gère l'exploitation du tunnel Prado-Sud pour le compte de SPS. Au terme de la concession du tunnel Prado Carénage, la collectivité concédante s'est engagé à imposer au délégataire succédant à la SMTPC des conditions d'exploitation identiques du tunnel.

3.1.3 La Bretelle Schlœsing

Pour permettre la réalisation du prolongement de la ligne 3 du tramway et répondre à l'importante congestion de la sortie du tunnel Prado-Carénage, la Métropole d'Aix-Marseille Provence a décidé la réalisation d'une bretelle de sortie du tunnel vers le boulevard Schlœsing. La liaison souterraine se raccorde au tunnel Prado Sud sous le Parc du 26ème Centenaire, longe l'avenue Cantini à l'intérieur du Parc, passe sous la place du Général Ferrié et débouche sur le boulevard Schlœsing.

¹¹ Les autres sources de revenus représentent 3 % à 4 % du chiffre d'affaires.

¹² Devenue Métropole d'Aix Marseille Provence le 1er janvier 2016.



Source : Décision de la commission européenne du 21 novembre 2019

Cet ouvrage, long de 855 mètres, offrira un axe bidirectionnel à une voie de circulation par sens reliant ainsi directement le boulevard Schlœsing et le tunnel Prado-Carénage. La bretelle sera composée de 360 mètres d'une section relevant historiquement du périmètre de Prado-Sud - qui a été cédée à la concession Prado-Carénage (« tronçon Prado-Sud ») - et d'une nouvelle section d'environ 495 mètres à construire.

A l'issue de la décision favorable de la Commission européenne sur la compatibilité du Projet Schlœsing avec les règles d'aides d'État en matière de compensation de service public, l'avenant n°9 au contrat d'exploitation entré en vigueur le 1er décembre 2019 confie à la Société la responsabilité du financement, la conception, la construction, l'exploitation et l'entretien-maintenance de la Bretelle Schlœsing et prolonge la durée de la concession de 7 ans et 4 mois soit un terme de la concession arrêté désormais au 18 janvier 2033. En contrepartie de la prise en charge de la totalité des travaux de construction de la bretelle Schlœsing, la SMTPC avait obtenu dans un premier temps (21 décembre 2015) une extension de sa concession de 11 ans et 2 mois, avant que cette décision ne soit cassée par le préfet le 18 février 2016.

L'ouverture de la bretelle est prévue pour l'été 2023.

3.2 Analyse historique de comptes publiés

3.2.1 Évolution des résultats

Les résultats sont présentés dans le tableau ci-après, à compter de l'exercice 2018 :

Résultat en m€	31-déc.-18	31-déc.-19	31-déc.-20	30-juin-21
Chiffre d'affaires	38	35	28	15
Variation sur un an	n.a	(8)%	(21)%	21 %
Autres achats et charges externes	(4)	(3)	(3)	(1)
Impôts et taxes et versements ass.	(1)	(1)	(1)	(0)
Charges de personnel	(4)	(4)	(4)	(2)
Autres produits et charges, nets	0	1	0	1
EBITDA	30	29	21	12
En % du CA	77,4%	80,7%	75,5%	78,6%
Dot. aux amort. de caducité	(8)	(8)	(8)	(4)
Dot. aux amort. Techniques	(1)	(1)	(2)	(1)
Dot. Aux provisions et reprises, nettes	0	(0)	(0)	(0)
EBIT	21	19	11	6
En % du CA	54,6%	53,6%	37,9%	40,4%
Résultat financier	(0)	(1)	(1)	(0)
Résultat exceptionnel	(0)	0	(0)	0
Impôts sur les bénéfices	(7)	(6)	(3)	(2)
Participation des salariés	(0)	(0)	(0)	(0)
Résultat net	13	12	7	4
En % du CA	35,2%	33,9%	24,8%	27,8%
Nombre d'actions à la clôture x10 ³	5 838	5 838	5 838	5 838
BNPA	2,31 €	2,06 €	1,18 €	0,71 €

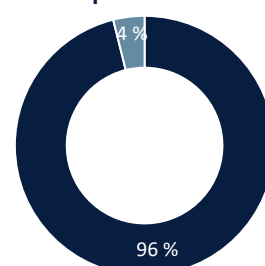
Source : rapports annuels, comptes semestriels

Depuis 2016, dernière année où l'on avait observé une croissance du trafic circulant dans le tunnel, le chiffre d'affaires de la SMTPC ne cesse de décroître du fait de l'ouverture de la rocade L2 en 2016 et 2018 ainsi que de la crise sanitaire et ses confinements successifs en 2020-21. Le chiffre d'affaires s'est ainsi rétracté de 8% en 2019 et 21% en 2020. La tendance du 1^{er} semestre 2021 montre un retour progressif à la normale, avec une croissance de 21 % par rapport au premier semestre 2020, mais en retrait de 10 % par rapport au 1^{er} semestre 2019.

Chiffre d'affaires en m€	31-déc.-18	31-déc.-19	31-déc.-20	30-juin-21
Recettes de péages	37	34	27	14
Prestations annexes	1	1	1	1
Chiffre d'affaires	38	35	28	15
Indicateurs :				
Variation du chiffre d'affaires	n.a	(8)%	(21)%	21 %
Nombre véhicules dans le tunnel (x10 ³)	16 644	14 900	11 676	6 280
Variation nbr véhicules dans le tunnel	n.a	(10)%	(22)%	21 %
Tarif moyen (€)	2,2	2,3	2,3	2,3
Tarif de base hors remises (€)	2,8	2,9	2,9	2,9

Source : rapports annuels, comptes semestriels

Répartition du chiffre d'affaires 2020 par activité



■ Recettes de péages ■ Prestations annexes

N.B : les comparaisons S1 2021 sont réalisées par rapport au S1 2020

Les charges sont principalement constituées de charges de personnel (en hausse ces dernières années, passant de 12 % à 14 % du chiffre d'affaires) et d'autres achats et charges externes relativement stables en proportion du chiffre d'affaires (entre 9 % et 10 %). Ce dernier poste est toutefois voué à croître en valeur absolue du fait de l'augmentation des charges opérationnelles liée à l'exploitation de la bretelle Schloësing. La relative stabilité observée sur la période 2018-2021 n'est pas toujours la norme, la société devant réaliser à intervalle régulier des travaux de gros œuvre et de remplacement/modernisation de l'ouvrage qui sont, pour partie, comptabilisés en charges au titre du maintien du domaine concédé.

Le ralentissement du trafic n'a eu que peu d'effet sur la rentabilité de l'exercice 2019, le taux de marge d'EBITDA ayant progressé de 77,4 % en 2018 à 80,7 % en 2019 et le taux de marge d'EBIT ne perdant que 1 %. En revanche, la rentabilité de l'exercice 2020 a été particulièrement impactée, avec une diminution du taux de marge d'EBITDA de 75,5 % notamment en raison de charges de personnel fixe de l'ordre de 4m€.

Du fait de la durée finie de la concession accordée à la SMTPC par la Métropole Aix Marseille Provence, tous les actifs de la Société devront être amortis le 18 janvier 2033. Des amortissements dits de caducité sont donc comptabilisés à ce titre. Ils représentaient 23 % du chiffre d'affaires en 2020 et sont en augmentation en raison de l'acquisition du tronçon Prado-Sud et de la construction de la bretelle Schloësing.

Le poids des charges financières est limité, de l'ordre de 2 % du chiffre d'affaires ; elles sont principalement constituées de charges d'intérêt sur emprunt correspondant à la dette levée à l'occasion du lancement du projet Schloësing. Elles sont toutefois vouées à augmenter ces prochaines années au fur et à mesure des appels de fonds pour atteindre un pic en 2023 à l'ouverture de l'ouvrage.

Avant les difficultés liées à la crise sanitaire, la Société dégagait un résultat net représentant environ de 35 % de son chiffre d'affaires. La crise sanitaire a toutefois eu un impact significatif sur la marge nette qui a atteint un plus bas de 25 % en 2020. Au cours du 1^{er} semestre 2021, la marge nette entame un début de retour à la normale à 28 %.

3.2.2 Évolution des flux de trésorerie

Les différentes composantes du tableau de financement sont présentées ci-dessous :

Tableau de financement en m€	31-déc.-18	31-déc.-19	31-déc.-20	30-juin-21
Résultat net	13	12	7	4
Charge et produits non cash	10	0	17	6
Variation des stocks	(0)	(0)	(0)	0
Dotations aux amort. et aux prov.	1	1	2	1
Dotations aux amort. de caducité	8	8	8	4
Charges à étaler	0	(1)	0	0
Plus ou moins-values de cession	0	0	0	0
Incid. var. intérêts courus non versés	(0)	(0)	(0)	(0)
Incid. var. créances et dettes d'expl	1	(8)	6	0
Flux de trésorerie provenant des op. expl.	23	12	24	10
Encaï. sur cessions immo.	0	0	-	0
Païem. sur acq. immos.	(2)	(59)	(9)	(5)
Flux de très. affectés aux opé. d'inv.	(1)	(59)	(9)	(5)
Octroi de crédits bancaires	(5)	46	5	3
Remb. sur crédits bancaires	-	(10)	0	0
Dividendes	(11)	(11)	-	(11)
Flux de trésor affectés opé. de financ.	(16)	25	5	(9)
Variation de trésorerie brute	6	(21)	20	(4)
Trésorerie à l'ouverture	35	41	31	39
Variation de trésorerie	6	(21)	8	(4)
Trésorerie à la clôture	41	19	39	36

Source : rapports annuels, comptes semestriels

La Société dégage un flux d'exploitation de 20 m€ en moyenne sur la période 2018-2020, tendance qui semble se confirmer en annualisant le flux du S1 2021. La diminution du résultat en 2020 est compensée par un effet positif de variation de BFR (+6 m€), la Société passant à nouveau en situation d'EFR en 2020 après avoir été en situation de BFR en 2019, résultant de l'existence d'un crédit de TVA significatif généré par le rachat de tronçon Prado-Sud.

Les investissements représentent 30 % à 35 % du chiffre d'affaires sur la période considérée (hors acquisition du tronçon Prado-Sud) et ressortent en augmentation au S1 2021 à 44 % du fait de la construction de la bretelle Schloësing.

En 2019, la société SMTPC a remboursé par anticipation l'emprunt contracté auprès de Natixis de 9,6 m€ et a souscrit en novembre 2019 un nouvel emprunt auprès d'un pool bancaire. Cet emprunt a été contractualisé dans le cadre du prolongement de la concession et du nouveau chantier Schlœsing.

La convention de financement prévoit (i) un crédit à terme de 60,5m€ dont un premier tirage a eu lieu en novembre 2019 pour 46 m€, suivi de 5 tirages pour un total de 5,3 m€ entre août et décembre 2020 et (ii) un crédit RSD pour 5 m€.

Enfin, la Société verse à ses actionnaires 11 m€ de dividendes par an, exception faite de l'année 2020 (au titre de l'exercice 2019) en raison de la crise sanitaire et des incertitudes qui en ont découlé. Le montant du dividende a représenté un *payout*¹³ compris entre 82 % et 92 % en 2018 et 2019.

3.2.3 Évolution de la situation bilancielle

Au cours de la période récente, le point saillant de l'évolution de l'actif fonctionnel de SMTPC est le doublement du montant des immobilisations d'exploitation corporelles entre 2018 et 2019 liée à l'acquisition du tronçon Prado-Sud pour un montant de 49 m€.

Cette augmentation de l'actif immobilisé est la traduction des investissements réalisés dans les nouvelles infrastructures qui justifient l'allongement de la concession.

Bilan fonctionnel actif en m€	31-déc.-18	31-déc.-19	31-déc.-20	30-juin-21
Immobilisations incorporelles nettes	1	1	1	1
Immobilisations corporelles	39	88	87	88
Actif immobilisé opérationnel	40	90	88	89
BFR d'exploitation	(5)	4	(2)	(3)
Actif opérationnel	35	93	86	86
Immobilisations financières	-	-	0	0
Actif économique	35	93	86	86

Source : rapports annuels, comptes semestriels

Entre 2018 et 2020, l'intensité capitalistique de l'activité, i.e. le rapport des immobilisations brutes amortissables au chiffre d'affaires, est passée de 516 % à 942 %. En d'autres termes, le Groupe a investi 9,4 € d'immobilisations pour produire 1 € de chiffre d'affaires. Ce ratio doit toutefois être relativisé, l'investissement dans la bretelle Schlœsing (qui est ponctuel) ne produira du chiffre d'affaires qu'à partir de 2023.

Le fait principal de l'évolution du passif fonctionnel est l'augmentation de l'endettement financier. La Société est passée d'une situation de trésorerie nette de 31 m€ en 2018, à une situation de dette nette de 18 m€ au S1 2021 du fait du financement des investissements Schlœsing (cf. §3.2.2 supra).

Bilan fonctionnel passif en m€	31-déc.-18	31-déc.-19	31-déc.-20	30-juin-21
Capitaux propres	65	66	73	66
Provisions pour R&C et impôt différé	0	0	0	0
Dettes financières brutes	10	46	51	54
Trésorerie	(41)	(19)	(39)	(36)
Dettes financières nettes	(31)	27	12	18
Fournisseurs d'immobilisations	1	1	1	2
Capitaux engagés	35	93	86	86

Source : rapports annuels, comptes semestriels

¹³ Dividende rapporté au résultat net.

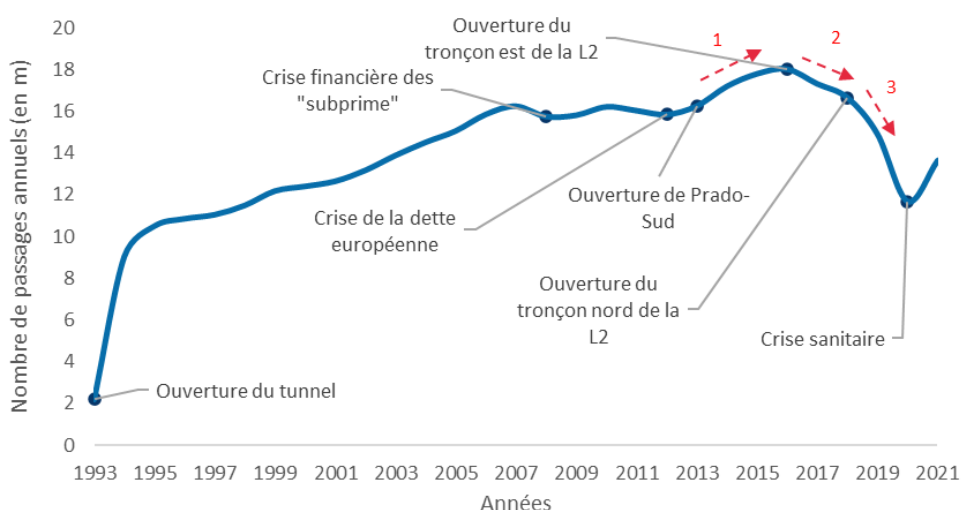
3.3 Plans d'affaires 2021-2033

3.3.1 Contextualisation des prévisions de trafic et de chiffre d'affaires

3.3.1.1 Analyse historique du trafic

La croissance annuelle du trafic du tunnel Prado Carénage a été ininterrompue entre son ouverture et l'année 2007, pour un taux de croissance annuel moyen (TCAM) de 4,6 % sur la période. Entre 2007 et 2012, le trafic est largement affecté par la crise financière des *subprime*, puis par la crise de la dette européenne, avec un TCAM¹⁴ de -0,5 % entre 2007 et 2012. Les années 2012 à 2016 sont marquées par une croissance positive relativement soutenue pour une croissance moyenne de 3,3 %, rendue possible par l'ouverture de la bretelle Prado Sud en 2013.

A partir de 2016, le trafic a en moyenne diminué de 6,1 % jusqu'en 2019, du fait de l'ouverture des deux tronçons de la rocade L2 en 2016 et en 2018. La baisse du trafic en 2020, année fortement marquée par la crise sanitaire au cours des 9 derniers mois de l'année, est de -21,6 %.



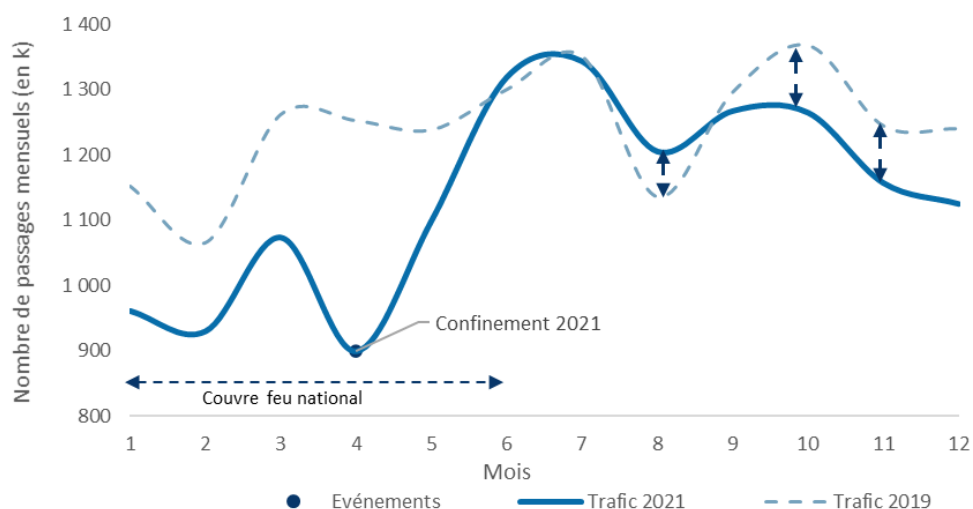
L'analyse des grandes tendances illustrées supra fait ressortir les constations suivantes :

- La fréquentation du tunnel est bien corrélée à la situation économique générale, un coup d'arrêt de la croissance de la fréquentation pouvant être observé lors de la crise financière des *subprime* ;
- Il y a bien un effet de synergie positive lié à l'ouverture d'ouvrages connectés au tunnel Prado-Carénage. Ce phénomène est clairement observable lors de l'ouverture de Prado-Sud (flèche 1 supra) ;
- A l'inverse, le trafic de l'ouvrage montre une forte sensibilité à l'impact de nouveaux itinéraires de contournement gratuits, comme l'ouverture de la L2. Le phénomène semble cumulatif avec une accélération de la perte de trafic lors de l'ouverture du second tronçon de la L2 (flèche 2 vs flèche 3).
- L'éclatement de la crise sanitaire masque l'effet de la L2 sur le trafic 2020 et 2021. Il n'est donc pas possible de vérifier si les pertes de trafic au profit de cet itinéraire ont atteint leur point d'équilibre en 2019¹⁵ ou non.

¹⁴ Pour Taux de Croissance Annuel Moyen

¹⁵ L'opinion du management de la SMTPC est que l'effet négatif de la L2 sur le trafic TPC se poursuivra en 2021 et en 2022.

3.3.1.2 Focus sur le trafic de l'année 2021



L'année 2021 est marquée par une croissance de rattrapage de près de 17 % par rapport à 2020, et ce malgré un confinement d'un mois au 1^{er} trimestre 2021 et un couvre-feu national qui a couvert l'intégralité du premier semestre. Le trafic de l'été 2021 est considéré par le management comme exceptionnellement bon du fait des restrictions relatives aux voyages à l'étranger. La situation à la fin de l'année 2021 est plus mitigée. Les données de trafic des mois de septembre à décembre 2021 ressortent significativement inférieures à la même période en 2019 ; la résurgence de la pandémie et des mesures qui l'accompagnent devraient impacter négativement les premiers mois de 2022.

3.3.1.3 Travaux de modélisation du trafic

Une modélisation fine du trafic anticipé a été réalisée dans le cadre de la présentation du dossier Schlœsing à la Commission européenne. Dans ce contexte, deux experts sont intervenus. Le cabinet SETEC a produit un rapport (dernière mise à jour datant de novembre 2017) sur lequel s'est appuyé la SMTPC pour produire le plan d'affaires qu'elle a présenté à la Commission. Dans un second temps, le cabinet Mott MacDonald a revu et mis à jour les travaux de SETEC pour le compte du pool bancaire (rapport du 16 novembre 2018 mis à jour sous la forme d'une note technique le 17 septembre 2019). Malgré leur pertinence technique, ces prévisions sont malheureusement trop anciennes pour pouvoir être utilisées aujourd'hui. En effet, la survenance de la crise sanitaire a induit, en plus de ses effets immédiats, des changements sociétaux profonds encore difficilement quantifiables, notamment dans le cas du tunnel du Prado-Carénage dont l'essentiel du trafic est constitué des trajets travail-domicile et qui ne bénéficie pas, comme les autoroutes par exemple, d'un trafic poids lourds plus stable.

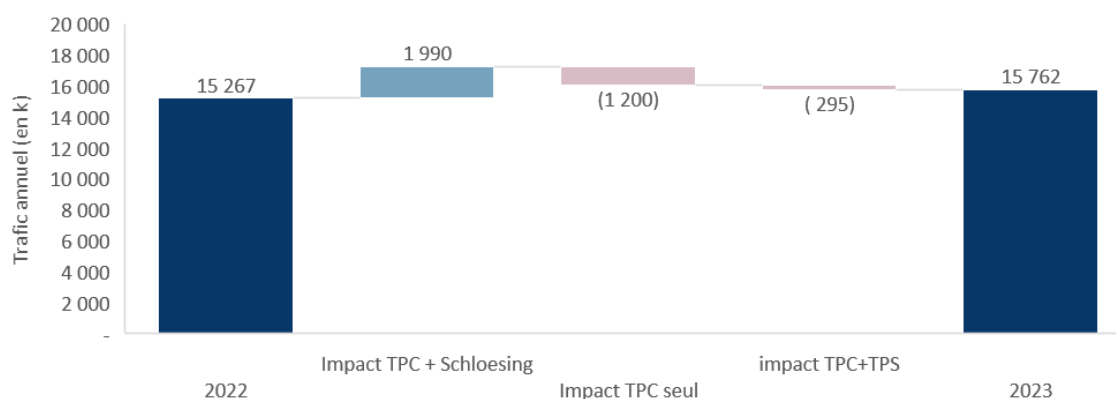
Les rapports cités supra présentent toutefois l'intérêt d'estimer la dynamique de l'évolution du trafic basée sur des paramètres objectifs (zonage, réseau, limitation de vitesse, coût du carburant, inflation anticipée, ...) et tiennent compte d'un certain nombre d'événements identifiés :

- l'ouverture de la bretelle Schlœsing (prévue à l'époque début 2022) ;
- la réalisation du Boulevard Urbain Sud (BUS) ;
- la réalisation du tramway Castellane / Ste Marguerite qui implique une réduction de capacité sur l'avenue Cantini et le boulevard Schlœsing ;
- la connexion de la ZAC Capelette à l'autoroute A50 (via le boulevard Fifi Turin et l'échangeur Cabassud).

Pour construire son plan d'affaires, le management a repris ces travaux et les a actualisés en intégrant des prévisions de croissance revues, la nouvelle date d'ouverture prévue de la bretelle Schlœsing ainsi que sa meilleure estimation des conséquences immédiates et à plus long terme de la crise sanitaire.

3.3.1.4 Impact de l'ouverture de la bretelle Schlœsing sur le trafic

L'impact de l'ouverture de la bretelle Schlœsing sur le trafic est délicat à apprécier du fait des effets de vases communicants entre les tunnels. A titre illustratif, nous présentons infra la décomposition des prévisions de trafic estimées par le cabinet Mott MacDonald en 2019, soit avant la crise sanitaire, qui retenait une hypothèse d'ouverture du nouvel axe au 1^{er} janvier 2023 (ouverture décalée à l'été 2023 depuis). La progression globale du trafic prévue post ouverture de la bretelle était anticipée à l'époque à +3,2 % mais, comme on peut l'observer sur le *bridge* ci-dessous, elle se décompose en plusieurs effets se compensant entre eux :



Dans ces prévisions, l'ouverture de la bretelle Schlœsing permettait de générer près de 2 millions de passages¹⁶, soit 13 % du trafic total 2022. Cependant, une partie de ce trafic se fait au dépend des autres itinéraires exploités par la SMTPC (tunnel Prado-Carénage seul ou tunnels Prado-Carénage + Prado-Sud) qui voient leur trafic se réduire de 1,5 millions de passages.

3.3.1.5 Impact du trafic sur le chiffre d'affaires

Dans la modélisation mise en œuvre par le management, l'application d'un prix moyen par passage permet de passer du trafic anticipé au chiffre d'affaires prévisionnel. Ce prix moyen est déterminé par la conjonction de deux effets :

- **Effet tarif** : le prix « de base » du ticket est fixé en 2021 à 2,90 €. Un système d'abonnement et de réduction permet toutefois de le réduire pour les usagers réguliers. Par exemple, en 2020 le tarif moyen payé par les utilisateurs du tunnel principal s'élevait à 2,76 €. Le tarif de base est indexé sur l'inflation et ne peut être modifié que si l'effet de l'indexation dépasse 10 centimes d'euros.
- **Effet mix tunnel** : Le tarif détaillé supra ne s'applique toutefois qu'aux passages par le seul tunnel Prado-Carénage. La part des revenus perçus par la SMTPC pour les usagers qui empruntent à la fois le tunnel Prado-Carénage et le tunnel Prado-Sud est plus réduite. C'est pourquoi le prix moyen perçu par la SMTPC en 2020 sur l'intégralité de son trafic n'a été que de 2,30 €. Cet effet mix est important si l'on considère l'ouverture prochaine de la bretelle Schlœsing qui va générer une hausse du trafic mais aussi une hausse du prix moyen perçu par la SMTPC, les usagers qui emprunteront cette bretelle ne passant plus par le tunnel Prado-Sud.

3.3.2 Principales caractéristiques du plan d'affaires du management

Le management de la SMTPC nous a communiqué un compte de résultat détaillé ainsi qu'un tableau de financement couvrant l'intégralité de la durée résiduelle de la concession, soit la période 2021-2033.

¹⁶ Cette évolution combine à la fois l'évolution naturelle du trafic lié à la croissance économique telle qu'anticipée à l'époque et l'impact de l'ouverture de l'ouvrage.

3.3.2.1 Trafic

S'agissant du trafic, le plan du management retient une hypothèse de normalisation des effets de la crise sanitaire sur deux ans avec un nombre de passages dépassant celui de 2019 en 2023. Il tient ensuite compte de l'ouverture de la bretelle Schlœsing au 2nd semestre de 2023 et anticipe une croissance globale du trafic à ce titre de 1,9 %¹⁷ étalée sur le S2 2023 et le S1 2024. Le trafic est ensuite prévu en croissance lente (de l'ordre de 0,7% en moyenne), à l'exception de l'année 2030 où une baisse de 2,4 % est anticipée pour tenir compte de la connexion de l'A50 au boulevard Fifi Turin.

3.3.2.2 Chiffre d'affaires

Afin de déterminer le chiffre d'affaires, le management modélise l'impact de l'inflation anticipée sur le tarif de base et tient compte de l'impact de l'ouverture de la bretelle Schlœsing avec un prix moyen perçu par passage, qui augmente à cette occasion de 0,20 €¹⁸. Dans ce contexte, nous estimons l'impact total de l'ouverture de la bretelle Schlœsing attendu par le management sur le chiffre d'affaires à +7,6 %.

3.3.2.3 Charges

Sur toute la durée du plan, les charges de personnel restent relativement stables autour de 11 % du chiffre d'affaires. Les autres achats et charges externes sont toutefois en augmentation significative et passent d'un niveau correspondant à 10 % du chiffre d'affaires en 2020-21, à une cible proche de 12 %. Cette hausse se justifie selon le management par les efforts réalisés en 2019-20-21 pour contenir les dépenses au regard de la baisse du trafic et de la situation économique, par les frais supplémentaires engendrés par l'exploitation du nouveau tronçon Schlœsing, par des coûts supplémentaires liés au vieillissement de l'ouvrage et au renouvellement de certaines infrastructures, et par une marge de sécurité visant à couvrir les charges imprévues. A ceci s'ajoutent les charges liées à l'obligation de maintien en bon état du domaine concédé qui augmentent en fin de concession.

3.3.2.4 Profitabilité

Dans ce contexte la marge d'EBITDA cible anticipée par le management ressort en baisse par rapport à son niveau historique (moyenne 2022-2030 : 75 % du chiffre d'affaires). La marge d'EBIT, quant à elle, ressort légèrement supérieure aux niveaux 2020-21 (moyenne 2022-2030 : 46 %). Le résultat net est anticipé relativement stable, proche du niveau atteint en 2019 à 32 % (moyenne 2022-2030).

3.3.2.5 Investissements

Les investissements anticipés par le management tiennent compte de la construction de la bretelle Schlœsing et des besoins liés à l'entretien, et au renouvellement de certaines infrastructures du tunnel (ventilation et éclairage notamment). Nous avons obtenu un plan d'investissement intégrant un détail des investissements significatifs prévus, ainsi qu'une estimation des investissements récurrents de moindre importance regroupés sous un intitulé unique. Les investissements hors impact des travaux Schlœsing ainsi prévus représentent un niveau moyen de l'ordre de 5 % (dans la fourchette basse de la moyenne¹⁹ du ratio sur 2014-2019, retraité des investissements Schlœsing).

¹⁷ Issue des prévisions de Mott MacDonald de 2019, retraitées de la croissance naturelle du trafic.

¹⁸ Montant intégrant la hausse tarifaire liée à l'inflation et à l'évolution du mix TPC-TPS.

¹⁹ Niveau moyen relevé de 6 %, intervalle de confiance à 95% de cette moyenne compris entre 4 % et 8 %.

3.3.3 Scénario alternatif

Les hypothèses retenues par le management étant clairement identifiées, nous avons été à même de tester un scénario alternatif plus volontariste qui diffère des prévisions du management sur les points détaillés ci-après.

3.3.3.1 Trafic

Le management anticipe un retour à la normale en 2023 (un dépassement du trafic atteint en 2019). Nous avons testé l'impact sur la valeur d'une hypothèse plus volontariste en estimant la base de trafic 2022 à partir des niveaux relevés les 7 derniers mois de 2021, en tenant compte du poids de ces mois dans l'année (poids moyen observé entre 1994 et 2019). Cette approche, simpliste, estime la base de trafic 2022 à 14,5 millions de passages, soit environ 300 k passages de plus que la prévision du management. Cette base est ensuite projetée sur la période 2023-2033 en retenant des taux de croissance égaux à ceux retenus par le management.

3.3.3.2 Chiffre d'affaires

Les effets prix et mix tunnel n'ont pas été modifiés dans notre scénario alternatif. Seul l'effet volume impacte donc le chiffre d'affaires qui ressort 1,5 % supérieur à celui retenu par le management.

3.3.3.3 Charges

S'agissant des charges, nous avons pris le parti de considérer que l'aléa de prévision devait être ajusté dans le taux d'actualisation et avons neutralisé la portion des autres achats et charges externes couvrant des dépenses encore non identifiées (charges pour imprévus). Dans le modèle alternatif également, nous avons modélisé l'économie des charges nettes devant être réalisée à la suite du passage envisagé de la cotation de l'action SMTPC sur Euronext Growth.

3.3.3.4 Profitabilité

Dans ce contexte la marge d'EBITDA cible anticipée dans ce scénario alternatif ressort supérieure à celle prévue par le management de 1,4 %. L'impact sur la marge d'EBIT, plus prononcé, ressort à + 3%.

3.3.3.5 Investissements

A l'instar de l'option que nous avons retenue pour les charges, nous avons neutralisé les investissements non précisément identifiés dans le plan du management. Le niveau moyen 2022-2030 d'investissements rapporté au chiffre d'affaires de ce scénario alternatif ressort donc inférieur de 1,3 % à celui anticipé par le management et très proche de la fourchette basse 2014-2019 (cf. note 17 supra).

4 | TRAVAUX D'ÉVALUATION

Conformément aux dispositions du règlement général et aux recommandations de l'AMF en matière d'expertise indépendante, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères. Après avoir déterminé les éléments communs nécessaires à nos travaux d'évaluation, nous avons identifié les critères et les méthodes jugés pertinents au cas d'espèce et les avons mis en œuvre.

4.1 Analyse des accords conclus dans le cadre de l'Offre

Préalablement à la mise en œuvre du projet d'Offre, les Initiateurs ont conclu entre eux plusieurs accords :

- Le 23 avril 2021, le Protocole d'intentions relatif à la Société Marseillaise du Tunnel Prado Carénage ;
- Le 8 décembre 2021, l'Accord d'offre publique et le Pacte d'actionnaires.

Le Protocole d'intentions précise les termes et conditions de l'Offre telle qu'elle était envisagée par les Initiateurs (nature, prix d'offre, nombre de titre visés, intention à 12 mois, répartition des titres acquis entre les Initiateurs) et expose les principales caractéristiques du Pacte d'actionnaires.

Le Pacte d'actionnaires²⁰, acte fondateur de l'action de concert, indique les règles de gouvernance et celles relatifs au transfert de titres qui prévalent à compter de la prise d'effet du Pacte le 8 décembre 2021, ainsi que les stipulations habituelles de ce type de document (adhésion, durée, résiliation, notification, confidentialité etc...). En particulier, le Pacte présente la composition du conseil d'administration de la Société en cas de transfert de la cotation sur Euronext Growth, les règles de désignation du président du conseil d'administration, du directeur général et du directeur financier, les décisions importantes devant être soumises au conseil d'administration. Il prévoit également l'octroi d'un droit de veto à chacun des deux Initiateurs. S'agissant des règles relatives au transfert des titres, le Pacte impose des restrictions à la libre cession des titres de la Société (hors Initiateurs et leurs affiliés) et une obligation de cession conjointe, et octroie un droit de préemption aux actionnaires restants en cas de cession.

L'Accord d'offre publique conclu précise les conditions de mise en œuvre de l'Offre, soit principalement l'engagement irrévocable des parties à déposer une offre en qualité de co-initiateurs agissant de concert, le prix de l'Offre et la répartition du financement de cette dernière.

Selon notre analyse, ces accords ne présentent pas d'élément susceptible de remettre en cause le principe d'égalité de traitement entre les actionnaires.

4.2 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

4.2.1 Nombre de titres

Le nombre total d'actions inscrit à la cote est égal à 5 837 500 actions.

²⁰ Dont les clause ont été publiées sur le site de l'AMF le 14 décembre 2021.

4.2.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Le tableau suivant présente les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres :

SMTPC		
Eléments de passage de la VE à la VCP		
k€	31-déc.-20	30-juin-21
Dette financière	(51 305)	(53 843)
Disponibilités et équivalents	39 362	35 702
Position financière nette	(11 943)	(18 142)
Intérêts minoritaires	-	-
Provisions pour R&C	-	-
Provisions pour retraite	(105)	(138)
Actifs financiers	3	3
Autres éléments	(102)	(135)
Total	(12 045)	(18 277)

Ces éléments reposent sur les données bilancielle au 30 juin 2021 communiquées par le management et se décomposent de la manière suivante :

- La position financière nette est déterminée à partir des montants de dette financière et de disponibilités repris dans les comptes sociaux à fin juin 2021.
- Les provisions pour engagements de retraite retenues sont retraitées de l'économie d'impôt qu'elles généreront.
- Des actifs financiers pour un montant non significatif.

4.3 Méthodes ou références non retenues

4.3.1 Actif net comptable

La prise en compte de l'actif net comptable n'est appropriée que lorsque les valeurs comptables des actifs et des passifs sont identiques à leurs valeurs vénales, pour autant que l'arrêté de compte soit suffisamment proche de la date d'évaluation et/ou que l'évaluation séparée desdits actifs et passifs soit préférable à une évaluation globale fondée sur la combinaison des facteurs de production. En l'espèce, les actifs de la Société n'étant pas comptabilisés en valeur de marché, la méthode n'est pas applicable.

Pour mémoire, les capitaux propres part du Groupe au 30 juin 2021 s'établissent à 66 m€, soit 11,30 € par action. Le prix d'Offre extériorise une prime de 139 % par rapport à cette référence.

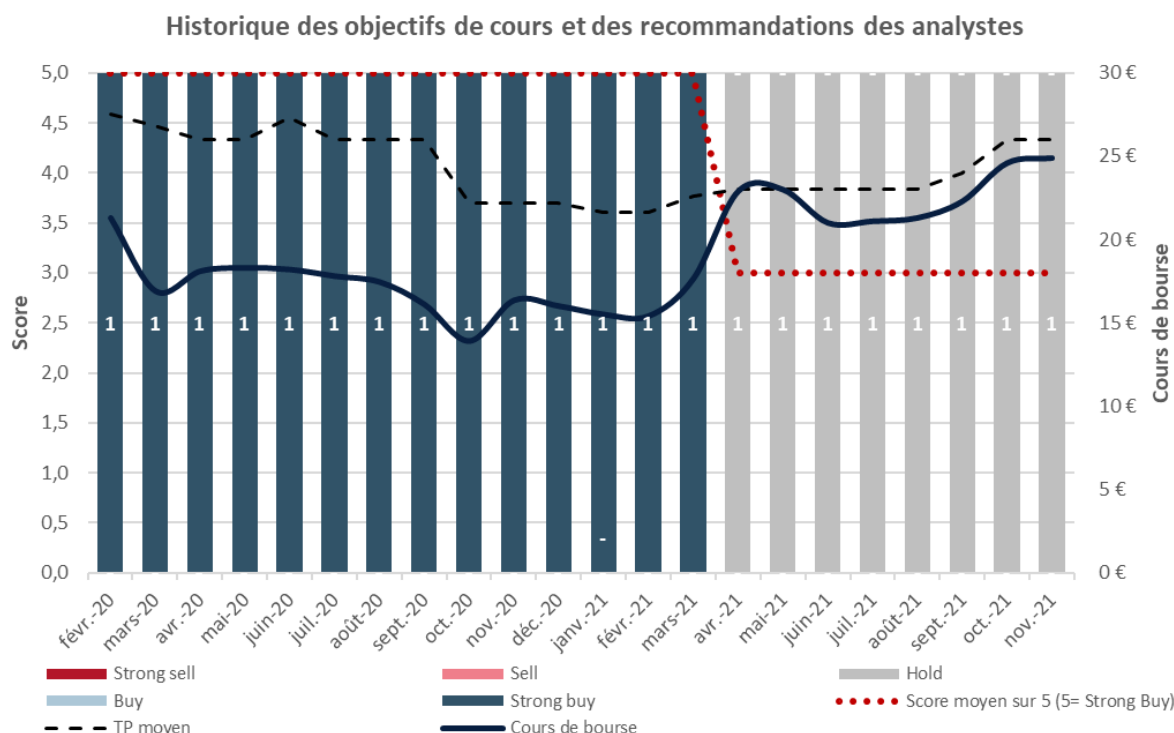
4.3.2 Méthodes de l'actif net réévalué

Cette méthode consiste à déterminer la valeur de marché de tous les postes comptables d'actif et de passif du bilan de la Société. L'application de cette méthode de valorisation consisterait donc, pour l'essentiel, à réestimer la totalité des actifs corporels et incorporels figurant ou non à l'actif du bilan, dans la perspective du développement de l'activité, approche globalement mise en œuvre par ailleurs au travers de l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles.

Cette méthode a été écartée dans la mesure où elle n'apporte pas d'élément supplémentaire pertinent à la formation de notre opinion.

4.3.3 Approche par les objectifs de cours des analystes financiers :

La SMTPC est suivie par un unique analyste financier : la société de bourse Gilbert Dupont avec laquelle elle a signé un contrat permettant d'assurer le suivi du titre. L'évolution des recommandations et de l'objectif de cours publié par Gilbert Dupont est résumée ci-après :



Du fait de ce suivi réduit, nous ne considérons pas la méthode comme pertinente. Nous relevons toutefois que le prix d’Offre extériorise une prime de 3,85 % par rapport au dernier objectif de cours de 26 €, publié par Gilbert Dupont²¹ le 17 octobre dernier²², de 19,5 % si nous considérons l’objectif de cours de fin mars 2021 et de 16,5 % si nous considérons l’objectif de cours moyen des 12 derniers mois.

4.3.4 Approche par les comparables boursiers

L’approche analogique classique consistant à appliquer des multiples de valeur d’entreprise ou de capitaux propres relevés sur un échantillon de sociétés cotées comparables ne peut pas s’appliquer au cas d’espèce, la SMTPC exploitant une concession d’une durée déterminée sur un seul actif aux caractéristiques uniques (actif unique de taille modeste, situé en zone urbaine, interdit aux poids lourds, avec une faible saisonnalité). Dans ce contexte, les approches analogiques ne peuvent être présentées qu’à titre de recoupement et seulement si elles sont ajustées pour tenir compte des conditions de la concession et, notamment, de sa durée résiduelle d’exploitation.

4.3.4.1 Méthodologie mise en œuvre

L’approche analogique mise en œuvre a consisté à relever les multiples de valeur d’entreprise sur EBITDA 2022 présentés dans les sommes des parties publiées dans les notes d’analystes financiers²³ portant sur des concessions dans le secteur du transport routier et ferroviaire. Les multiples ainsi obtenus ont ensuite été régressés statistiquement en fonction de la durée résiduelle de la concession.

Ces régressions ont ensuite été appliquées à l’EBITDA 2022 anticipé dans le BP management et dans le scénario alternatif.

Cette approche permet d’appliquer, en apparence, une méthode analogique mais, dans les faits et comme développé §6.2, la totalité des analystes financiers mettent en œuvre une approche d’actualisation de flux qui leur

²¹ Qui recommandait d’apporter à l’Offre au prix initial de 23 € avec possibilité d’un retrait obligatoire, dans sa note du 1^{er} avril 2021.

²² Après la publication du prix d’Offre le 8 décembre 2021, le bureau d’analyste a ajusté son objectif de cours à 27 € le 9 décembre 2021.

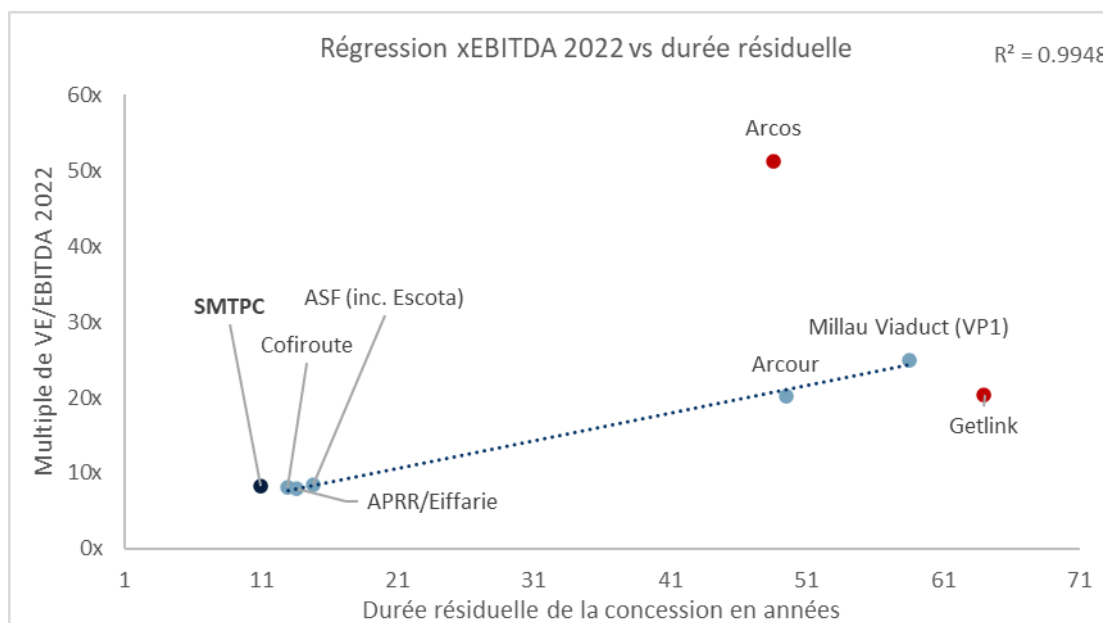
²³ Sources : UBS, Bank of America, Deutsche Bank, Exane.

permet d'inférer les multiples appliqués dans leurs approches de somme des parties qui justifie leurs objectifs de cours, qui, au cas d'espèce, ressortent significativement supérieurs au cours de bourse.

4.3.4.2 Echantillon de concessions analysées

Les concessions ainsi analysées sont les suivantes : APRR/Eiffarie, Millau Viaduct (VP1), ASF (inc. Escota), Cofiroute, Arcour, Arcos, Getlink.

4.3.4.3 Régressions statistiques simples par rapport à la durée résiduelle de concession



Si nous excluons de l'échantillon Arcos, ouverte en décembre 2021, et Getlink du fait des problématiques très particulières que rencontre la société (effet combiné de la crise sanitaire et du Brexit), les régressions des multiples de VE/EBITDA 2022 retenus par les analystes financiers par rapport à la durée résiduelle de la concession ressortent très significatives avec un R^2 de 99,48 %. Cette corrélation très forte s'explique par le fait que les analystes utilisent une approche d'actualisation de flux (qui tient mécaniquement compte de la durée résiduelle de concession) pour déterminer la valeur d'entreprise reprise au numérateur du multiple présenté.

4.3.4.4 Résultats de l'approche analogique

L'application de la régression décrite supra à une durée résiduelle de 11 ans extériorise un multiple d'EBITDA 2022 de 7,1x. Appliqué aux prévisions du BP management et du scénario alternatif, ce multiple valorise l'action SMTPC entre 27,7 € et 29,0 €, soit une valeur centrale de 28,3 €.

Ces résultats doivent toutefois être relativisés au regard :

- de la nature particulière de l'ouvrage exploité qui présente un profil de trafic (cf. annexe 8.2) différent de celui des autoroutes qui servent de référence pour cette approche analogique ;
- du biais introduit dans l'approche par le fait que les multiples relevés ne sont pas calculés par rapport à une valeur de marché mais par rapport à une approche d'actualisation de flux visant à estimer à des objectifs de cours à 12 mois, qui s'agissant des sociétés contrôlant les sociétés concessionnaires des autoroutes françaises, Vinci et Eiffage, n'ont pas été atteints.

4.3.5 Approche par les transactions comparables

La méthode des transactions comparables pâtit des mêmes faiblesses de mise en œuvre méthodologique que celles relevées précédemment dans la méthode des comparables boursiers, s'agissant d'un actif aux caractéristiques

singulières. Par ailleurs, les transactions initiales portant sur les concessions autoroutières en France²⁴ qui auraient pu être retenues pour la constitution d'un échantillon, remontent à près de vingt ans, une ancienneté qui nous paraît rendre inopérante la méthode, même à titre d'information.

En conséquence, nous ne retenons pas cette méthode dans le cadre de nos travaux d'évaluation.

4.4 Critères et méthodes retenus

4.4.1 Cours de bourse

Depuis juillet 2004, date de son introduction en bourse, l'action SMTPC a été cotée sur le compartiment B puis sur le compartiment C (*Small Cap*) d'Euronext Paris (FR0004016699). La valeur est par ailleurs une composante des indices CAC *Industrials*, CAC *Mid & Small* et CAC *Small*.

Avec un flottant au 31 mars 2021, date d'annonce de l'Offre, de 33,8 % et une rotation annuelle du flottant de 35,48 %, l'action peut être jugée suffisamment liquide sur la base des critères usuellement retenus par les évaluateurs mais ne répond pas à ceux fixés par la Commission européenne²⁵. Nous considérons toutefois la référence au cours de bourse préannonce de l'Offre comme une référence de valeur pertinente, mais l'évolution qui a suivie comme pouvant avoir été biaisée par des mouvements spéculatifs.

Synthèse des prix et de volumes échangés au 31 mars 2021 :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée ⁽¹⁾	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	24,50	13,00	18,59	1 999 146	2 606	34,25%	101,55%	99,74%
24 mois	23,30	13,00	18,11	1 410 592	2 755	24,17%	71,58%	99,61%
12 mois	19,90	13,00	16,73	699 952	2 734	11,99%	35,48%	100,00%
6 mois	18,40	13,00	16,04	430 814	3 366	7,38%	21,84%	100,00%
3 mois	18,40	13,95	16,26	263 473	4 182	4,51%	13,36%	100,00%
20 jours de bourse	18,40	15,15	17,18	112 337	5 617	1,92%	5,69%	100,00%
Spot	18,40	17,65	17,65	4 522	4 522	0,08%	0,23%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : Refinitiv Eikon.

Compte tenu du délai écoulé depuis la date d'annonce de l'Offre, nous présentons également, à titre indicatif, les mêmes indicateurs calculés au 8 décembre 2021 :

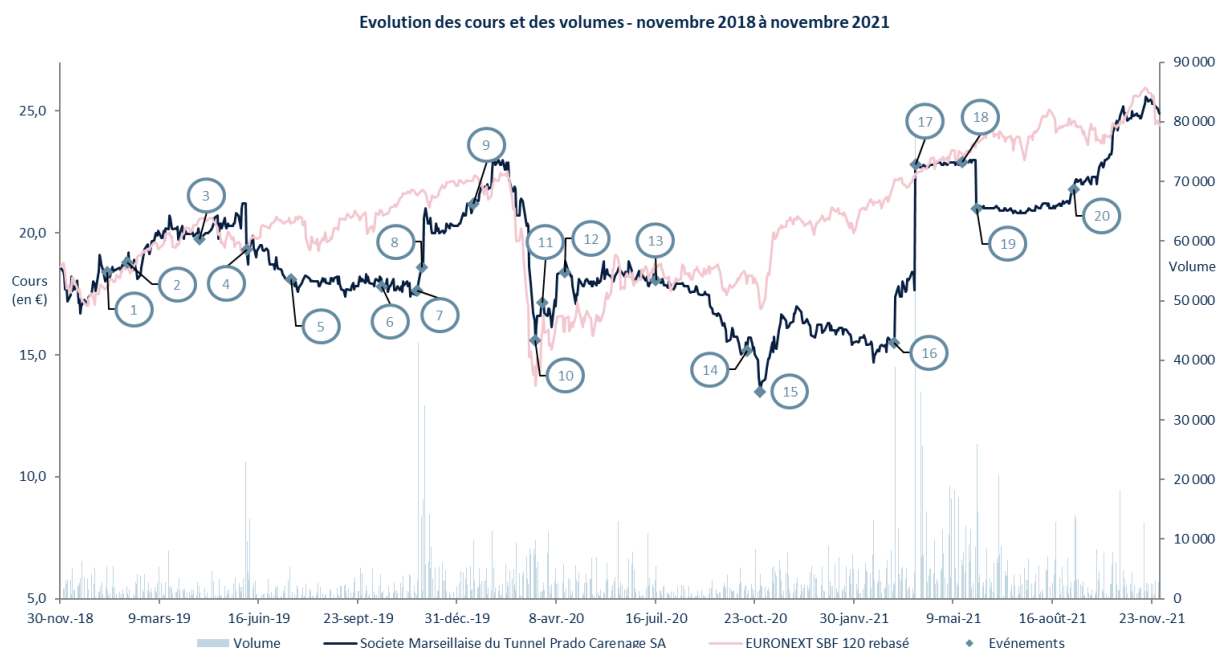
Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée ⁽¹⁾	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	25,80	13,00	19,75	2 478 875	3 232	42,47%	126,65%	99,74%
24 mois	25,80	13,00	20,00	1 890 492	3 685	32,39%	96,77%	100,00%
12 mois	25,80	13,95	20,92	1 214 813	4 727	20,81%	62,80%	100,00%
6 mois	25,80	20,80	22,35	436 997	3 336	7,49%	23,03%	100,00%
3 mois	25,80	22,00	24,10	177 981	2 738	3,05%	9,55%	100,00%
20 jours de bourse	25,80	24,70	25,21	50 998	2 550	0,87%	2,75%	100,00%
Spot	25,50	25,40	25,50	537	537	0,01%	0,03%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : Refinitiv Eikon.

²⁴ i.e. les privatisations des trois grands réseaux autoroutiers français, ASF, SANEF et APRR, intervenues entre 2002 et 2006.

²⁵ Cf. Article 2, paragraphe 1, point 1.7 b) du règlement UE n°600/2014, seuil de 100 m€ de flottant et volume échangé journalier au moins égal à 1 m€.

4.4.2 Revue historique du cours de bourse



Le chiffre d'affaires du T4 2018, publié le ① 16 janvier 2019 ressort en baisse de 14,23% suite à la mise en service du tronçon complet L2 le 25 octobre 2018. Cette perte d'activité semble avoir déjà été intégrée par le marché tout au long de l'année 2018²⁶ qui ne sanctionne pas cette annonce ; au contraire, à cette date le cours est inscrit sur une tendance haussière. Par ailleurs, le Groupe annonce le ② 5 février 2019 avoir remboursé de façon anticipée sa dette bancaire d'un montant de 9,6 m€. La publication du chiffre d'affaires du T1 2019 communiquée le ③ 18 avril 2019 à 8,2 m€ en baisse de 15,6 %, n'entame pas la dynamique positive du cours qui atteint un point haut à 21,2€ le 31 mai 2019.

Au ④ 3 juin 2019, à la date de détachement du coupon lié au paiement des dividendes pour un montant de 11 091 250 € au titre de l'exercice 2018, le cours s'engage alors sur une tendance baissière jusqu'au 14 novembre 2019. Cette période ne semble pas faire pas l'objet d'événement particulier hormis la dégradation du trafic évoquée supra, liée à la mise en circulation d'un itinéraire concurrent libre de péage (L2). Ainsi, les chiffre d'affaires du T2 (publié le ⑤ 18 juillet 2019) et du T3 (publié le ⑥ 17 octobre 2019) sont en recul, respectivement de 14,3 % et 11,9 %.

En novembre 2019, le cours augmente rapidement à la suite de l'autorisation par la Commission Européenne du projet Schlœsing le ⑦ 21 novembre 2019. La SMTPC bénéficie à cette occasion d'un allongement de 7 ans et 4 mois de la durée de sa concession en compensation de la construction de la bretelle Schlœsing d'accès au tunnel Prado Carénage. Afin de financer ce projet, le Groupe annonce dans la foulée, le ⑧ 26 novembre 2019, la mise en place d'un crédit à terme souscrit auprès de la Banque Postale, Caisse d'Epargne CEPAC et Caixabank, d'un montant maximum en principal de 60,5 m€, ainsi qu'un crédit revolving d'un montant maximum de 5,0 m€. Le cours semble également saluer le communiqué du chiffre d'affaires du T4 2019, publié le ⑨ 16 janvier 2020, en hausse de 7,89% porté par un trafic en hausse de 4,41% (le trafic du T4 2018 avait été perturbé par les fermetures dues aux manifestations des gilets jaunes). Cette dynamique porte le cours à un point haut de 22,9 €, atteint durant plusieurs séances en février 2020.

La propagation du virus Covid-19 en France suivie par la décision d'un confinement national à compter du 17 mars 2020 a eu un effet sur le cours de la SMTPC comparable à celui du marché en général (cf. évolution de l'indice SBF 120), avec une baisse de 31,8 % entre le 18 février 2020 et le ⑩ 18 mars 2020, conduisant à un point bas à 15,6 €. Le management communique dès le ⑪ 25 mars 2020 sur les impacts estimés du Covid-19, annonçant une

²⁶ Le cours de bourse a subi une baisse de près de 25 % en 2018.

forte contraction du trafic, en retrait de 71 % sur la période 18 au 22 mars 2020, principalement liée à la baisse significative des trajets domicile-travail.

Le cours se stabilise ensuite autour de 18 €, notamment à la suite des communiqués du CA des T1 2020 le 12 16 avril 2020, en recul de 11,1 %, et du CA du T2 2020 le 13 16 juillet 2020, en recul de 43,8 %. Le management a notamment insisté sur sa volonté de maîtriser ses coûts d'exploitation, recourir à l'activité partielle et revoir le planning des investissements. Le cours a néanmoins décroché à partir de septembre et a atteint son point le plus bas jamais enregistré le 15 28 octobre 2020 à 13,5 €. Le marché semble sanctionner le chiffre d'affaires du T3 2020 publié le 14 15 octobre 2020, en retrait de 3,3 % malgré la fin du confinement et la reprise anticipée du trafic de la saison touristique sur ce semestre. Le cours termine l'année 2020 à 16,0 €, en retrait de 21,6 % par rapport au 1^{er} janvier 2020.

La publication des résultats annuels 2020 en date du 16 11 mars 2021, faisant état notamment d'un CA à 27,9 m€ en retrait de 21,0 %, sont positivement perçus par le marché, avec une hausse du cours de 12,2 % à 17,4 €. Par la suite, le 17 1^{er} avril 2021, les deux actionnaires Vinci Concessions et Eiffage informent le marché de leur intention d'initier une OPAS au prix de 23 € par action, dividende attaché, en vue de retirer SMTPC de la cote par la mise en œuvre le cas échéant d'une procédure de retrait obligatoire. Le cours de l'action s'aligne, passant de 17,6 € au 31 mars à 22,8 € au 1^{er} avril.

Le 18 18 mai 2021, l'assemblée générale mixte décide du versement d'un dividende de 1,90 € par action, soit un total de 11 m€. Le détachement du coupon a lieu le 19 1^{er} juin 2021. Le 20 6 septembre 2021, la Société publie des résultats semestriels en progression par rapport à 2020 (avec un chiffre d'affaires en hausse de 21% par rapport au S1 2020, mais qui reste en baisse de 10 % par rapport au S1 2019).

L'évolution du cours depuis le 31 mars 2021 a été relativement volatile pour un titre faisant l'objet d'un projet d'OPA. La première variation a eu lieu le 1^{er} juin 2021 avec une baisse mécanique à un niveau proche de 21 € du fait du détachement du coupon de 1,9 € par action. Passé le 20 août 2021, et le cours entame une remontée qui va l'amener à plus de 25 € au cours du mois de novembre 2021. Cette hausse s'explique par l'anticipation des investisseurs d'un rehaussement du prix d'Offre du 31 mars. Un certain nombre de facteurs ont pu contribuer à la propagation de cette anticipation :

- en mai 2021, les premiers arguments remettant en cause le prix d'Offre du 31 mars 2021 sont publiés par un actionnaire « très significatif » de la SMTPC sur le forum de Boursorama ;
- à partir du 30 juin 2021, deux actionnaires minoritaires significatifs de la SMTPC commencent à acquérir des volumes importants de titres SMTPC à des prix supérieurs au prix d'Offre. Sur la période fin juin – fin novembre 2021, ces acquisitions représenteront près de 17 % des volumes échangés ;
- à la suite de notre nomination en tant qu'expert indépendant, un actionnaire minoritaire significatif²⁷ nous a adressé le 11 juillet 2021 un dossier d'évaluation très détaillé argumentant une fourchette de valeur du titre SMTPC comprise entre 34 € et 37 €. Ce dossier sera ensuite mis à jour les 16 juillet, 19 août et 11 novembre 2021, conduisant à une fourchette de valeurs comprises entre 37,5 € et 40 € ;
- de manière synchronisée avec l'évolution du cours de bourse, Gilbert Dupont va rehausser son objectif de cours successivement à 24 € le 9 septembre 2021 puis à 26 € le 15 octobre 2021 ;
- le 4 décembre 2021, un article de l'hebdomadaire « Investir » relève l'incohérence entre le prix d'Offre de 21,1 € coupon détaché et un cours de bourse à 25 €. Il estime que le prix devrait être relevé et cite un actionnaire minoritaire avant de proposer un objectif de cours de 30 € (recommandation : achat spéculatif).

Le 8 décembre 2021, Eiffage et Vinci Concessions annoncent la signature d'un accord d'offre publique et d'un pacte d'actionnaire relatif à la SMTPC. En accord avec le règlement général de l'AMF, les deux actionnaires majoritaires

²⁷ Cf. §6|ActMin1 pour le détail de nos réponses aux observations de cet actionnaire.

agissant dorénavant de concert, indiquent qu'ils déposeront dans les meilleurs délais une offre publique d'achat simplifiée sur les actions de la SMTPC au prix rehaussé de 27,0 € par action. Le retrait obligatoire, envisagé dans le communiqué du 31 mars 2021, est abandonné.

4.4.3 Evaluation par les méthodes d'actualisation de flux

Nous avons mis en œuvre, dans un premier temps, une méthode DCF usuelle (*to the firm*²⁸ au cas d'espèce) consistant à actualiser les flux d'exploitation générés par la SMTPC jusqu'à la fin de la concession à un coût moyen pondéré du capital qui tient compte de la structure financière actuelle de l'entité.

Dans un second temps, nous avons également mis en œuvre une approche d'actualisation de flux de dividende (*Dividend Discount Model* ou ci-après « DDM ») qui permet de tenir compte de manière plus fine des flux financiers liés au remboursement de la dette contractée à l'occasion de la construction de la bretelle Schlœsing et de la capacité distributive de l'entité.

4.4.3.1 Prévisions

Nous avons basé nos approches d'évaluation sur deux jeux de prévisions de flux couvrant le S2 2021 ainsi que les années 2022 à 2033, date à laquelle la concession prend fin :

- celles issues du plan d'affaires produit par le management ;
- celles issues de notre scénario alternatif §3.3.6 supra.

L'actualisation de flux de dividendes s'appuie sur un scénario de distribution estimé par nos soins qui utilise le stock de réserves distribuables pour assurer un *payout* supérieur à 100 % sur la totalité de l'horizon de la concession (*payout* moyen de 119 %).

Nous avons par ailleurs procédé à la modélisation du bilan prévisionnel de la Société, non fournie par le management, à partir des comptes à fin juin 2021 et des hypothèses du plan.

4.4.3.2 Flux normatif

La concession prenant fin le 18 janvier 2033, nous n'avons pas tenu compte d'une valeur terminale en dehors de la liquidation des actifs et passifs au bilan projetés à cette date. Le modèle DDM tient également compte d'une distribution intégrale de la trésorerie résiduelle à l'issue de la concession.

Nous n'avons pas non plus tenu compte d'un scénario de reconduction de la concession à son échéance, et ce pour les raisons suivantes :

- la réalisation de ce scénario est par nature incertaine et l'hypothèse d'une mise en régie de l'exploitation à l'issue du contrat actuel est largement plausible, celle-ci permettant à la Métropole de maîtriser directement l'exploitation de l'ouvrage, et en particulier sa tarification en fonction de la politique de déplacements qu'elle souhaite mettre en œuvre. ;
- du fait du processus de mise en concurrence/apel d'offre qui serait mis en œuvre à cette occasion et de la forte réduction du prix du passage déjà anticipée dans les modèles qui nous ont été fournis²⁹, il est fort probable que la faible valeur résiduelle qui serait générée à cette occasion soit entièrement absorbée (et au-delà) par l'effet de l'actualisation et de la hausse du risque engendré par le rétrécissement des marges opérationnelles.

²⁸ Ou DCF d'exploitation, méthode consistant à actualiser les cash-flows d'exploitation futurs au CMPC pour obtenir une valeur d'entreprise.

²⁹ Le tarif de base passerait de 2,9 € aujourd'hui à 1,6 € dans les modèles SETEC et Mott MacDonald.

4.4.3.3 Fourchettes de taux d'actualisation

Les fourchettes de taux d'actualisation appliquées aux approches DCF et DDM, retenues à titre principal, ont été déterminées à partir des données publiées par Fairness Finance³⁰. Elles représentent un coût d'opportunité pour un actionnaire minoritaire qui aurait à réaliser un investissement de même risque. Cette approche du taux d'actualisation repose sur des données observées sur les marchés financiers, décomposées pour faire apparaître les différentes primes de risques complémentaires dont il faut tenir compte pour pouvoir appliquer une approche MEDAF³¹ du coût des fonds propres à des flux futurs.

Appréciation des taux d'actualisation applicables aux flux générés par la SMTPC	Référence / Calcul	30-nov.-21		
		F. basse	Val.centrale	F. haute
Estimation du bêta anticipé :				
Bêta de l'actif économique	β_u	0,50	0,65	0,79
Levier en fonds propres	$L_e = DN / VFP$	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Taux d'impôt sur les sociétés	T_{IS}	25,8 %	25,8 %	25,8 %
Bêta avec levier	β_L	0,51	0,66	0,81
TRI implicite <i>ex-ante</i> du marché observé (SBF 120)	TRI_M	7,8 %	7,8 %	7,8 %
Taux sans risque (10 ans)	R_{f10}	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Prime de risque actions	$\Pi_E = TRI_M - R_f$	7,8 %	7,8 %	7,8 %
dont prime de biais optimiste large caps	Π_O	1,8 %	1,8 %	1,8 %
dont prime de risque de défaut large caps	Π_D	0,1 %	0,1 %	0,1 %
dont prime AAA	Π_{AAA}	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Sous-total biais large caps + prime AAA	$\Pi_{LC} = \Pi_O + \Pi_D + \Pi_{AAA}$	2,2 %	2,2 %	2,2 %
Prime MEDAF résultante	$\Pi_R = \Pi_E - \Pi_{LC}$	5,6 %	5,6 %	5,6 %
Prime MEDAF affectée du bêta	$\Pi_R \times \beta_L$	2,9 %	3,7 %	4,5 %
Prime de taille observée (taille SMTPC)	A	2,7 %	2,7 %	2,7 %
Neutralisation de la prime d'illiquidité	B	(0,2)%	(0,2)%	(0,2)%
Biais de prévision SMTPC	C	(1,5)%	(1,5)%	(1,5)%
Prime résiduelle de taille	$\Pi_T = A + B + C$	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Coût des fonds propres	$k_e = R_f + \Pi_R \times \beta_L + \Pi_{LC} + \Pi_T$	6,1 %	6,9 %	7,7 %
Taux sans risque (7 ans)	R_{f7}	(0,3)%	(0,3)%	(0,3)%
Spread de crédit (7 ans)	S_C	2,2 %	2,2 %	2,2 %
Coût de la dette avant IS : k_d	$k_d = R_{f7} + S_C$	1,9 %	1,9 %	1,9 %
Charge d'intérêt après IS	$k_{dis} = K_d \times (1 - T_{IS})$	1,4 %	1,4 %	1,4 %
Levier cible en valeur d'entreprise	$L_{VE} = DN / (DN + VFP)$	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Coût moyen pondéré du capital	$CMPC = L_{VE} \times K_{dis} + (1 - L_{VE}) \times K_e$	6,0 %	6,8 %	7,6 %

La fourchette appliquée au DCF *to the firm* est un coût moyen pondéré du capital alors que celle appliquée au DDM est un coût des fonds propres. Le levier financier retenu est le levier moyen pondéré anticipé sur la durée résiduelle de la concession, et donc tenant compte de l'échéancier des remboursements de la dette Schloësing.

Description des concepts utilisés dans l'appréciation des fourchettes de taux d'actualisation :

- **TRI implicite du marché** : rendement implicite *ex-ante* observé sur l'indice SBF 120 au 30 novembre 2021 (lissage 3 mois, source : Fairness Finance) qui permet d'égaliser la somme actualisée des prévisions de flux de trésorerie libres avec la capitalisation boursière.
- **Taux sans risque** : rendement des OAT TEC à 10 ans, meilleure estimation selon nous du rendement sans risque sur l'horizon d'investissement d'un investisseur actions (notre position rejoint sur ce point celle du professeur A. Damodaran détaillée en annexe 8.5.1.1) ;
- **Prime de risque action** : écart entre le TRI implicite du marché et le taux sans risque.
- **Prime AAA** : écart de rendement observé à date entre les emprunts d'Etats et les obligation *corporate* AAA émises en euros. Cet écart de rendement est une composante de la prime de risque action

³⁰ Le site Fairness finance est publié par le cabinet BM&A, et fournit chaque mois des paramètres de marché (prime de risque des actions, calcul de la décote de taille, bêta sectoriel). Pour une présentation du modèle : <https://www.fairness-finance.com/fairness-finance/cms/fr/2-2/fiche-n-2-l-approche-prospective.dhtml>

³¹ Modèle d'Equilibre Des Actifs Financiers.

correspondant à la différence entre un placement sans risque souverain et un placement sans risque *corporate*, sur laquelle ne s'applique pas le bêta.

- **Biais de prévision large cap** : somme de la prime de risque de défaut et de la prime de risque pour biais d'optimisme intégrées dans la prime de risque action pour le marché dans son ensemble et donc pour les *large cap*, sur lesquelles le bêta ne s'applique pas (estimation Fairness Finance³²).
- **Prime de risque MEDAF** : pure prime de risque résiduelle au sens MEDAF, sur laquelle s'applique le coefficient bêta.
- **Fourchettes de bêtas de l'actif économique (désendetté) retenues** : cf. annexe 8.3.
- **Prime résiduelle de taille** : Surcroît de rendement³³ exigé par les investisseurs en actions à date pour les sociétés de la taille de la SMTPC, ajusté des éléments suivants :
 - la méthodologie d'appréciation des primes de taille Fairness Finance neutralise le bêta³⁴ de chacun des sous-segment de marché permettant la régression du surcroît de rendement demandé par les investisseurs en fonction de la taille ;
 - annulation de la part de la prime de taille qui correspond au résidu de risque illiquidité estimé pour cette classe de taille sur une base historique (étant entendu que les calculs Fairness Finance s'appuient sur des échantillons de sociétés cotées suivies par un nombre minimum d'analystes financiers et offrant un niveau de liquidité satisfaisant, notamment au-delà du premier quantile, ce qui est le cas du quantile dans lequel se trouve la SMTPC) ,
 - correction des biais de prévisions *small cap* en retraitant le risque de défaut lié à la notation moyenne des *small cap* pour la remplacer par celle estimée par le modèle Fairness Finance pour un risque crédit BB- (déduit du taux d'intérêt des financements Schlöesing, cf. annexe 8.6) et en réduisant la prime de biais d'optimisme pour tenir compte du seul reliquat observé sur la transaction A65 (cf. annexe 8.4).

Malgré un *business model* plus stable que la moyenne des *small cap*, nous considérons l'application d'une prime de taille à la SMTPC comme justifiée³⁵, l'actionnaire de la société étant investi dans un actif unique aux sources de revenus non diversifiées et subissant donc à plein et sur un horizon fini, les risques pesant sur l'exploitation de l'ouvrage (décisions de politique d'urbanisme, vieillissement de l'infrastructure, événements exceptionnels comme la crise sanitaire actuelle et, à plus long terme, risque de modification des usages...).

- **Coût de la dette avant IS** : coût de la dette au 30 novembre 2021 issu du modèle Fairness Finance pour une société notée BB- (cf. annexe 8.4) et une maturité de 7 ans (durée de vie moyenne pondérée du financement Schlöesing). L'Offre visant à acquérir les titres d'actionnaires minoritaires, ce taux ne tient pas compte de la garantie offerte par le nantissement des titres des actionnaires majoritaires lors de la levée de la dette Schlöesing.
- **Levier cible** : pour les deux approches (DCF *to the firm* et DDM), nous avons retenu le levier moyen anticipé tenant compte du remboursement de la dette Schlöesing.

³² Cf. modèle Fairness Finance Advanced, détaillé sur fairness-finance.com qui présente la bibliographie associée.

³³ Issu des calculs Fairness Finance sur l'échantillon zone euro (1 200 sociétés suivies à fin novembre 2021), soit de la régression mensuelle des TRI moyens du marché considéré, découpé en quantiles de taille (cf. fiche technique Fairness Finance n°4).

³⁴ Bêta mensuel calculé sur une période de trois ans régressant les variations de l'indice constitué par le quantile de taille par rapport à l'indice constitué par l'échantillon utilisé pour le calcul de la prime de risque.

³⁵ L'annexe 8.7 détaille les fondements théoriques de la prime de taille, tels que développés dans le rapport du groupe de travail sur les primes et décotes en évaluation financière de la Société Française des Évaluateurs.

4.4.3.4 Résultats de l'approche DCF to the firm

BP management :

SMTPC	
Valeur des capitaux propres FCfTtF	k€
Valeur présente des flux de trésorerie	173 828
Valeur d'entreprise	173 828
Position financière nette	(18 142)
Autres éléments	(135)
Valeur des capitaux propres	155 551
Nombre d'actions en k	5 838
Valeur en € par action	26,65 €

Scénario alternatif :

SMTPC	
Valeur des capitaux propres FCfTtF	k€
Valeur présente des flux de trésorerie	176 072
Valeur d'entreprise	176 072
Position financière nette	(18 142)
Autres éléments	(135)
Valeur des capitaux propres	157 795
Nombre d'actions en k	5 838
Valeur en € par action	27,03 €

Les flux d'exploitation du BP management, actualisés à un taux correspondant à la fourchette basse de taux d'actualisation pour tenir compte de leur relative prudence, conduisent à une valeur par action de 26,65 €.

Les flux d'exploitation du scénario alternatif actualisés à la valeur centrale de notre fourchette de taux pour tenir compte des options plus volontaristes retenues, conduisent à une valeur par action de 27,03 €.

Ces deux valeurs encadrent le prix d'Offre qui induit une prime de 1,3 % dans le premier cas et une décote de (0,1) % dans le second.

Note méthodologique : les flux des approches DCF ont été actualisés à fin de période, les taux Fairness Finance utilisés étant calculés de la même façon.

Sensibilités du modèle, BP management :

SMTPC		CMPC				
€		4,4 %	5,2 %	6,0 %	6,8 %	7,6 %
Variation du	(1,0)%	27,7	26,3	25,0	23,7	22,6
taux de	(0,5)%	28,6	27,1	25,8	24,5	23,3
croissance	-	29,6	28,1	26,6	25,3	24,1
annuel du	0,5 %	30,5	29,0	27,5	26,2	24,9
trafic	1,0 %	31,6	30,0	28,4	27,0	25,7

SMTPC		Variation du taux de croissance annuel du trafic 2022-2023				
€		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
Var. de la	(1,0)%	23,4	24,2	25,0	25,8	26,6
croissance	(0,5)%	24,2	25,0	25,8	26,6	27,5
annuelle du	-	25,0	25,8	26,6	27,5	28,4
prix moyen	0,5 %	25,8	26,6	27,5	28,5	29,4
du passage	1,0 %	26,6	27,5	28,4	29,4	30,4

SMTPC		Variation du taux de croissance annuel du trafic 2022-2023				
€		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
Impact total	-	24,5	25,3	26,2	27,0	27,9
Schloosing	0,9 %	24,7	25,6	26,4	27,3	28,2
sur le trafic	1,9 %	25,0	25,8	26,6	27,5	28,4
	2,8 %	25,2	26,0	26,9	27,8	28,7
	3,7 %	25,4	26,2	27,1	28,0	28,9

SMTPC		Variation du ratio moyen des charges de personnel sur CA				
€		6,0 %	3,0 %	-	(3,0)%	(6,0)%
Variation du	6,0 %	31,5	30,3	29,1	27,9	26,6
ratio autres	3,0 %	30,3	29,1	27,9	26,6	25,4
charges	-	29,1	27,9	26,6	25,4	24,2
externes /	(3,0)%	27,9	26,6	25,4	24,2	23,0
CA	(6,0)%	26,6	25,4	24,2	23,0	21,8

SMTPC		CMPC				
%		4,4 %	5,2 %	6,0 %	6,8 %	7,6 %
Variation du	(1,0)%	3,8 %	(1,4)%	(6,3)%	(10,9)%	(15,2)%
taux de	(0,5)%	7,3 %	1,9 %	(3,2)%	(8,0)%	(12,5)%
croissance	-	10,9 %	5,3 %	-	(4,9)%	(9,6)%
annuel du	0,5 %	14,6 %	8,8 %	3,3 %	(1,8)%	(6,6)%
trafic	1,0 %	18,5 %	12,4 %	6,8 %	1,4 %	(3,5)%

SMTPC		Variation du taux de croissance annuel du trafic 2022-2023				
%		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
Var. de la	(1,0)%	(12,2)%	(9,3)%	(6,3)%	(3,2)%	(0,1)%
croissance	(0,5)%	(9,3)%	(6,3)%	(3,2)%	(0,0)%	3,3 %
annuelle du	-	(6,3)%	(3,2)%	-	3,3 %	6,8 %
prix moyen	0,5 %	(3,2)%	(0,0)%	3,3 %	6,8 %	10,3 %
du passage	1,0 %	(0,1)%	3,3 %	6,8 %	10,3 %	14,0 %

SMTPC		Variation du taux de croissance annuel du trafic 2022-2023				
%		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
Impact total	-	(8,0)%	(4,9)%	(1,8)%	1,5 %	4,9 %
Schloosing	0,9 %	(7,2)%	(4,1)%	(0,9)%	2,4 %	5,8 %
sur le trafic	1,9 %	(6,3)%	(3,2)%	-	3,3 %	6,8 %
	2,8 %	(5,5)%	(2,4)%	0,9 %	4,2 %	7,7 %
	3,7 %	(4,7)%	(1,5)%	1,8 %	5,1 %	8,6 %

SMTPC		Variation du ratio moyen des charges de personnel sur CA				
%		6,0 %	3,0 %	-	(3,0)%	(6,0)%
Variation du	6,0 %	18,3 %	13,7 %	9,1 %	4,6 %	0,0 %
ratio autres	3,0 %	13,7 %	9,1 %	4,6 %	0,0 %	(4,6)%
charges	-	9,1 %	4,6 %	-	(4,6)%	(9,1)%
externes /	(3,0)%	4,6 %	(0,0)%	(4,6)%	(9,1)%	(13,7)%
CA	(6,0)%	(0,0)%	(4,6)%	(9,1)%	(13,7)%	(18,3)%

Sensibilités du modèle, scénario alternatif:

SMTPC		CMPC				
€		5,2 %	6,0 %	6,8 %	7,6 %	8,4 %
Variation du	(1,0)%	28,0	26,7	25,4	24,2	23,0
taux de	(0,5)%	29,0	27,5	26,2	24,9	23,7
croissance	-	29,9	28,4	27,0	25,7	24,5
annuel du	0,5 %	30,9	29,3	27,9	26,6	25,3
trafic	1,0 %	31,9	30,3	28,8	27,4	26,1

SMTPC		Variation du taux de croissance annuel du trafic 2022-2023				
€		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
Var. de la	(1,0)%	23,8	24,6	25,4	26,2	27,0
croissance	(0,5)%	24,6	25,4	26,2	27,0	27,9
annuelle du	-	25,4	26,2	27,0	27,9	28,8
prix moyen	0,5 %	26,2	27,0	27,9	28,8	29,7
du passage	1,0 %	27,0	27,9	28,8	29,7	30,7

SMTPC		CMPC				
%		5,2 %	6,0 %	6,8 %	7,6 %	8,4 %
Variation du	(1,0)%	3,8 %	(1,3)%	(6,1)%	(10,6)%	(14,9)%
taux de	(0,5)%	7,1 %	1,8 %	(3,1)%	(7,8)%	(12,2)%
croissance	-	10,6 %	5,1 %	-	(4,8)%	(9,4)%
annuel du	0,5 %	14,2 %	8,5 %	3,2 %	(1,8)%	(6,5)%
trafic	1,0 %	18,0 %	12,1 %	6,5 %	1,4 %	(3,5)%

SMTPC		Variation du taux de croissance annuel du trafic 2022-2023				
%		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
Var. de la	(1,0)%	(11,8)%	(9,0)%	(6,1)%	(3,1)%	(0,1)%
croissance	(0,5)%	(9,0)%	(6,1)%	(3,1)%	(0,0)%	3,2 %
annuelle du	-	(6,1)%	(3,1)%	-	3,2 %	6,5 %
prix moyen	0,5 %	(3,1)%	(0,0)%	3,2 %	6,6 %	10,0 %
du passage	1,0 %	(0,1)%	3,2 %	6,5 %	10,0 %	13,6 %

SMTPC		Variation du taux de croissance annuel du trafic 2022-2023				
€		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
	-	24,9	25,7	26,6	27,4	28,3
Impact total	0,9 %	25,2	26,0	26,8	27,7	28,6
Schloesing	1,9 %	25,4	26,2	27,0	27,9	28,8
sur le trafic	2,8 %	25,6	26,4	27,3	28,1	29,0
	3,7 %	25,8	26,6	27,5	28,4	29,3

SMTPC		Variation du ratio moyen des charges de personnel sur CA				
€		6,0 %	3,0 %	-	(3,0)%	(6,0)%
Variation du	6,0 %	31,8	30,6	29,4	28,2	27,0
ratio autres	3,0 %	30,6	29,4	28,2	27,0	25,8
charges	-	29,4	28,2	27,0	25,8	24,7
externes /	(3,0)%	28,2	27,0	25,8	24,7	23,5
CA	(6,0)%	27,0	25,8	24,7	23,5	22,3

SMTPC		Variation du taux de croissance annuel du trafic 2022-2023				
%		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
	-	(7,8)%	(4,8)%	(1,7)%	1,4 %	4,7 %
Impact total	0,9 %	(6,9)%	(4,0)%	(0,9)%	2,3 %	5,6 %
Schloesing	1,9 %	(6,1)%	(3,1)%	-	3,2 %	6,5 %
sur le trafic	2,8 %	(5,3)%	(2,3)%	0,9 %	4,1 %	7,5 %
	3,7 %	(4,5)%	(1,5)%	1,7 %	5,0 %	8,4 %

SMTPC		Variation du ratio moyen des charges de personnel sur CA				
%		6,0 %	3,0 %	-	(3,0)%	(6,0)%
Variation du	6,0 %	17,6 %	13,2 %	8,8 %	4,4 %	0,0 %
ratio autres	3,0 %	13,2 %	8,8 %	4,4 %	0,0 %	(4,4)%
charges	-	8,8 %	4,4 %	-	(4,4)%	(8,8)%
externes /	(3,0)%	4,4 %	(0,0)%	(4,4)%	(8,8)%	(13,2)%
CA	(6,0)%	(0,0)%	(4,4)%	(8,8)%	(13,2)%	(17,6)%

4.4.3.5 Résultats de l'approche DDM

BP management :

SMTPC		
Valeur des capitaux propres DDM	k€	
Valeur présente des flux de dividendes	152 187	
Valeur des capitaux propres	152 187	
Nombre d'actions en k	5 838	
Valeur en € par action	26,07 €	

Scénario alternatif :

SMTPC		
Valeur des capitaux propres DDM	k€	
Valeur présente des flux de dividendes	151 642	
Valeur des capitaux propres	151 642	
Nombre d'actions en k	5 838	
Valeur en € par action	25,98 €	

Les flux de dividendes que nous avons estimés à partir du BP management, compris entre 2,10 € et 3,00 € par action, actualisés à un taux correspondant à la fourchette basse de notre approche du taux d'actualisation pour tenir compte de leur prudence, conduisent à une valeur par action de 26,07 €.

Les flux de dividendes du scénario alternatif actualisés à la valeur centrale de notre fourchette de taux pour tenir compte des options plus volontaristes retenues, conduisent à une valeur par action de 25,98 €.

Ces deux valeurs ressortent inférieures au prix d'Offre qui induit une prime de 3,6 % et de 3,9 % dans le second.

Note méthodologique : les flux de dividendes étant perçus à mi-année, l'actualisation mise en œuvre dans l'approche DDM ont été actualisés au 30 juin.

Sensibilités du modèle, BP management :

SMTPC		Coût des fonds propres				
€		4,5 %	5,3 %	6,1 %	6,9 %	7,7 %
Variation du	(1,0 €)	27,5	25,9	24,4	23,1	21,9
dividende	(0,5 €)	28,1	26,6	25,3	24,0	22,8
par action	-	28,8	27,4	26,1	24,8	23,7
post 2024	0,5 €	29,5	28,2	26,9	25,7	24,6
	1,0 €	30,2	28,9	27,7	26,6	25,5

SMTPC		Coût des fonds propres				
%		4,5 %	5,3 %	6,1 %	6,9 %	7,7 %
Variation du	(1,0 €)	5,3 %	(0,7)%	(6,3)%	(11,4)%	(16,1)%
dividende	(0,5 €)	7,9 %	2,2 %	(3,1)%	(8,0)%	(12,6)%
par action	-	10,6 %	5,1 %	(0,0)%	(4,7)%	(9,1)%
post 2024	0,5 €	13,2 %	8,0 %	3,1 %	(1,4)%	(5,7)%
	1,0 €	15,8 %	10,9 %	6,3 %	1,9 %	(2,2)%

SMTPC		Variation du taux de croissance annuel du trafic 2022-2023				
€		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
Var. de la	(1,0)%	23,5	24,1	24,7	25,4	26,1
croissance	(0,5)%	24,1	24,7	25,4	26,1	26,8
annuelle du	-	24,7	25,4	26,1	26,8	27,5
prix moyen	0,5 %	25,4	26,1	26,8	27,5	28,3
du passage	1,0 %	26,1	26,8	27,5	28,3	29,1

SMTPC		Variation du taux de croissance annuel du trafic 2022-2023				
%		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
Var. de la	(1,0)%	(9,9)%	(7,6)%	(5,1)%	(2,6)%	(0,1)%
croissance	(0,5)%	(7,6)%	(5,1)%	(2,6)%	(0,0)%	2,7 %
annuelle du	-	(5,1)%	(2,6)%	0,0 %	2,7 %	5,5 %
prix moyen	0,5 %	(2,6)%	(0,0)%	2,7 %	5,5 %	8,4 %
du passage	1,0 %	(0,1)%	2,7 %	5,5 %	8,4 %	11,5 %

SMTPC		Variation du taux de croissance annuel du trafic 2022-2023				
€		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
	-	24,4	25,0	25,7	26,4	27,1
Impact total	0,9 %	24,6	25,2	25,9	26,6	27,3
Schloesing	1,9 %	24,7	25,4	26,1	26,8	27,5
sur le trafic	2,8 %	24,9	25,6	26,2	27,0	27,7
	3,7 %	25,1	25,7	26,4	27,1	27,9

SMTPC		Variation du taux de croissance annuel du trafic 2022-2023				
%		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
	-	(6,4)%	(3,9)%	(1,4)%	1,3 %	4,0 %
Impact total	0,9 %	(5,8)%	(3,3)%	(0,7)%	2,0 %	4,8 %
Schloesing	1,9 %	(5,1)%	(2,6)%	0,0 %	2,7 %	5,5 %
sur le trafic	2,8 %	(4,5)%	(2,0)%	0,7 %	3,4 %	6,2 %
	3,7 %	(3,9)%	(1,3)%	1,4 %	4,1 %	7,0 %

SMTPC		Variation du ratio moyen des charges de personnel sur CA				
€		6,0 %	3,0 %	-	(3,0)%	(6,0)%
Variation du	6,0 %	29,6	28,7	27,8	27,0	26,1
ratio autres	3,0 %	28,7	27,8	27,0	26,1	25,2
charges	-	27,8	27,0	26,1	25,2	24,3
externes /	(3,0)%	27,0	26,1	25,2	24,3	23,4
CA	(6,0)%	26,1	25,2	24,3	23,4	22,5

SMTPC		Variation du ratio moyen des charges de personnel sur CA				
%		6,0 %	3,0 %	-	(3,0)%	(6,0)%
Variation du	6,0 %	13,6 %	10,2 %	6,8 %	3,4 %	0,0 %
ratio autres	3,0 %	10,2 %	6,8 %	3,4 %	0,0 %	(3,4)%
charges	-	6,8 %	3,4 %	(0,0)%	(3,4)%	(6,8)%
externes /	(3,0)%	3,4 %	(0,0)%	(3,4)%	(6,8)%	(10,2)%
CA	(6,0)%	(0,0)%	(3,4)%	(6,8)%	(10,2)%	(13,6)%

Sensibilités du modèle, scénario alternatif :

SMTPC		Coût des fonds propres				
€		5,3 %	6,1 %	6,9 %	7,7 %	8,5 %
Variation du dividende	(1,0 €)	27,2	25,7	24,2	22,9	21,7
	(0,5 €)	28,0	26,5	25,1	23,8	22,6
par action	-	28,8	27,3	26,0	24,7	23,6
post 2024	0,5 €	29,5	28,1	26,8	25,6	24,5
	1,0 €	30,3	28,9	27,7	26,5	25,5

SMTPC		Variation du taux de croissance annuel du trafic 2022-2023				
€		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
Var. de la croissance	(1,0)%	23,5	24,1	24,7	25,3	26,0
annuelle du	(0,5)%	24,1	24,7	25,3	26,0	26,6
prix moyen	-	24,7	25,3	26,0	26,6	27,3
du passage	0,5 %	25,3	26,0	26,6	27,3	28,1
	1,0 %	26,0	26,6	27,3	28,1	28,8

SMTPC		Variation du taux de croissance annuel du trafic 2022-2023				
€		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
Impact total	-	24,4	25,0	25,6	26,3	27,0
Schloesing	0,9 %	24,5	25,2	25,8	26,5	27,2
sur le trafic	1,9 %	24,7	25,3	26,0	26,6	27,3
	2,8 %	24,9	25,5	26,1	26,8	27,5
	3,7 %	25,0	25,7	26,3	27,0	27,7

SMTPC		Variation du ratio moyen des charges de personnel sur CA				
€		6,0 %	3,0 %	-	(3,0)%	(6,0)%
Variation du ratio autres	6,0 %	29,3	28,4	27,6	26,8	26,0
charges	3,0 %	28,4	27,6	26,8	26,0	25,2
externes / CA	-	27,6	26,8	26,0	25,2	24,3
	(3,0)%	26,8	26,0	25,2	24,3	23,5
	(6,0)%	26,0	25,2	24,3	23,5	22,7

SMTPC		Coût des fonds propres				
%		5,3 %	6,1 %	6,9 %	7,7 %	8,5 %
Variation du dividende	(1,0 €)	4,9 %	(1,1)%	(6,7)%	(11,8)%	(16,5)%
	(0,5 €)	7,8 %	2,0 %	(3,3)%	(8,3)%	(12,9)%
par action	-	10,7 %	5,1 %	-	(4,8)%	(9,2)%
post 2024	0,5 €	13,6 %	8,3 %	3,3 %	(1,3)%	(5,6)%
	1,0 €	16,5 %	11,4 %	6,7 %	2,2 %	(2,0)%

SMTPC		Variation du taux de croissance annuel du trafic 2022-2023				
%		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
Var. de la croissance	(1,0)%	(9,4)%	(7,2)%	(4,9)%	(2,5)%	(0,1)%
annuelle du	(0,5)%	(7,2)%	(4,9)%	(2,5)%	(0,0)%	2,6 %
prix moyen	-	(4,9)%	(2,5)%	0,0 %	2,6 %	5,3 %
du passage	0,5 %	(2,5)%	(0,0)%	2,6 %	5,3 %	8,0 %
	1,0 %	(0,1)%	2,6 %	5,3 %	8,0 %	10,9 %

SMTPC		Variation du taux de croissance annuel du trafic 2022-2023				
%		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
Impact total	-	(6,1)%	(3,7)%	(1,3)%	1,2 %	3,9 %
Schloesing	0,9 %	(5,5)%	(3,1)%	(0,6)%	1,9 %	4,6 %
sur le trafic	1,9 %	(4,9)%	(2,5)%	0,0 %	2,6 %	5,3 %
	2,8 %	(4,3)%	(1,9)%	0,6 %	3,3 %	5,9 %
	3,7 %	(3,7)%	(1,2)%	1,3 %	3,9 %	6,6 %

SMTPC		Variation du ratio moyen des charges de personnel sur CA				
%		6,0 %	3,0 %	-	(3,0)%	(6,0)%
Variation du ratio autres	6,0 %	12,7 %	9,5 %	6,3 %	3,2 %	0,0 %
charges	3,0 %	9,5 %	6,3 %	3,2 %	0,0 %	(3,2)%
externes / CA	-	6,3 %	3,2 %	(0,0)%	(3,2)%	(6,3)%
	(3,0)%	3,2 %	(0,0)%	(3,2)%	(6,3)%	(9,5)%
	(6,0)%	(0,0)%	(3,2)%	(6,3)%	(9,5)%	(12,7)%

5 | ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 modifiée le 10 février 2020, nous avons conduit une analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par Portzamparc (BNP-Paribas Group, ci-après, la « Banque » ou l'« Évaluateur ») présentés dans la partie « Éléments d'appréciation du prix d'Offre » de la note d'information.

La Banque et nous-mêmes avons utilisé les mêmes références de valorisation et méthodes d'évaluation pour ce qui est des approches retenues à titre principal.

Les fourchettes de valeur auxquelles l'Évaluateur et nous-mêmes aboutissons en fonction des références et méthodes d'évaluation utilisées, sont synthétisées dans le tableau ci-dessous :

SMTPC		Évaluateur (en € par action)			BM&A (en € par action)		
Méthodes/Référence		basse	centrale	haute	basse	centrale	haute
Cours de bourse (31 mars 2021)	36 mois	n.c.	n.c.	n.c.	13,0	18,6	24,5
	24 mois	n.c.	n.c.	n.c.	13,0	18,1	23,3
	12 mois	n.c.	n.c.	n.c.	13,0	16,7	19,9
	6 mois	n.c.	16,0	n.c.	13,0	16,0	18,4
	60 jours	n.c.	16,3	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
	3 mois	n.c.	16,3	n.c.	14,0	16,3	18,4
	1 mois	n.c.	17,0	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
	20 jours	n.c.	n.c.	n.c.	15,2	17,2	18,4
	Spot	n.c.	17,7	n.c.	17,7	17,7	18,4
Actualisation de flux (BP management)	FCFttF	23,4	24,1	24,9	24,2	26,6	29,1
	DDM	n.c.	23,4	n.c.	24,0	26,1	28,2
Comparables boursiers	VE/EBITDA 2022	n.c.	n.c.	n.c.	27,7	28,3	29,0
Objectifs de cours	12 derniers mois	n.c.	22,6	n.c.	-	26,0	-
ANC	30-juin-21		11,3			11,3	

5.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

5.1.1 Nombre de titres

La Banque ayant retenu le même nombre d'actions que nous, cette donnée n'appelle pas de commentaire de notre part.

5.1.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

L'Évaluateur a retenu des éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres identiques à ceux que nous avons utilisés à l'exception de la valeur des provisions pour avantages au personnel, que nous avons corrigée de l'économie fiscale future attendue. Du fait de son montant non significatif, cette différence méthodologique n'a pas d'impact matériel sur les résultats.

5.2 Comparaison des méthodes d'évaluation non retenues

5.2.1 Objectifs de cours des analystes

La Banque a procédé, comme nous, à une analyse des objectifs de cours produits par la société de bourse Gilbert Dupont pour le compte de la SMTPC. L'Évaluateur arrête toutefois son analyse au 31 mars 2021, veille de la date d'annonce de l'Offre et présente un objectif de 22,6 €. Nous considérons, pour notre part, que compte tenu du délai écoulé depuis l'annonce de l'Offre et le fait que les objectifs de cours produits par les analystes financiers reposent en théorie sur une analyse fondamentale de la valeur (ils ne tiennent donc pas compte des éventuelles variations

spéculatives du cours de bourse), c'est le dernier objectif de cours produit par Gilbert Dupont qui fait référence, soit 26 €.

5.2.2 Actif net comptable

Comme nous, la Banque présente à titre indicatif l'actif comptable de la Société au 30 juin 2021. Les valeurs présentées sont identiques.

5.2.3 Valeur des titres SMTPC dans les comptes des Initiateurs

Cette approche a été mise en œuvre uniquement par la Banque et permet de vérifier que le prix d'Offre extériorise bien une prime par rapport à la valeur historique à laquelle les titres sont comptabilisés dans les comptes d'Eiffage. Nous rejoignons l'Évaluateur sur le fait que cette approche est purement indicative, la valeur historique ne constituant pas une valeur de marché.

5.3 Comparaison des méthodes d'évaluation retenues

5.3.1 Cours de bourse

La Banque a mis en œuvre une approche de cours moyens pondérés par les volumes relevés au 31 mars 2021 (source : Bloomberg), veille de la date d'annonce, alors que nous avons présenté des cours de clôture pondérés par les volumes relevés à la même date et, à titre indicatif, au 30 novembre 2021 (source : Refinitiv Eikon).

Malgré les différences méthodologiques et de sources de l'information, les valeurs centrales présentées ne font pas apparaître d'écart significatif.

5.3.2 Actualisation de flux (DCF et DDM)

5.3.2.1 Flux actualisés

L'Évaluateur retient les flux du plan d'affaires produit par le management, sans modification. Les flux actualisés sont donc identiques à ceux que nous avons retenu s'agissant de l'approche DCF (scénario management) à l'exception des flux de variation de BFR déterminés à partir du bilan prévisionnel que nous avons modélisé à partir des comptes à fin juin 2021 et des prévisions du management (cf. §4.4.3.1). L'impact de cette différence méthodologique, après actualisation, ressort peu significatif (de l'ordre de +500 k€ dans notre approche).

S'agissant de l'actualisation des flux de dividendes perçus par l'actionnaire, la Banque a retenu un dividende de 1,9 € par action sur la période 2022-2024. Cette approche nous paraît cohérente avec le niveau habituellement distribué et les contraintes contractuelles imposées par le financement Schlœsing (qui limite la hausse du dividende jusqu'à l'ouverture de la bretelle). Nous avons retenu une approche légèrement plus généreuse en nous alignant sur le niveau maximal distribuable au vu des contraintes évoquées précédemment. Pour ce qui est de la période qui s'étend entre 2024 et la fin de la concession, la Banque retient un niveau de dividende élevé, légèrement supérieur au scénario que nous avons retenu qui extériorise déjà, comme évoqué §4.3.3.1, des niveaux de *payout* supérieurs à 100% et implique donc une distribution graduelle des réserves avant la fin de la concession. Du fait de l'effet de l'actualisation des dividendes, cette hypothèse est favorable à l'actionnaire minoritaire.

5.3.2.2 Taux d'actualisation

Le tableau présenté ci-après compare, ligne à ligne, les hypothèses entrant dans la construction du taux d'actualisation. Les approches méthodologiques diffèrent toutefois sur certaines lignes, ce qui rend leur comparaison difficile. Nous détaillons ces différences à la suite du tableau de synthèse.

Taux d'actualisation : comparatif	Evaluateur	BM&A
	DCF+DDM	DCF + DDM
Estimation du bêta anticipé :		
Bêta de l'actif économique : β_u	0,61	0,65
Levier $L_e = DN / VFP$	3,1 %	2,1 %
Bêta avec levier : β_l	0,62	0,66
Coût des fonds propres :		
Taux sans risque	(0,0)%	0,0 %
Prime AAA	-	0,3 %
Prime MEDAF : Π_R	n.c.	5,6 %
Biais de prévision large caps	n.c.	2,2 %
Prime de risque action	11,0 %	7,8 %
Coût des fonds propres avant prime de taille	6,8 %	5,9 %
Prime de taille	0,8 %	1,0 %
Coût des fonds propres	7,6 %	6,9 %
Coût de la dette avant IS : k_d	0,8 %	1,9 %
Coût de la dette après IS	0,6 %	1,4 %
Levier cible $L_{VE} = DN / VE$	3,0 %	2,0 %
Taux d'IS cible	25,0 %	25,8 %
CMPC	7,4 %	6,8 %

Les principaux écarts observables entre l'approche retenue par la Banque et les nôtres sont dus à des sources et/ou à une méthodologie différente :

- **Bêta de l'actif économique** : L'Évaluateur retient le bêta désendetté calculé par Aswath Damodaran au 5 janvier 2021³⁶ pour le secteur « *Transportation* » en Europe (qui inclut 36 références dont la SMTPC). Pour notre part, nous avons utilisé le bêta observé pour la société pré-Offre (moyenne des bêtas hebdomadaires et mensuels, cf. annexe 8.3) et rationalisé ce résultat par rapport à un échantillon de sociétés « comparables ».
- **Levier cible** : La Banque retient, comme nous, un levier cible tenant compte de l'évolution de l'endettement futur. L'écart de taux d'actualisation final justifie le levier futur différent retenu, les valeurs des capitaux propres retenues par la Banque ressortant plus faibles que les nôtres, le levier moyen futur résultant ressort plus élevé.
- **Taux sans risque** : L'Évaluateur retient, comme nous, la référence OAT TEC 10 à fin novembre/début décembre pour apprécier son taux sans risque. Il est appliqué toutefois un lissage sur 12 mois là où nous avons retenu trois mois.
- **Prime AAA** : La Banque applique une approche classique du coût des fonds propres par le MEDAF qui, contrairement à l'approche « Fairness Finance » que nous avons mise en œuvre, ne tient pas compte de l'écart de rendement entre les emprunts d'États et les taux *corporate* sans risque.
- **Prime de risque** : Pour ce paramètre, l'Évaluateur retient la prime de risque publiée pour la France par Bloomberg au 30 novembre 2021 (lissage sur 12 mois). Cette référence, ressort très significativement supérieure à la prime de risque issue de Fairness Finance calculée à la même date et pour la même zone (lissage 3 mois) que nous utilisons (11,0 % chez Bloomberg contre 7,68 % chez Fairness Finance). Bloomberg ne donnant pas accès à sa méthodologie ni à ses calculs, nous ne pouvons que constater cet écart sans pouvoir l'expliquer (l'annexe 8.5 présente des exemples de calculs alternatifs basé d'autres références que Bloomberg ou Fairness Finance). L'écart lié à la référence de prime de risque est toutefois partiellement compensé par la méthodologie utilisée, la Banque appliquant un bêta inférieur à 1 à la totalité de la prime de risque alors que nous ne l'appliquons qu'à la portion représentant un pur risque systématique MEDAF (cf. §4.4.3.3 supra).

³⁶ Dernier calcul disponible.

- **Prime de taille** : La Banque comme nous même estimons la prise en compte d'une prime de taille justifiée au cas d'espèce du fait de l'absence de diversification de l'investissement dans la SMTPC. De la même façon, nous estimons aussi nécessaire de réduire cette prime de taille car le risque spécifique de SMTPC apparaît moindre que le risque *small cap* affiché par le marché. La Banque retient une prime de taille de 0,8 % égale au quart de la référence publiée par le cabinet Duff & Phelps. Nous retenons pour notre part une prime de taille résiduelle basée sur les données publiées par Fairness Finance (cf. §4.4.3.3 pour le détail des ajustements apportés à ce paramètre). Malgré les différences de source et de méthodologie, les niveaux appliqués par la Banque et nous-mêmes ressortent proches.
- **Coût de la dette avant impôt** : L'Évaluateur retient comme coût de la dette le taux d'intérêt variable ressortant du financement Schlöesing ajusté du niveau de l'Euribor 1 mois. Cette approche nous paraît méthodologiquement critiquable et ce pour les raisons suivantes :
 - le spread contractuel reflète le niveau de risque à l'émission de l'emprunt (fin novembre 2019, soit pré-COVID) ;
 - le taux ainsi calculé est celui d'une échéance de taux variable fictive à fin novembre 2021. Il nous aurait paru plus pertinent de retenir une référence de SWAP taux variable vers taux fixe à la place du niveau de l'Euribor 1 mois (qui ressort à (0,12) % contre (0,53) % retenus par la Banque) ;
 - le spread de taux variable obtenu pour le financement Schlöesing intègre une garantie (nantissement des titres SMTPC détenus par les Initiateurs) qui n'engage pas les actionnaires minoritaires et ne devrait donc pas être prise en compte dans l'appréciation d'un coût d'opportunité.

Nous constatons toutefois que les points relevés supra conduisent globalement à sous-estimer le coût de la dette (option favorable à l'actionnaire minoritaire) et que leur incidence sur le levier cible retenu n'est pas significative.

- **Taux d'impôt sur les sociétés** : L'approche mise en œuvre par la Banque retient un taux d'impôt cible de 25 % et néglige donc l'impact de la contribution sociale de 3,3 %. Cette différence méthodologique mineure n'a d'impact significatif sur le résultat du calcul.

5.3.2.3 Conclusion

Concernant le plan d'affaires du management, l'Évaluateur retient des flux de trésorerie futurs très proches de ceux que nous avons pris en compte (les seuls écarts significatifs étant une modélisation différente dans nos travaux de la variation de BFR et une politique de distribution plus rapide pour la Banque dans le DDM). L'Évaluateur ne statue toutefois pas sur le degré d'aléa de prévision qu'il retient, dans les flux (éventuelle prudence des prévisions du management) et/ou dans le taux d'actualisation (part de la prime de risque action Bloomberg venant couvrir un risque de prévision).

S'agissant du taux d'actualisation, l'approche mise en œuvre par la Banque diffère de celle que nous avons retenue, qu'il s'agisse de la méthodologie ou des sources d'information utilisées. Les coûts des fonds propres / CMPC résultant de ces approches hétérogènes sont, de ce fait, différents, ceux retenus par la Banque ressortant supérieurs d'environ 65 points de base à nos valeurs centrales. L'écart se creuse à environ 150 points de base si nous considérons la fourchette basse de nos calculs, que nous appliquons aux flux prévus par le management.

Cet écart de taux d'actualisation explique l'essentiel de l'écart de valeur que nous constatons entre les travaux de la Banque et les nôtres (entre 2,6 € et 2,7 € par action SMTPC).

6 | REPONSES AUX OBSERVATIONS DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES

Comme indiqué supra, deux actionnaires minoritaires de la Société (ci-après « **ActMin1** » et « **ActMin2** ») nous ont adressé, à la suite de la publication du communiqué de presse des Initiateurs³⁷ et préalablement au dépôt du projet de note d'information du 15 décembre 2021, leurs réflexions relatives aux conditions de l'Offre exposant les hypothèses et les méthodes d'évaluation mises en œuvre ainsi que les résultats qui en résultent.

Nous avons également été destinataires des échanges entre les actionnaires minoritaires et (i) les Initiateurs, (ii) la direction de la Société et (iii) un administrateur, portant sur des sujets non directement liés à l'analyse de la valeur de la Société.

Les réponses ci-dessous ne traitent que des éléments qui nous ont été directement adressés et liés aux problématiques d'évaluation.

6.1 Documents et éléments d'évaluation transmis par les actionnaires minoritaires

6.1.1 De la part de ActMin1

ActMin1 nous a contacté par téléphone le 12 juillet 2021 et nous a adressé un premier courrier accompagné d'un premier rapport d'évaluation³⁸ établissant une fourchette de valeurs de SMTPC comprise entre 34 et 37 € par action, dividende détaché. Le 16 juillet 2021, ce rapport a été mis à jour sans changement de la fourchette de valeurs.

Le 19 août 2021, nous avons été destinataires d'un nouveau rapport d'évaluation aboutissant à une fourchette de valeurs comprises entre 37,5 et 41,1 €, intégrant la valeur résiduelle (part non amortie) actualisée du tronçon Prado-Sud³⁹ acquis dans le cadre du chantier Schloësing.

Le 23 octobre 2021, ActMin1 nous a communiqué une étude relative à l'« Estimation du coût du capital utilisé par Eiffage pour racheter les minoritaires de l'A65 », réalisée par ses soins, confortant selon lui le taux retenu par lui dans ses précédentes analyses.

Le 4 novembre 2021, à l'issue de la réalisation d'une partie de nos travaux techniques⁴⁰, nous avons rencontré à sa demande ActMin1 dans nos locaux. Celui-ci nous a précisé les hypothèses retenues dans ses travaux s'agissant en particulier du trafic et du taux d'actualisation utilisé, nous a fait part de l'éventualité d'un renouvellement de la concession au profit de la Société et nous a interrogé sur la suite du calendrier de l'Offre sans que nous ayons pu lui fournir d'indication.

Enfin, à la suite d'un courrier qui nous a été adressé le 8 novembre 2011 rappelant les principaux sujets abordés lors de notre réunion physique, ActMin1 nous a transmis le 11 novembre 2021, une dernière étude d'évaluation conduisant à une fourchette de valeurs comprises entre 37,5 et 40 €, dont les principaux écarts avec la version précédente résultent :

- d'une légère diminution du trafic (et donc du chiffre d'affaires) et des charges ;

³⁷ Communiqué de presse publié par Eiffage et Vinci le 31 mars 2021.

³⁸ Intitulé « Evaluation de la Société Marseillaise du Tunnel de Prado-Carénage (SMTPC) dans le cadre de l'offre publique obligatoire annoncée par Vinci et Eiffage, suivie d'une expropriation des actionnaires tiers si les conditions d'un retrait de cote sont réunies ».

³⁹ La durée résiduelle de la concession Prado-Sud avait été retenue pour le calcul de l'amortissement de caducité.

⁴⁰ Sur la base d'un plan d'affaires communiqué par le management de SMTPC le 22 octobre 2021.

- de la suppression de la valeur résiduelle actualisée valorisée au terme de la concession ;
- de l'ajustement de la dotation annuelle aux amortissements et de la charge d'impôt sur les sociétés ;
- de l'abaissement du taux d'actualisation retenu dans l'approche DCF.

De manière plus précise, ActMin1 met en œuvre deux méthodes d'évaluation : la méthode des comparables et celle de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles. La référence au cours de bourse de l'action SMTCP est présentée à titre indicatif et ne concourt pas à l'établissement de la fourchette de valeurs.

A) Les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres et nombre d'actions

S'agissant des éléments de passage de la valeur d'entreprise (VE) à la valeur des fonds propres (VCP), ActMin1 retient la dette comptabilisée dans les comptes de SMTCP au 31 décembre 2020, soit 11,9 m€ et soustrait le montant du dividende versé en 2021 au titre de l'exercice 2020, soit 11,1 m€. La VE est diminuée de 23 m€ pour déterminer la VCP.

Pour le calcul de la valeur par action, il est tenu compte de 5 837 500 actions.

B) La méthode des comparables boursiers

En l'absence de sociétés comparables directement cotées, ActMin1 a mis en œuvre la méthode sur la base des notes d'analystes publiées entre novembre 2020 et juin 2021 consacrées à Eiffage⁴¹, Vinci⁴² et ACS⁴³, desquelles il a extrait les multiples d'EBE 2022 issus des approches SOTP⁴⁴ calculées pour déterminer les objectifs de cours pour ces groupes. Sur la base de cette analyse, il vient des multiples d'EBE 2022 compris entre 7,9x et 8,5x.

En reliant le multiple d'EBE et la durée résiduelle de ces concessions autoroutières, ActMin1 calcule une équation de régression linéaire (avec un coefficient de détermination R² de 78%) conduisant à un multiple d'EBE 2022 de 8,1x pour SMTCP. Appliqué à un EBE 2022 estimé de SMTCP de 29,3 m€ (cf. infra), la méthode conduit à une valeur par action de 36,6 €.

C) La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles

Préalablement à la mise en œuvre de l'approche, ActMin1 établit un plan d'affaires 2021-2033⁴⁵ anticipant notamment :

- Un trafic global de 201,6 millions de passage sur l'horizon du plan, avec les hypothèses structurantes suivantes :
 - un trafic 2021 de 13,9 millions de passages (contre 11,7 m. en 2020 et 14,9 m. en 2019) ;
 - un trafic 2022 de 15,4 millions de passage, sur la base de la fréquentation du tunnel entre la seconde moitié du T2 2021 et la fin du T3 2021, en progression de 3,4 % par rapport à 2019 ;
 - un impact sur le trafic de +13,4 % entre 2024 et 2026 à la suite de l'ouverture de la bretelle Schlœsing ;
 - post 2026 jusqu'au terme de la concession, une croissance annuelle du trafic de 0,3 %.

⁴¹ Pour APRR.

⁴² Pour ASF-Escota et Cofiroute.

⁴³ Pour SANEF.

⁴⁴ SOTP pour *Sum-of-the-parts*.

⁴⁵ Arrêté au 18 janvier 2033.

- Un chiffre d'affaires global sur la période de 522,5 m€ sur l'horizon du plan, sur la base d'un prix unitaire moyen au passage passant de 2,30 € en 2021, à 2,77 € en 2033.
- Un montant total de charges (charges externes, impôts et taxes, salaires et participation des salariés) de 112,8 m€ sur l'horizon du plan, sur la base d'un montant de ces charges de 8,2 m€ en 2021.
- Un montant total d'investissement sur l'horizon du plan de 48,1 m€.

Les flux de ce plan sont actualisés au taux de 3,67 % (contre 4 % dans l'étude précédemment communiquée) dont le calcul est détaillé dans le §6.2.2.

L'application de ce taux aux flux issus du plan d'affaires décrit supra conduit à une valeur d'entreprise de 234,7 m€, une valeur des capitaux propres de 211,7 m€, et par conséquent une valeur par action de 36,3 €.

Les analyses de sensibilité de la valeur à la variation du coût moyen pondéré du capital, du trafic 2022, du taux de croissance du trafic en 2023 et entre 2027 et 2033 et de la croissance du trafic lié à l'ouverture de la bretelle Schlœsing, conduisent à une fourchette de valeurs comprises entre 34,4 € et 38,2 €.

ActMin1 réalise également une actualisation des flux issus de son plan d'affaires en appliquant un taux d'actualisation avant impôt sur les sociétés de 6,4 %⁴⁶, conduisant à une valeur par action de 39,3 €.

D) Conclusion sur la fourchette de valeurs retenue

Après l'ajout d'une valeur par action de 1,1 € lié à l'estimation par l'auteur de la sous-facturation des prestations de SMTPC à SPS, ActMin1 aboutit à une fourchette de valeurs comprises entre 37,5 et 40 €.

6.1.2 De la part de ActMin2

Le 6 septembre 2021, ActMin2 nous a adressé un courrier en LRAR décrivant, selon lui, les variables ayant un impact sur la valeur intrinsèque de la Société (le taux d'actualisation, la marge et la fréquentation).

Sans les développer comme ActMin1, ActMin2 reprend les arguments de ce dernier, soit un taux d'actualisation de 4 %, une croissance du trafic résultant de l'ouverture de la bretelle Schlœsing de 13,4 %, une marge (d'exploitation ? NDLR) de 76%, l'ensemble conduisant à une valorisation supérieure à 35 €.

6.2 Éléments de réponse issus de nos travaux

A la suite de l'analyse des documents, très complets, communiqués ActMin1, nous relevons (i) des différences quant aux références et méthodes d'évaluation mises en œuvre, et (ii) pour les approches communes, des différences entre les hypothèses d'exploitation et d'évaluation retenues de part et d'autre.

6.2.1 Différences quant aux référence et méthode mises en œuvre

En premier lieu et au contraire de nos travaux, ActMin1 ne retient pas la référence au cours de bourse dans les éléments déterminant sa fourchette de valeurs, sans en donner la raison et alors qu'il utilise le bêta qui en découle. Quoi que l'on pense du niveau du cours à un instant donné, il ne nous semble pas pertinent de rejeter ce critère dans la mesure où le cours de bourse présente des caractéristiques de flottant et de liquidité satisfaisantes. Par ailleurs, l'AMF rappelle dans sa recommandation relative à l'expertise dans le cadre d'opérations financières, que l'expert doit justifier « la décision d'exclure toute méthode ou toute référence de valorisation précédemment citée

⁴⁶ Taux utilisé par Vinci dans le cadre des tests de dépréciation ; dans le calcul effectué, les flux ne tiennent pas compte de l'impôt sur les sociétés.

(en particulier s'il s'agit des cours de bourse historiques ou d'une moyenne des cours de bourse), en exposant, lorsque cela est possible, les résultats auxquels la méthode ou la référence exclue aurait conduit ⁴⁷».

Ensuite, ActMin1 met en œuvre aux côtés de l'approche par actualisation des flux de trésorerie, la méthode des comparables boursiers à titre principal (ou à tout le moins sans en relativiser la pertinence) alors que nous ne retenons pas cette méthode sauf à titre de recoupement.

En effet, nous rappelons que, compte tenu du caractère unique de l'actif, il n'existe à notre connaissance aucune société cotée présentant les mêmes caractéristiques que la SMTPC. Pour autant et si nous négligeons le fait que les ouvrages exploités sont de nature assez différente⁴⁸, les sociétés concessionnaires d'autoroute pourraient constituer des indicateurs indirects acceptables sous réserve d'ajustements des multiples, relatifs à la durée résiduelle de la concession notamment. Mais, comme rappelé supra, ces sociétés ne sont pas cotées. La solution retenue par ActMin1 a donc été d'extraire de la valeur des groupes cotés (Eiffage, Vinci...) celle des concessions visées à partir des notes d'analystes couvrant lesdits groupes, et de calculer une équation de régression linéaire sur la base de la moyenne des multiples moyens de chacune des quatre concessions retenues (APRR, ASF-Escota, Cofiroute et SANEF) et de la durée restante des concessions. Outre le fait qu'une régression établie sur quatre références elles-mêmes issues de moyennes nous paraît fragile d'un point de vue statistique, cette approche nous semble contestable sur d'autres points :

- La totalité des notes d'analystes que nous avons consultées présente un calcul de la valeur des concessions reposant sur la méthode DCF ou DDM, les multiples d'Ebitda présentés par ActMin1 sont donc implicites. Au cas présent, l'approche par les multiples n'est pas une méthode alternative (et ici corroborative) à celle de l'actualisation des flux, mais une « ingénierie inverse » de cette dernière.
- Les valeurs présentées dans les approches SOTP des analystes sont des objectifs de cours. Or, parmi les notes consultées pour Eiffage et Vinci, les objectifs de cours sont supérieurs aux cours de bourse dans une fourchette de 13 % (Vinci, dans une fourchette de 10 % à 16 %) à 21 % (pour Eiffage, dans une fourchette de 17 % à 27 %, hors extrêmes), ce qui supposerait une surévaluation des multiples implicites présentés. Par ailleurs, nous précisons que le cours de bourse moyen de l'époque (T2 2021 pour la plupart) d'Eiffage et de Vinci étaient respectivement de 89 € et 88,5 €, et s'établissent aujourd'hui à 85,7 € et 88,5 €⁴⁹.

Compte tenu de ces éléments, nous estimons que la méthode des comparables boursiers ne peut pas être retenue à titre principal.

Enfin, nous estimons que l'utilisation d'un taux d'actualisation avant impôt est limité au cadre de l'application de la norme IAS 36.

6.2.2 Différences quant aux hypothèses retenues

S'agissant de la mise en œuvre de l'approche par l'actualisation des flux de trésorerie, nous identifions deux sources d'écart entre les travaux de ActMin1 et les nôtres : celle relative aux hypothèses d'exploitation (de trafic et donc chiffre d'affaires, de charges et d'investissements) et celle relative au taux d'actualisation utilisé.

Afin de mesurer l'incidence sur la valeur de ces différences, nous avons comparé les valeurs d'entreprise issues de nos plans d'affaires respectifs, étant précisé que nos travaux s'appuyant sur la position financière nette au 30 juin 2021, ils ne tiennent pas compte du 1^{er} semestre 2021.

Sur cette base, il vient un écart de valeur d'entreprise de l'ordre de 54,5 m€, soit 9,3 € par action, égal à la différence entre les deux valeurs centrales (36,3 € vs 27,03 €). Cet écart s'explique à hauteur de 1,90 € par action (21 % de

⁴⁷ Recommandation AMF DOC-2006-15 du 28 septembre 2006, modifiée le 10 février 2020, §3.2, souligné par nos soins.

⁴⁸ Tronçon unique vs réseaux, urbain vs interurbain, véhicules légers vs poids lourds, profils de saisonnalité et de volatilité du trafic très différent, ... (cf. annexe 8.2).

⁴⁹ Moyenne sur 20 j. au 10 décembre 2021.

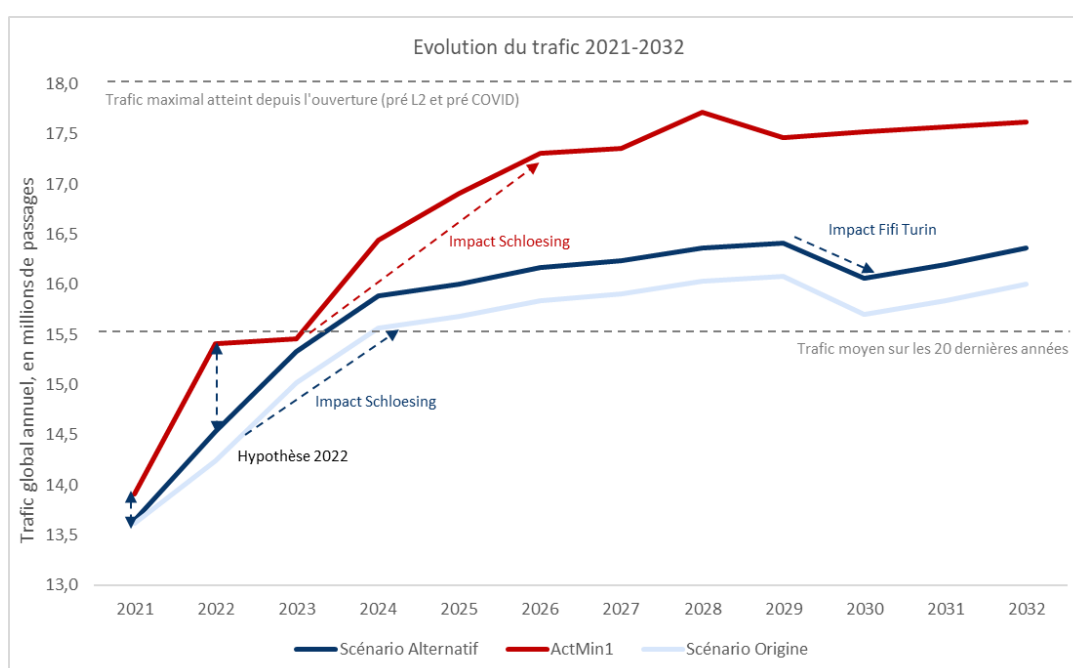
l'écart) par les hypothèses d'exploitation retenues, et par conséquent à hauteur de 7,4 € par action (79 % de l'écart) par la différence de taux d'actualisation.

Différences entre les hypothèses d'exploitation utilisées :

En premier lieu, nous analysons la différence de cumul des éléments « Charges + Investissements »⁵⁰. Ce cumul ne présente pas d'écart important entre les travaux de ActMin1 et les nôtres : après actualisation et hors effet d'impôt, l'écart n'est que de 2,5 m€, soit 0,43 € par action.

Aussi, l'écart principal concernant les hypothèses d'exploitation réside dans les revenus dans la mesure où le prix unitaire moyen du passage ne fait pas débat.

De 2021 au terme de la concession, ActMin1 anticipe un trafic global de 201,6 millions de passages contre 189,9 dans notre approche alternative (186,2 millions dans le plan d'affaires du management), soit une différence de 11,7 millions (-6,14 %). Il s'explique principalement par le niveau de trafic retenu les premières années de prévisions : 2022 d'abord, puis la période 2024-2026, comme l'illustre le graphique ci-dessous.



Comme indiqué supra, en 2022, ActMin1 prévoit un trafic de 15,4 millions de passages sur la base de la fréquentation du tunnel entre la seconde moitié du T2 2021 et la fin du T3 2021, en progression de 3,4 % par rapport à 2019. Cette hypothèse est soutenue par ActMin1 au motif que :

- L'effet de cannibalisation du trafic du tunnel par l'ouverture de la L2⁵¹ (Est, ouverte fin 2016, et Nord, ouverte fin 2018) est terminé ;
- « ...les professionnels de l'exploitation des concessions autoroutières considèrent et démontrent par leurs chiffres que dès le T3 2021, les contraintes sanitaires étant derrière nous, le trafic dépasse son niveau de 2019, la pandémie ayant été une parenthèse malheureuse. » et ;
- par ailleurs, concernant le T3 2021, « on peut penser qu'une partie de la clientèle du tunnel qui peut télétravailler une partie de la semaine, l'a fait. Mais les chiffres démontrent que c'est très loin d'être le cas général, ni l'envie de la grande majorité des usagers du tunnel (artisans, livreurs en scooteur, moto ou véhicule léger, etc.) dans une ville qui accueille peu de sièges sociaux et de bureaux, mais beaucoup de commerces, d'ateliers et d'usines ».

⁵⁰ Ou « Opex+Capex » ; nous analysons ce poste globalement car certaines charges du plan d'affaires pourraient être considérées comme des investissements, notamment certains travaux concernant le génie civil.

⁵¹ Rodeo gratuite de contournement de Marseille par l'est.

Autrement dit, les alternatives au passage payant par le tunnel ont fini de produire leurs effets, les concessionnaires autoroutiers ont retrouvé et dépassé le trafic de référence de 2019 et le changement des habitudes de travail n'est pas susceptible d'affecter le trafic du tunnel, en conséquence, le trafic revient à un niveau normal.

Pour 2022, notre approche (dans la version alternative) est différente en ce qu'elle considère que (i) les usagers du tunnel modifieront à la marge leurs habitudes après la pandémie (ii) les effets à court terme de la pandémie ne sont pas terminés (émergence d'une 5^{ème} vague), (iii) le trafic du tunnel ne peut être inféré à parti de ceux des concessions autoroutières (comme illustré en annexe 8.2).

En effet, une enquête, datant certes de 2012, estimait que 42 % des usagers employaient le tunnel pour des trajets domicile-travail, 39 % pour des déplacements professionnels et 19 % pour un usage privé. Il peut donc être considéré que le développement du télétravail, hors période de pandémie, pourra avoir une incidence sur le trafic.

Par ailleurs, en dépit d'un rebond de la fréquentation en juin et août 2021⁵², la fréquentation des mois connus sont en net recul par rapport à 2019 et n'offre pas de bonnes perspectives de rebond à court terme (2022), comme le montre le tableau ci-dessous :

Période	2019	2021	var. 2019-2021
3 ^{ème} trimestre	3 782 361	3 815 612	0,88%
4 ^{ème} trimestre	3 850 643	3 546 305	-7,90%
Total	7 633 004	7 361 917	-3,55%

Enfin, l'évolution du trafic ci-dessus montre bien qu'elle diffère sensiblement de celle du trafic des autoroutes. Au cours du T3 2021, les trafics des autoroutes de Vinci et Eiffage en France (véhicules légers) ont cru respectivement de 4,2 % et 7,1 % par rapport à la même période en 2019, contre une augmentation de 0,9 % pour SMTPC. En octobre 2021, le trafic des autoroutes de Vinci en France (véhicules légers) a cru de 5,7 % par rapport à octobre 2019 et de 6,7 % par rapport à novembre 2019, contre des diminutions de 7,5 % et 7 % pour SMTPC.

Sur la période 2024-2026, à la suite de l'ouverture de la bretelle Schlœsing, ActMin1 anticipe une augmentation globale du trafic étalée sur trois ans de 12 % (2023-2024 : +6,4 % ; 2024-2025 : +2,8 % ; 2025-2026 : 2,4 %). Cet impact est plus mesuré dans les prévisions du management avec une croissance globale de 10,2 % sur la période post ouverture (2023-2025) qui intègre la continuation de la récupération des effets de la crise sanitaire (la part attribuable au seul effet Schlœsing correspondant à +3,7%) .

Si nous avons bien compris la méthode employée par ActMin1, l'augmentation du trafic a été déduite de l'augmentation du chiffre d'affaires présenté en annexe de l'avenant n°9 du contrat de concession conclu entre Aix-Marseille-Provence Métropole et SMTPC en octobre 2017. Pour notre part et s'agissant de l'impact de l'ouverture de la bretelle, nous avons retenu les prévisions issues du modèle de trafic du management. Toutefois, nous nous sommes assurés que ces données étaient cohérentes avec la dernière analyse trafic en date établie par un tiers indépendant⁵³, laquelle prévoyait une croissance globale du trafic à trois ans de 6,2 % à compter de l'ouverture de la bretelle (qui se compare au 10,2 % retenus dans le plan du management, en ce compris un phénomène de rattrapage consécutif à la fin de la pandémie). Par solde, le trafic 2026 retenu par ActMin1 ressort à 17,3 millions de passages, contre 16,1 dans notre scénario alternatif et 16,2 pour Mott MacDonald (en 2025, l'ouverture étant prévue en 2022 dans leurs derniers travaux).

Bien entendu, les anticipations d'évolution de trafic n'offrent aucune garantie quant à leur réalisation. Nous estimons cependant que nous avons retenu des données cohérentes, et même plutôt optimistes s'agissant de 2022 compte tenu de la dynamique observée ces derniers mois, avec les informations objectives dont nous disposons.

⁵² Selon le management, la fréquentation d'août 2021 est exceptionnelle et s'explique par le fait que les Français sont restés en France durant l'été 2021.

⁵³ Note technique de Mott Macdonald (conseil des prêteurs de SMTPC) datée du 17 septembre 2019 mettant à jour leurs travaux de novembre 2018.

Différences entre les taux d'actualisation utilisés :

Taux d'actualisation : comparatif	ActMin 1		BM&A
	DCF	Bêta mensuel	DCF + DDM
Décomposition du TRI implicite de marché :			
TRI implicite du marché observé (SBF 120)	7,7 %	7,7 %	7,8 %
Taux sans risque	(0,7)%	(0,7)%	0,0 %
Prime de risque action	8,3 %	8,3 %	7,8 %
Prime AAA	-	-	0,3 %
Biais de prévision <i>large caps</i>	1,9 %	1,9 %	1,9 %
Prime de risque MEDAF	6,4 %	6,4 %	5,6 %
Estimation du bêta anticipé :			
Bêta de l'actif économique : β_u	0,52	0,79	0,65
Lever $L_e = DN / VFP$	-	-	2,1 %
Bêta avec levier : β_l	0,52	0,79	0,66
Coût des fonds propres :			
Taux sans risque	(0,7)%	(0,7)%	0,0 %
Prime AAA	-	-	0,3 %
Prime MEDAF	6,4 %	6,4 %	5,6 %
Coût des fonds propres MEDAF	2,7 %	4,4 %	4,0 %
Biais de prévision <i>large caps</i>	1,0 %	1,5 %	1,9 %
Prime de taille	-	-	1,0 %
Coût des fonds propres	3,7 %	5,9 %	6,9 %
Coût de la dette avant IS : k_d	n.c.	n.c.	1,9 %
Coût de la dette après IS	n.c.	n.c.	1,4 %
Lever cible $L_{VE} = DN / VE$	-	-	2,0 %
Taux d'IS cible	n.c.	n.c.	25,8 %
CMPC	3,7 %	5,9 %	6,8 %

ActMin1 construit son taux d'actualisation en partant des rendements de marché publiés par Associés en Finance et Fairness Finance⁵⁴ qu'il ajuste d'un taux sans risque égal au rendement des bons du trésor à un mois à mi-novembre 2021 pour aboutir à une prime de risque actions de 8,3 %. Il applique ensuite la formule du MEDAF en multipliant cette prime de risque par un coefficient bêta de 0,52 « estimé par Refinitiv Eikon » pour la SMTPC sur trois ans. ActMin1 considère l'effet du levier d'endettement comme négligeable et arrive donc à un coût des fonds propres à endettement nul de 3,67 %, qu'il utilise dans son approche DCF.

Cette approche diffère de celle que nous avons mise en œuvre sur les principaux points suivants :

- ActMin1 retient une référence de TRI du marché Fairness Finance spot au 29 octobre 2021 alors que nous utilisons la référence au 30 novembre 2021, lissée sur trois mois.
- La référence de taux sans risque retenue, basée sur des taux à un mois, ne correspond pas à l'horizon de calcul de la prime de risque utilisée (qui, nous le rappelons, est basée sur le TRI égalisant l'actualisation à l'infini des flux libres pour l'actionnaire anticipés pour l'indice SBF 120 et la valeur boursière de ces mêmes sociétés). Notre position sur ce point rejoint celle du professeur A. Damodaran que nous exposons en annexe 8.5.1.1 du présent rapport.
- ActMin1 utilise une référence de TRI du marché *ex-ante* issue de Fairness Finance sans appliquer la méthodologie associée, à savoir l'isolement dans ce rendement de la part qui vient couvrir des biais prévisions *large cap*. Le tableau supra présente le calcul réalisé par ActMin1 selon une décomposition compatible avec l'approche Fairness Finance. Cette présentation illustre la position méthodologique d'ActMin1 qui considère que des coefficients bêtas mesurés sur des variations de cours historiques permettent l'ajustement de primes *ex-ante* venant compenser des biais de prévisions futurs (biais de prévisions *large caps* et prime de taille). Cette position n'est pas la nôtre.
- Nous retrouvons un niveau très proche du bêta retenu par ActMin1 en calculant celui de la SMTPC par rapport à l'indice SBF 120 sur trois ans et sur la base de variations hebdomadaires. Les développements

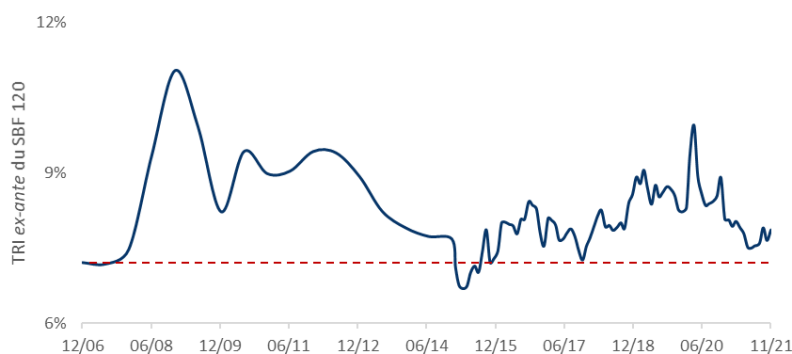
⁵⁴ Taux spot au 29 octobre 2021.

présentés en annexe 8.3 montrent toutefois que cette approche n'est pas la plus adaptée au calcul d'un bêta *small cap*⁵⁵ et que le bêta calculé sur des variations mensuelles lui aurait été théoriquement préférable (0,79). L'impact de ce paramètre sur le taux est très significatif, l'approche retenue par ActMin1 avec un bêta de 0,79 aurait mené à un coût des fonds propres à endettement nul de 5,9 % (cf. colonne Bêta mensuel reconstituée par nos soins), soit un niveau légèrement inférieur à la fourchette basse que nous avons appliqué aux flux du management.

- ActMin1 considère que l'utilisation du bêta de la Société calculé sur des variations hebdomadaires permet de tenir compte de l'effet de la taille de la SMTPC sur le taux. Cette position n'est pas la nôtre⁵⁶ ni, d'ailleurs, celle de l'article de recherche qu'il cite pour justifier sa position (cf. annexe 8.3.3) qui démontre justement le contraire. Si nous rejoignons ActMin1 sur le constat que la SMTPC a un profil de risque particulier qui peut justifier une prime de taille dans le bas de fourchette de celles observées dans son segment de marché, il nous paraît difficile de plaider que celle-ci doit être ramenée à 0.
- ActMin1 néglige l'effet du levier financier sur le taux. Cette approche simplifiée se justifie dans le cas de la SMTPC, qui est assez peu endettée. La montée en puissance des financements Schlœsing sur les trois prochaines années conduit toutefois à une augmentation du levier financier et donc à une hausse, même mesurée, du risque assumé par l'actionnaire à court terme.

En appui de son analyse, ActMin1 renvoie à un certain nombre de références de taux d'actualisation :

- le taux de 5,25 % utilisé il y a 17 ans par le banquier introducteur lors de l'IPO⁵⁷ SMTPC, qui était appliqué aux flux générés par une concession avec une durée de vie résiduelle bien plus longue et donc un profil de risque différent. Nous relevons également que :
 - i) le taux de 5,25 % mentionné est un coût moyen pondéré du capital qui était réduit par la prise en compte d'un levier d'endettement significatif ;
 - ii) Gilbert Dupont avait également mis en œuvre une approche d'actualisation de dividendes tenant compte du désendettement de la Société et que l'analyste appliquait à ce titre un taux d'actualisation de 6,2 % après l'année 2017 (dividendes 2017-2025) ;
 - iii) bien que les séries historiques Fairness Finance ne remontent pas jusqu'à 2004, le rendement *ex-ante* exigé sur le marché actions français (SBF 120) ne semble pas avoir baissé depuis 2006 :



- le taux qu'applique JP Morgan aux concessions Vinci (4,2%), qui bénéficie de l'effet d'un levier financier en valeur d'entreprise de 27 % : soit un coût de financement reposant à près de 30 % sur des taux obligataires exceptionnellement bas (cf. annexe 8.5.3 pour un inventaire plus large des taux appliqués aux concessions par les analystes financiers) ;

⁵⁵ Refinitiv Eikon présente d'ailleurs le bêta mensuel dans la fiche de synthèse de la SMTPC.

⁵⁶ Cf. fiche technique n°4 Fairness Finance, téléchargeable dans la section méthodologie de fairness-finance.com.

⁵⁷ *Initial Public Offering*, ou introduction en bourse.

- un taux de 4 % qui serait appliqué par Gilbert Dupont à la SMTPC, que nous n'avons pas pu recouper dans une étude récente (le dernier taux présenté dans une étude Gilbert Dupont portant sur la Société remonte à 2011 et était fixé par l'analyste de l'époque à 4,6 % en CMPC et à 5,1 % en coût des fonds propres). Le management nous indique qu'un taux supérieur à 4 % est utilisé par Gilbert Dupont dans ses travaux actuels ;
- un taux de 3,41 % extrapolé par A. Damodaran à partir de données américaines le 5 janvier 2021 pour le secteur *Transportation* en Europe, que nous avons analysé de manière détaillée en annexe 8.5.1.
- un taux de 4 % qui aurait été implicitement retenu par Eiffage de la cadre de la transaction A65, que nous avons reconstitué et analysé annexe 8.4 ;
- la position de la DGTIM⁵⁸ le cadre de sa négociation face aux sociétés concessionnaires d'autoroutes, présentée dans le rapport de la commission d'enquête du Sénat du 16 septembre 2020, s'agissant du niveau de rémunération « raisonnable » de 4 % applicable aux capitaux investis à l'occasion du Plan d'investissement autoroutier annoncé le 28 juillet 2016. Ce même rapport nous révèle, page 185, qu'après discussions, la DGTIM a convenu qu'un TRI maximal de 5,5 % était « envisageable » et que le TRI finalement négocié pour les investissements concernés avait été fixé à 6,5 % (et revu ensuite à 5,9 % à la demande de l'ART⁵⁹).

L'ensemble des éléments et des analyses que nous avons réunis nous conduit à considérer le taux préconisé par ActMin1 comme un niveau bas de fourchette, plus représentatif d'une espérance de rendement applicable à des flux totalement probabilisés des risques de réalisation, qu'un taux applicable dans une approche d'actualisation de flux futurs usuelle (même après prise en compte du profil de risque particulier de la Société) que nous avons mis en œuvre dans nos approches DCF et DDM.

⁵⁸ Direction Générale des Infrastructures, des Transports et de la Mer.

⁵⁹ Autorité de Régulation des Transports.

7 | CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action SMTPC auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 27,0 € par action proposé dans le cadre de la présente Offre :

SMTPC Méthodes/Référence		Valeur (en € par action)			Prime/ (Décote) vs Offre
		basse	centrale	haute	
Cours de bourse (31 mars 2021)	36 mois	13,00	18,59	24,50	45,3 %
	24 mois	13,00	18,11	23,30	49,1 %
	12 mois	13,00	16,73	19,90	61,4 %
	6 mois	13,00	16,04	18,40	68,3 %
	3 mois	13,95	16,26	18,40	66,1 %
	20 jours	15,15	17,18	18,40	57,2 %
	Spot	17,65	17,65	18,40	53,0 %
Cours de bourse (8 décembre 2021)	36 mois	13,00	19,75	25,80	36,7 %
	24 mois	13,00	20,00	25,80	35,0 %
	12 mois	13,95	20,92	25,80	29,1 %
	6 mois	20,80	22,35	25,80	20,8 %
	3 mois	22,00	24,10	25,80	12,0 %
	20 jours	24,70	25,21	25,80	7,1 %
	Spot	25,40	25,50	25,50	5,9 %
Actualisation de flux (BP management)	FCFttF	24,21	26,65	29,08	1,3 %
	DDM	23,97	26,07	28,15	3,6 %
Actualisation de flux (scénario alternatif)	FCFttF	24,66	27,03	29,40	(0,1)%
	DDM	23,83	25,98	28,13	3,9 %
Comparables boursiers	VE/EBITDA 2022	27,68	28,32	28,96	(4,7)%
Objectifs de cours	18-oct.-21		26,00		3,8 %
ANC	30-juin-21		11,30		139,0 %

En premier lieu, nous avons analysé les accords conclus entre les Initiateurs dans le cadre de l'Offre et n'avons pas identifié d'élément susceptible de remettre en cause le principe d'égalité de traitement entre les actionnaires.

Ensuite, afin d'émettre une opinion sur le caractère équitable du prix d'Offre, nous avons mis en œuvre deux approches retenues à titre principal, le cours de bourse de la Société et la méthode DCF (également déclinée en approche DDM).

La référence au cours de bourse de la Société à la date précédant l'annonce de l'opération conduit à une valeur de l'action SMTPC comprise entre 16,26 € (moyenne 3 mois des cours pondérés par les volumes) et 17,18 € (20 jours), sur laquelle le prix d'Offre extériorise une prime comprise entre 66 % et 57 %. Pour information, nous présentons également les moyennes de cours arrêtés au 8 décembre 2021 qui s'établissent entre 24,10 € (3 mois) et 25,21 € (20 jours).

S'agissant de la méthode DCF, la principale difficulté a résidé dans l'estimation des prévisions de trafic. En effet, les conséquences à court terme (épisodes de confinement et accroissement du télétravail) et à moyen terme (modification des usages) de la pandémie de Covid-19, combinées à celles attendues de la construction de la bretelle Schlœsing, augmentent le niveau d'incertitude quant à l'évolution du nombre de passages annuels dans l'ouvrage. Nous avons donc appliqué la méthode DCF non seulement au plan d'affaires établi par le management, que ce dernier considère optimiste, au moins à court terme, au regard des observations de trafic les plus récentes, mais également à un plan d'affaires alternatif élaboré par nos soins qui retient des hypothèses d'exploitation plus favorables encore, i.e. un niveau de trafic à l'origine du plan (2022) plus élevé et la neutralisation des dépenses

(Opex et Capex) non précisément identifiées. Les deux plans d'affaires ont fait l'objet d'une valorisation par l'actualisation des flux libres de trésorerie et par l'actualisation des dividendes.

L'approche par actualisation des flux (libres ou de dividendes) conduit à des valeurs centrales comprises entre 25,98 € et 27,03 € sur lesquelles le prix d'Offre extériorise des primes comprises entre 3,9 % et (0,1) %.

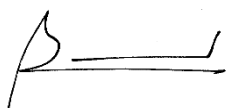
A titre d'information, nous avons également développé l'approche des comparables boursiers. Cette méthode, qui s'appuie sur un échantillon de sociétés concessionnaires principalement d'autoroutes en France, ne nous paraît pas adaptée pour évaluer la Société, eu égard d'abord au caractère unique de l'ouvrage exploité par SMTPC, mais également en raison de l'absence de cotation directe des sociétés composant l'échantillon qui impose l'utilisation de multiples implicites issus des modèles DCF, eux-mêmes établis par les analystes financiers dans le cadre d'une approche *Sum of the parts* destinée à déterminer un objectif de cours. Cette méthode conduit à une valeur centrale de 28,32 €, qui extériorise une décote de 4,7 % par rapport au prix d'Offre.

Enfin, dans la dernière partie de notre rapport, nous avons répondu de manière exhaustive aux observations des actionnaires minoritaires qui nous avaient contactés et qui estimaient la valeur de l'action SMTPC comprise entre 35 € et 40 €. Nous avons notamment traité les principaux points de divergence entre leurs hypothèses et les nôtres que constituent l'évolution du trafic, les dépenses de charges externes et d'investissement et le taux d'actualisation utilisé.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 27,00 € par action SMTPC proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 5 janvier 2022

BM&A Advisory & Support



Pierre Béal
Associé



Stéphane Marande
Directeur exécutif

8 | ANNEXES

8.1 Lettre de mission



CABINET BM&A
11, rue de Laborde
75008 PARIS

A l'attention de Monsieur Pierre BEAL

Marseille, le 13 juillet 2021

Objet : Désignation de l'expert indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée suivi d'un retrait obligatoire sur les actions de la Société Marseillaise du Tunnel Prado Carénage initiée par les sociétés VINCI Concessions et Eiffage

Monsieur,

Les sociétés VINCI Concessions et Eiffage détenant ensemble directement ou indirectement 66,2% du capital social et des droits de vote de la Société Marseillaise du Tunnel Prado Carénage (la « Société »), ont annoncé le 23 avril 2021 avoir conclu un protocole d'intentions prévoyant une exclusivité de négociations en vue de la conclusion d'un accord concertant pour acquérir conjointement le solde du capital de la Société qu'elles ne détiennent pas. Elles ont précisé que la réalisation de leurs accords restait notamment subordonnée à l'obtention des autorisations des autorités de concurrence compétentes.

En cas de réalisation définitive de ces accords, VINCI Concessions et Eiffage ont annoncé qu'elles déposeront dès que possible un projet d'offre publique d'achat, sous la procédure simplifiée, à caractère obligatoire, auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») et que cette offre serait suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire si les conditions de mise en œuvre sont réunies.

Par conséquent, nous vous confirmons par la présente que le conseil d'administration de la Société, réuni le 1^{er} juillet 2021, a décidé, de désigner le cabinet BM&A, représenté par vous-même, en qualité d'expert indépendant, aux fins :

- d'établir un rapport sur les conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée ; et
- de se prononcer sur le caractère équitable de l'indemnisation des actionnaires minoritaires dans le cadre du retrait obligatoire.

Les termes et modalités de votre mission seront conformes à ceux figurant dans votre proposition acceptée par le conseil d'administration de la Société lors de sa réunion du 1^{er} juillet 2021.

Par ailleurs, nous vous confirmons ne pas voir identifié de situation de conflit d'intérêts au sens de l'article 1 de l'Instruction AMF 2006-08 et prenons acte qu'il en est de même de votre côté.

Nous vous prions d'agréer, Monsieur, l'expression de notre considération distinguée.

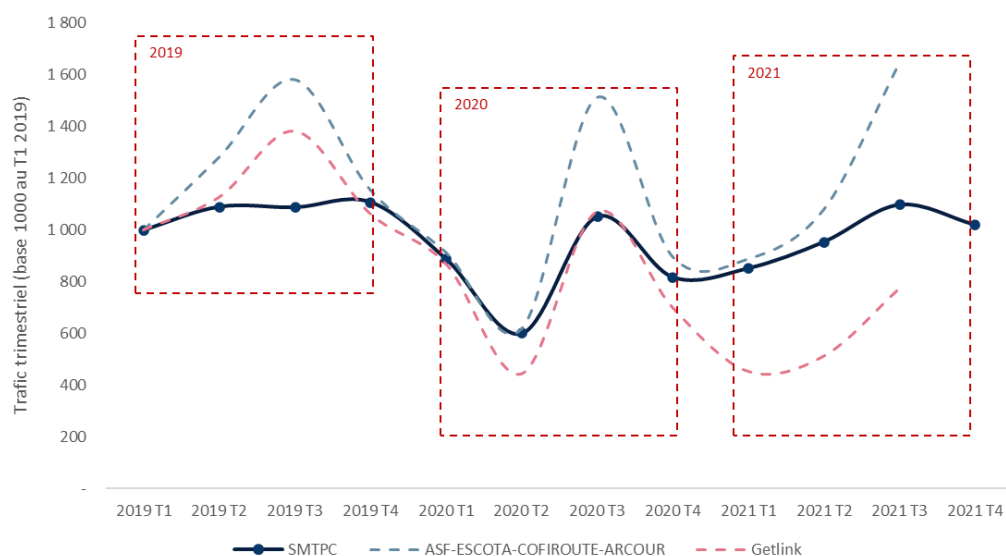
J. HAVARD
Directeur Général

Société Marseillaise du Tunnel Prado Carénage
3 quai de l'Yeu 50001 - CS 20127 - 13285 Marseille Cedex 10
04 91 80 88 80 | M.smtp@tunnelprado.com | [W.tunnelprado.com](http://www.tunnelprado.com)
R.S. 442 041 40 17 802 279 4000 - R.C.S. Marseille 2 314 075 470 - SIRET : 501 1 75 470 0000
SIREN 501 175 470 - N° 753847999



8.2 Evolution relative du trafic SMTPC par rapport à d'autres ouvrages routiers

Le caractère particulier du trafic SMTPC, et donc son absence de comparabilité avec d'autres ouvrages routiers, est observable sur le graphique infra :



Si nous comparons le trafic trimestriel SMTPC (base 1000 au T1 2019) à celui empruntant le réseau ASF-Escota-Cofiroute-Arcour d'une part et à celui empruntant le tunnel sous la manche (Getlink) d'autre part, nous pouvons constater que :

- Le trafic SMTPC est, en période normale, beaucoup moins saisonnier que celui des autres ouvrages présentés. Cette observation est cohérente avec la typologie du trafic SMTPC qui était constitué, en 2012, à 42 % de trajets domicile-travail et à 39 % de déplacements professionnels.
- Pour la même raison, nous relevons que le trafic SMTPC est plus résilient et moins volatil que celui des autres ouvrages considérés.
- A l'inverse, les phénomènes de rattrapage qui ont permis l'annonce de croissances du trafic à deux chiffres par les grands opérateurs ne s'appliquent pas au cas de la SMTPC, qui, même si elle a bénéficié d'un bon été 2021 du fait des restrictions pesant sur les voyages internationaux, enregistre une nouvelle dégradation⁶⁰ de son trafic au T4.

⁶⁰ (9,2) % par rapport au T4 2019.

8.3 Coefficients Bêtas applicables à la SMTPC

8.3.1 Définition du coefficient bêta

Le coefficient bêta est l'un des paramètres principaux du MEDAF⁶¹. Il permet le passage entre le risque systématique du marché, mesuré par la prime de risque, et le risque systématique de l'objet évalué. Techniquement, il peut se mesurer de trois façons différentes, étant entendu que le résultat obtenu est strictement identique quelle que soit la formule retenue :

- le coefficient bêta est égal à la pente de la fonction affine qui régresse les variations des cours de la société évaluée par rapport à celles du marché ;
- il est également égal au rapport entre la covariance des variations de cours de la société par rapport à celle du marché et de la variance des variations de cours du marché ;
- enfin, et c'est cette approche qui nous paraît la plus intuitive, il est aussi égal au rapport entre la volatilité des cours de la société et celle du marché multiplié par le coefficient de corrélation entre les variations des cours de la société et celles du marché.

Cette dernière définition, directement issue de la théorie du portefeuille de Markowitz, permet de mettre en lumière les deux composantes économiques du coefficient bêta :

- il mesure dans un premier temps la volatilité, et donc le risque relatif de la société, par rapport au marché qui sert de référence au calcul de la prime de risque ;
- dans un second temps, il permet la prise en compte du « pouvoir diversifiant », au sens de la théorie du portefeuille, de la société par rapport au marché via le coefficient de corrélation.

Ainsi, une société risquée (fortement volatile) pourra se voir appliquer un coefficient bêta faible (inférieur à 1) si la variation de ses cours de bourse est décorrélée de celle du marché. Le bêta reste toutefois un indicateur statistique et un coefficient de corrélation trop faible est également le reflet d'un manque de significativité du calcul. C'est pourquoi les praticiens considèrent en général les bêtas avec un coefficient de détermination (coefficient de corrélation au carré) inférieur à 10 % comme non significatifs.

8.3.2 Mesure du coefficient bêta

D'un point de vue méthodologique, trois principaux arbitrages influent sur le niveau et la qualité du bêta mesuré :

- **La période de calcul du bêta** : plus celle-ci sera longue moins le coefficient sera sensible à d'éventuelles variations de cours atypiques (comme celles observées en 2020 au début de la crise sanitaire), mais moins le bêta sera le reflet d'informations récentes ;
- **La période de lissage des variations de cours** (mensuelle, hebdomadaire ou journalière) : le choix d'une période de lissage large (mensuelle par exemple) va limiter le « bruit » statistique qui vient réduire mécaniquement le coefficient de détermination et la significativité du bêta et donc, aussi, son niveau en valeur absolue. A l'inverse, ce choix limite le nombre de points sur lequel repose le calcul et réduit donc l'effet de la loi des grands nombres qui améliore la qualité statistique du calcul.
- **L'indice de référence** : la définition du « marché » s'agissant de la société dont on calcule le bêta doit également faire l'objet d'un arbitrage. Si, en théorie, la référence de « marché » devrait être identique à celle qui a permis l'appréciation de la prime de risque, cette approche n'est pas pertinente dans le cas de sociétés cotées sur des marchés étrangers. La mesure du risque de la société évaluée étant mesurée par rapport à son écosystème, il convient de ne pas biaiser le bêta en intégrant un effet de décorrélation

⁶¹ Modèle d'Equilibre Des Actifs Financiers

qui serait lié à une distance géographique. C'est pourquoi les indices de références utilisés par les praticiens sont en général ceux des pays dans lesquelles les sociétés sont cotées.

8.3.3 Relation entre la taille le coefficient bêta

On pourrait considérer que les sociétés de petite taille étant, par nature, plus volatiles que les sociétés de grande taille, leur bêta explique les rendements *ex-ante* traditionnellement plus élevés observés pour ce segment de marché et donc qu'aucune prime de risque supplémentaire au titre de la taille ne doit être ajoutée au MEDAF à ce titre.

Le lecteur attentif du §8.3.1 supra comprendra que cette position repose sur l'hypothèse forte qu'il n'y a pas de différence de corrélation par rapport au marché entre les sociétés de grande taille et les sociétés de petite taille. La pratique montre que cette hypothèse est erronée, notamment en Europe, où l'effet de décorrélation conduit à des bêtas en moyenne plus faibles chez les *small caps* que chez les *large caps*. A notre connaissance, il n'existe d'ailleurs pas d'étude sérieuse qui montre une corrélation entre la taille des sociétés et leur bêta. A l'inverse, il existe pléthore d'études remettant en cause le bienfondé du MEDAF, notamment à travers l'observation d'écarts importants entre la théorie et les réalisations sur ce segment de marché. Ces travaux ont d'ailleurs conduit à l'émergence de modèles alternatifs et/ou complémentaires⁶² au MEDAF qui cherchent à corriger ce biais.

Cet état de fait est par ailleurs confirmé par les travaux de Roger Ibbotson qui met en lumière dans un article de recherche⁶³ l'effet de « lag », soit le décalage dans la transmission des mouvements de marché entre les *large caps* et les *small cap*, qui conduit à une sous-estimation du bêta de ces dernières du fait d'une décorrélation artificielle. L'article propose une méthode alternative de calcul du bêta qui compense ce biais (le *SumBeta*) et indique que l'utilisation d'une période de lissage mensuelle vient le réduire, sans toutefois suffire à le compenser totalement.

8.3.4 Relation entre le levier financier et le coefficient bêta

A l'inverse de la taille, l'effet du levier financier sur le coefficient bêta est mécanique et largement documenté. En effet, les bêtas observés sur les sociétés cotées sont, par construction, le bêta des leurs fonds propres. La variation de la valeur des fonds propres étant mécaniquement démultipliée (à la hausse comme à la baisse) par le niveau d'endettement financier au bilan, ce paramètre impacte directement le bêta. Cet effet pénalisant de la dette sur le bêta est toutefois partiellement compensé par l'économie fiscale induite par la déductibilité des frais financiers⁶⁴.

C'est pourquoi les praticiens, lorsqu'ils ont à travailler à partir de données observées sur un échantillon de sociétés comparables, « désendettent⁶⁵ » les bêtas observés avant de rebaser le bêta ainsi ajusté pour tenir compte de la structure financière cible de la société évaluée. Cette opération est particulièrement importante au cas d'espèce, le levier de la SMTPC ressortant très inférieur à celui des sociétés et des transactions de référence, sans possibilité de convergence dans le futur du fait de la durée de vie limitée de la concession.

8.3.5 Bêtas observés pour la SMTPC et les comparables boursiers

Pour les besoins de nos travaux nous avons mis en œuvre une approche usuelle en calculant les bêtas au 30 novembre 2021 des comparables boursiers sur une période de trois ans⁶⁶, en retenant un lissage hebdomadaire et un indice de référence sélectionné en considérant le marché de cotation de la société et le R² résultant du calcul.

⁶² Fama & French, Associés en Finance/Trival, Fairness Finance pour n'en citer que quelques-uns.

⁶³ "Estimates of Small Stock Betas are Much Too Low", Roger G. Ibbotson, Paul D. Kaplan et James D. Peterson, Journal of Portfolio Management, juillet 1997.

⁶⁴ Cf. travaux de 1963 de Modigliani et Miller.

⁶⁵ La formule usuellement appliquée est celle proposée par Robert Hamada (1972) qui permet de combiner l'effet du levier sur la volatilité des capitaux propres et l'économie fiscale, dans sa version simplifiée où le bêta de la dette est considéré négligeable.

⁶⁶ Les bêtas calculés pour la SMTPC sur un période de cinq ans ne diffèrent pas significativement des bêtas trois ans.

Bêtas hors dette	Taux d'impôt marginal	$\beta^{(1)}$	R^2	Indice	Capi. en m€ ⁽²⁾	V(Mino.) en m€ ⁽³⁾	DFN (T) en m€ ⁽³⁾	Levier (fonds propres) ⁽⁴⁾	β hors dette
SMTPC (bêta hebdomadaire 3 ans)	25,8%	0,51	21,5%	EURONEXT SBF 120	109,5	-	2,5	2,3%	0,50
SMTPC (bêta mensuel 3 ans)	25,8%	0,81	37,3%	EURONEXT SBF 120	109,5	-	2,5	2,3%	0,79
SMTPC (bêta hebdomadaire 5 ans)	25,8%	0,50	11,0%	EURONEXT SBF 120	109,5	-	2,5	2,3%	0,49
SMTPC (bêta mensuel 5 ans)	25,8%	0,86	22,2%	EURONEXT SBF 120	109,5	-	2,5	2,3%	0,85
Getlink SE	25,8%	1,03	58,8%	EURONEXT SBF 120	7 375,4	-	4 315,3	58,5%	0,72
Atlantia SpA	24,0%	1,15	47,5%	FTSE ITALIA ALL SHARE	14 687,0	8 015,3	40 299,0	177,5%	0,49
Ferrovial SA	25,0%	0,99	62,7%	IBEX 35	18 143,7	752,0	3 968,3	21,0%	0,86
Eiffage SA	25,8%	1,30	77,1%	EURONEXT SBF 120	8 442,9	1 011,3	11 010,3	116,5%	0,70
Vinci SA	25,8%	1,19	75,8%	EURONEXT SBF 120	52 484,8	1 799,3	19 938,0	36,7%	0,94
Aéroports de Paris SA	25,8%	1,34	53,2%	EURONEXT SBF 120	12 644,7	829,0	5 811,0	43,1%	1,02
Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwide	30,0%	1,22	44,2%	DAX KURSINDEX	5 348,5	169,2	4 883,1	88,5%	0,75
Flughafen Wien AG	25,0%	0,85	35,7%	WIENER BOERSE INDEX	2 642,6	100,8	253,0	9,2%	0,80
Flughafen Zuerich AG	14,9%	0,89	41,6%	DAX KURSINDEX	4 415,6	0,0	903,9	20,5%	0,76
Moyenne	24,7%	1,11	55,2%		14 020,6		10 153,6	63,5%	0,78
Médiane	25,8%	1,15	53,2%		8 442,9		4 883,1	43,1%	0,76
Moyenne pondérée par les R^2		1,13							0,79
(1) Calculé sur une période de 3 ans, sauf mention contraire					Marge d'erreur à 95%		32%	0,10	
(2) Sur la base du cours moyen pondéré 20 jours au 30/11/2021					Fourchette basse		31%	0,68	
(3) Dernière valeur publiée					Moyenne		64%	0,78	
(4) DFN (ou T) ÷ [Capi. + V(Mino.)], où DFN : dette financière nette et T : trésorerie nette					Fourchette haute		96%	0,88	

S'agissant du bêta de la SMTPC, nous avons considéré deux périodes de lissage arrêtées au 31 mars 2021, date d'annonce de l'Offre⁶⁷ : un lissage hebdomadaire et un lissage mensuel. Le R^2 des bêtas calculés ainsi que les travaux de Roger Ibbotson évoqués supra militent en faveur de l'utilisation d'un bêta mensuel pour la SMTPC. Cette option étant défavorable à l'actionnaire minoritaire, nous avons toutefois considéré l'ensemble de la fourchette constituée par les deux bêtas ainsi calculés (0,50-0,79) soit une valeur centrale de 0,65 qui ressort proche du bas de la fourchette statistique des bêtas observés pour les comparables boursiers (intervalle de confiance à 95% de la moyenne, fourchette globale de 0,68 à 0,88).

L'approche Fairness Finance du taux d'actualisation reposant sur l'utilisation d'une prime de risque de taille, elle-même redressée de l'effet des bêtas des sociétés qui composent l'échantillon de référence, nous n'avons pas mis en œuvre d'approche alternative (*SumBeta* ou autre) qui ajusterait le risque induit par la taille de la SMTPC dans le bêta.

8.4 Reconstitution du taux d'actualisation implicite de la transaction A65

Le 25 août 2021, Eiffage a annoncé le rachat de la participation minoritaire détenue par SANEF dans la société A'liénor (A65) et l'acquisition en parallèle de la société d'exploitation de cette autoroute pour un montant total de 222 m€. Lors de la présentation des résultats annuels d'Eiffage, son directeur financier a indiqué que TRI cible attendu de cette acquisition était « un peu en dessous de 10 % ».

Bien que l'actif concerné opère dans un environnement différent du tunnel Prado-Carénage (cf. §8.2), le contexte de cette opération reste similaire à celui de l'Offre (rachat d'un actionnaire minoritaire dans une société exploitant une concession) et un objectif de rendement ayant été donné par Eiffage, la reconstitution des paramètres actuariels qui sous-tendent cet investissement nous paraît pertinente.

Les éléments disponibles étant parcellaires, nous nous sommes basés sur les paramètres d'Eiffage s'agissant du bêta et du coût de la dette mais avons retenu le profil d'A'liénor pour ce qui est de la taille et du levier financier :

⁶⁷ Les variations de cours après cette date incluant l'effet de la spéculation sur le titre (cf. §4.3.2).

Illustration de l'effet du levier d'endettement sur le rendement des capitaux propres attendu dans le cadre de l'opération A'Liénor	30-nov.-21	
	Transaction A65	
	Avec levier	Dettes nulle
Estimation bêta anticipé :		
Bêta de l'actif économique : β_u	0,70	0,70
Levier $L_e = DN / VFP$	132,9 %	-
Bêta avec levier : β_L	1,39	0,70
Coût des fonds propres :		
Taux sans risque	0,0 %	0,0 %
Prime MEDAF : Π_R	5,6 %	5,6 %
Biais large caps + prime AAA	2,2 %	2,2 %
Prime de taille observée (taille 575 m€)	1,5 %	1,5 %
Annulation des primes pour biais de prévision ⁽¹⁾	(1,8)%	(2,0)%
Prime d'illiquidité estimée	(0,2)%	(0,2)%
Prime résiduelle de taille	(0,5)%	(0,7)%
Coût des fonds propres	9,5 %	5,4 %
Prime manquante pour atteindre 10% (aléa de prévision)	0,6 %	0,6 %
Coût des fonds propres	10,0 %	6,0 %
Taux sans risque (5 ans)	(0,5)%	
Spread de crédit (5 ans)	1,6 %	
Coût de la dette avant IS : k_d	1,1 %	
Coût de la dette après IS	0,8 %	
Levier cible $L_{VE} = DN / VE$	57,1 %	-
CMPC	4,8 %	6,0 %

(1) Cette ligne ramène notamment la prime pour aléa de prévision à 0.

Dans ce contexte, le CMPC que nous estimons applicable à la transaction ressort à 4,8 %. Ce CMPC tient toutefois compte d'un levier financier très significatif et nous estimons le coût des fonds propres à endettement nul⁶⁸ implicite de la transaction à 6,0 %, soit un niveau proche de la fourchette basse du taux que nous retenons pour actualiser les flux de la SMTPC, positionnement logique au vu de la taille plus importante de la société A'Liénor.

Cette analyse nous permet également de constater qu'une prime de risque pour aléa de prévision de l'ordre de 55 points de base est nécessaire pour atteindre un objectif de rendement un peu inférieur à 10 % en fonds propres donné par le management d'Eiffage. Ce niveau apparaît très inférieur à celui généralement retenu par les investisseurs sur les marchés actions⁶⁹, qui ressort plutôt aux alentours 200 points de base pour les sociétés de grande taille. Ce niveau relativement faible nous paraît cohérent avec le profil des flux actualisés, qui présentent un degré d'aléa inférieur à la norme du fait du modèle de concession, sans toutefois éliminer complètement ce risque. Dans ce contexte et au vu de la similarité des *business model*, nous retenons une hypothèse de prime de risque pour aléa de prévision identique dans notre appréciation du taux d'actualisation applicable aux flux de la SMTPC.

8.5 Sources alternatives de taux d'actualisation

8.5.1 Approche du taux via les données publiées par Aswath Damodaran

8.5.1.1 Description de la méthodologie

Le professeur Aswath Damodaran de l'université de New York (Stern School, NYU) est l'une des références les plus connues s'agissant de la question des taux d'actualisation. Il est producteur d'une approche de la prime de risque implicite de marché qu'il tient à jour sur une base mensuelle et à laquelle il donne accès gratuitement. Sa prime de risque est calculée de manière agrégée pour le seul indice S&P 500 américain via une approche *ex-ante* basée sur un DDM (*dividend discount model*). Cette référence, purement américaine, peut ensuite être ajustée par une prime de risque « pays » estimée à partir d'une note de risque crédit souveraine, et donc d'un risque de défaut historique, et/ou via un spread de CDS souverain (approche plus prévisionnelle) lorsque des CDS cotés existent.

⁶⁸ Cf. §8.2.4 supra.

⁶⁹ Source : Fairness Finance, analyses comparées des prévisions et des réalisations et de leur impact sur le TRI implicite du marché sur la période 2006-2013 pour l'échantillon zone euro.

S'agissant du taux sans risque, le professeur Damodaran utilise le taux à 10 ans des T-Bonds américains et publie un avis tranché sur la question de l'utilisation de taux courts termes au prétexte que leur volatilité est plus proche de zéro dans sa dernière étude annuelle⁷⁰ :

Some practitioners and a surprising number of academics (and textbooks) use the treasury bill rate as the riskfree rate, with the alluring logic that there is no price risk in a treasury bill, whereas the price of a treasury bond can be affected by changes in interest rates over time. That argument does make sense, but only if we are interested in a single period equity risk premium (say, for next year). If your time horizon is longer (say 5 or 10 years), it is the treasury bond that provides the more predictable returns.⁶⁶ Investing in a 6-month treasury bill may yield a guaranteed return for the next six months, but rolling over this investment for the next five years will create reinvestment risk. In contrast, investing in a ten-year treasury bond, or better still, a ten-year zero-coupon bond will generate a guaranteed return for the next ten years.⁶⁷

Sur la même page, le professeur Damodaran explique comment ajuster sa prime de risque si l'hypothèse retenue diffère de la sienne :

The riskfree rate chosen in computing the premium has to be consistent with the riskfree rate used to compute expected returns. Thus, if the treasury bill rate is used as the riskfree rate, the premium has to be the premium earned by stocks over that rate. If the treasury bond rate is used as the riskfree rate, the premium has to be estimated relative to that rate. For the most part, in corporate finance and valuation, the riskfree rate will be a long-term default-free (government) bond rate and not a short-term rate. Thus, the risk premium used should be the premium earned by stocks over treasury bonds.

8.5.1.2 Limites de l'approche

De notre point de vue, l'application de l'approche Damodaran à la SMTPC présente les limites suivantes :

- La référence est purement américaine et basée sur le seul S&P 500 de surcroît, indice de sociétés de grande taille biaisé par les GAFAM⁷¹ dont les niveaux de valorisation et la dynamique ne se retrouvent pas dans les autres zones géographiques ou dans d'autres secteurs. La démarche consistant à ajuster le risque américain d'un risque pays est donc une approche « à défaut de mieux » qui ne devrait être employée que lorsqu'il n'existe pas de sources alternatives fiables, ce qui n'est pas le cas pour la France.
- La prime de risque pays préconisée par A. Damodaran se base uniquement sur un différentiel de risque souverain, elle ne reflète donc pas la totalité de l'écart de risque entre les marchés actions et les marchés obligataires. Elle peut donc être qualifiée à ce titre d'approche « à minima ».
- L'approche par DDM agrégée retenue est très sensible aux hypothèses de croissance et de *payout*⁷² normatifs qui sont délicats à apprécier, notamment dans la période actuelle.
- Comme précisé par le professeur Damodaran dans l'extrait de ses travaux reproduits supra, l'utilisation d'un taux sans risque autre que celui qu'il retient nécessite de « rebaser » intégralement le calcul et donc de recalculer la prime de risque qui correspond à cette hypothèse de taux sans risque. Ajouter la prime de risque Damodaran à un taux sans risque européen est donc une erreur méthodologique. L'approche du CMPC recommandée par le professeur Damodaran est disponible dans le fichier de Wacc par secteur qu'il produit pour l'Europe et disponible en téléchargement sur son site.

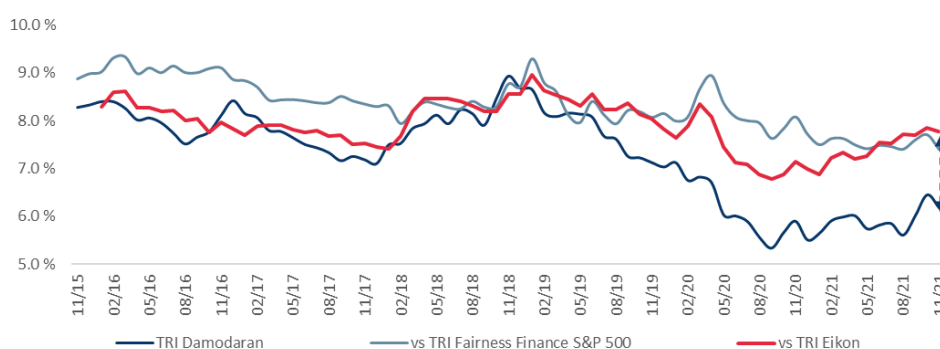
⁷⁰ Equity Risk Premiums (ERP): Determinants Estimation, and Implications – The 2021 Edition Updated: March 23, 2021, A Damodaran, Page 33

⁷¹ Google, Apple, Facebook, Amazon, Microsoft.

⁷² Dividende rapporté au résultat net.

- Les données produites par le professeur Damodaran ne tiennent pas compte de l'effet taille. Cet effet commençant à être observable sur les capitalisations boursières inférieures à 10 mds\$ aux Etats-Unis, il n'est pas observable sur l'indice S&P 500 dont la capitalisation boursière moyenne est de l'ordre de 80 mds€.
- Dans ses calculs de début janvier 2021, le professeur Damodaran ajoute une étape pour tenir compte de l'écart d'inflation anticipé entre l'Europe et les Etats-Unis⁷³. Cette étape, si elle se justifie d'un point de vue théorique, repose sur l'hypothèse forte que les investisseurs tiennent bien compte d'un tel différentiel d'inflation. Les observations invalidant cette hypothèse (les taux de rendement *ex-ante* exigés en Europe en général et en France en particulier sont supérieurs à ceux exigés aux Etats-Unis), nous considérons qu'il n'y a pas lieu de réaliser un tel ajustement. Au contraire, une prime de défiance « politico-monnaire » pourrait être retenue au vu de ces observations.

Enfin, le rendement implicite du marché calculé par A. Damodaran ressort significativement inférieur⁷⁴ à nos propres calculs⁷⁵ sur le même indice ainsi qu'à ceux de Refinitiv Eikon⁷⁶ depuis 2019 :



8.5.1.3 Approche du taux SMTPC basée sur les données Damodaran

CMPC SMTPC estimé à partir des données Damodaran	1-déc.-21	
	Damodaran	
	France, secteur	France, SMTPC
Recomposition du TRI implicite de marché :		
Prime de risque action publiée	4,8 %	4,8 %
Risque pays, France	0,4 %	0,4 %
Taux sans risque US	1,5 %	1,5 %
TRI du marché FR	6,7 %	6,7 %
vs Fairness Finance SBF 120	7,8 %	7,8 %
Estimation du bêta anticipé :		
Bêta de l'actif économique : β_u	0,56	0,56
Levier $L_e = DN / VFP$	72,7 %	2,1 %
Taux d'impôt sur les sociétés	23,5 %	23,5 %
Bêta avec levier : β_L	0,87	0,57
CMPC :		
Taux sans risque, France	0,0 %	0,0 %
Prime de risque action	6,7 %	6,7 %
Prime résiduelle de taille (Fairness Finance)	-	1,0 %
Coût des fonds propres	5,9 %	4,8 %
Coût de la dette après impôt	2,1 %	2,1 %
Levier cible (en VE)	42,1 %	2,0 %
CMPC	4,3 %	4,8 %

⁷³ Via la formule de Fisher, ce qui l'amène à réduire le CMPC qu'il calcule au 5 janvier 2021 d'un niveau de 4,23 % pour une inflation en dollars à un niveau de 3,41% pour une inflation en euros.

⁷⁴ Ainsi qu'à toutes les autres références auxquelles nous avons pu avoir accès comme Bloomberg, Associés en Finance et Valphi.

⁷⁵ Cf. Fairness-Finance.com, approche par actualisation de flux de trésorerie libres pour l'actionnaire anticipés.

⁷⁶ Ex Thomson Reuters, qui met également en œuvre une approche DDM *ex-ante*.

A titre indicatif nous avons repris les données publiées par A. Damodaran et les avons ajustées pour pouvoir les appliquer à la SMTPC.

La colonne « France, secteur » présente une actualisation à fin novembre 2021 du calcul réalisé par A. Damodaran le 5 janvier 2021 (dernier calcul disponible) pour le secteur *Transportation* en Europe. La colonne « France, SMTPC » correspond à la transposition de ces données à la SMTPC avec la prise en compte d'un levier financier beaucoup plus réduit que la moyenne du secteur et de la prime de taille réduite que nous avons appliqué dans notre approche. Le CMPC qui en résulte ressort logiquement inférieur à la fourchette basse des taux d'actualisation que nous avons estimés (cf. §4.4.3.3).

8.5.2 Approche du taux via les données publiées par Refinitiv Eikon

Via sa filiale StarMine, Refinitiv est également producteur d'une prime de risque de marché déclinée par pays et publie également des calculs de CMPC basés sur des données sectorielles agrégées. Le modèle mis en œuvre est de même nature que celui utilisé par A. Damodaran, à savoir une actualisation de flux de dividendes anticipés.

Les résultats de ces calculs ressortent plus élevés que ceux du modèle Damodaran avec un rendement implicite du marché à fin novembre 2021 estimé à 7,8 % pour l'indice S&P 500 (contre 6,2 % chez A. Damodaran) et la constatation d'un rendement exigé pour la France (indice CAC 40) supérieur au rendement américain (8,1 %) dans une proportion qui dépasse largement la prime de risque pays estimée par A. Damodaran (0,4 %).

Dans ce contexte, nous nous sommes livrés ci-après au même exercice que pour les données Damodaran et avons cherché à reconstituer le taux applicable à la SMTPC à partir des données publiées par Refinitiv StarMine.

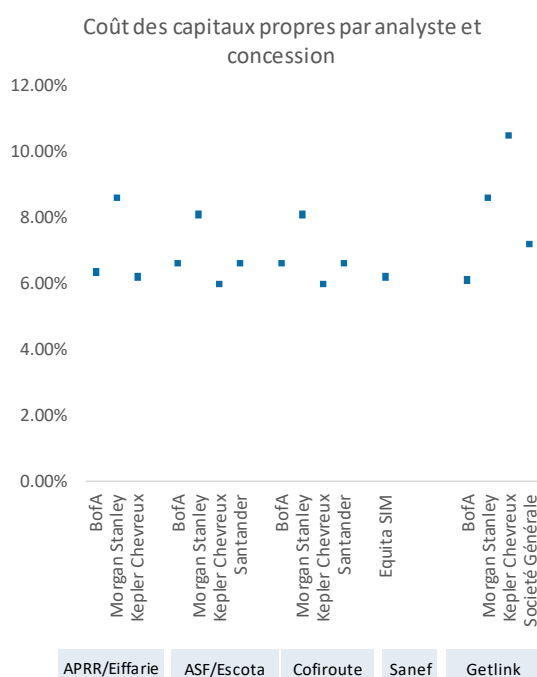
CMPC SMTPC estimé à partir des données Refinitiv	30-nov.-21	
	Refinitiv Starmine	
	France, secteur	France, SMTPC
Recomposition du TRI implicite de marché :		
Prime de risque action publiée	7,0 %	7,0 %
Taux sans risque FR, ajusté de l'inflation	1,1 %	1,1 %
TRI du marché FR	8,1 %	8,1 %
vs Fairness Finance SBF 120	7,8 %	7,8 %
Estimation du bêta anticipé :		
Bêta de l'actif économique : β_u	0,84	0,84
Levier $L_e = DN / VFP$	43,9 %	2,1 %
Taux d'impôt sur les sociétés	31,0 %	25,8 %
Bêta avec levier : β_L	1,10	0,85
CMPC :		
Taux sans risque, France	0,0 %	0,0 %
Prime de risque action	8,1 %	8,1 %
Prime résiduelle de taille (Fairness Finance)	-	1,0 %
Coût des fonds propres	8,9 %	7,9 %
Coût de la dette après impôt	0,4 %	1,4 %
Levier cible (en VE)	30,5 %	2,0 %
CMPC	6,3 %	7,8 %

Après ajustement du levier et du coût de la dette sectoriel utilisés par Refinitiv, correction du taux d'impôt sur les sociétés pour retenir un taux cible français et application d'une prime de taille (non observée par Refinitiv du fait de l'échantillon CAC 40 de référence), le taux applicable aux flux de la SMTPC peut être estimé à 7,8 %, soit un niveau supérieur à la fourchette haute qui ressort de nos analyses (cf. §4.4.3.3).

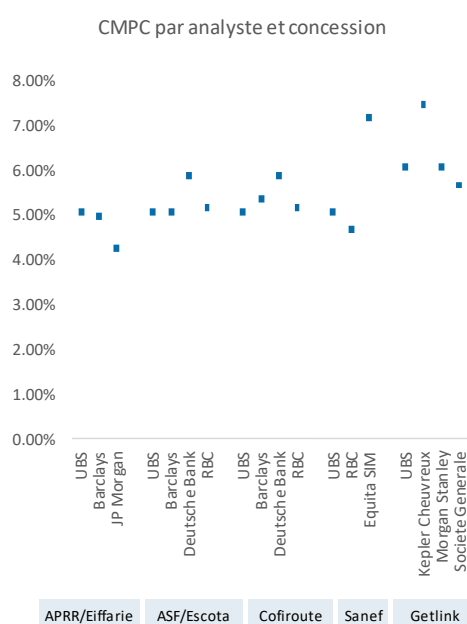
8.5.3 Taux d'actualisation relevé dans les notes d'analystes financiers

A titre indicatif, nous avons également relevé les coûts des fonds propres ainsi que les CMPC utilisés par les analystes financiers pour actualiser les flux de concessions dans leurs approches de somme des parties.

Coûts des capitaux propres relevés :



Coûts moyens pondérés du capital relevés :



N.B : Les taux présentés supra ont tous été calculés pour des leviers financiers très supérieurs à celui de la SMTPC. Par rapport au taux qui serait applicable à la SMTPC, les coûts des capitaux propres présentés supra doivent donc être considérés comme haut de fourchette (cf. §8.3.4 supra) et les CMPC bas de fourchette (du fait du poids important du coût de la dette dans ces CMPC).

S'agissant de l'analyste qui suit la SMTPC (Gilbert Dupont), il n'a pas publié le taux d'actualisation lui permettant d'arriver à son objectif de cours depuis le 28 octobre 2011.

8.6 Estimation de la note de risque crédit implicite aux financements Schloesing

Afin d'estimer la note de risque crédit et donc le risque de défaut applicable aux flux générés par la SMTPC, nous avons procédé à une analyse des financements contractés dans le cadre de l'extension de la bretelle Schloesing et cherché à les confronter aux rendements à maturité relevés par Fairness Finance⁷⁷ sur les marchés obligataires *corporate* à la même date.

Caractéristiques du financement de la bretelle Schloesing à l'émission		
	Crédit à terme	Crédit RSD
Date d'émission	26/11/2019	26/11/2019
Montant emprunté	60 499 998	4 999 998
Spread taux variable	1,35 %	1,35 %
Indice de référence	Euribor	Euribor
Maturité	11,10	11,10
Weighted Average Life (WAL)	7,26	7,26
Taux SWAP 7 ans et 3 mois (26/11/2019)	(0,12)%	(0,12)%
Hypothèse de LGD prêt	25,0 %	25,0 %
Hypothèse de LGD <i>senior unsecured</i>	50,0 %	50,0 %
Equivalent taux fixe du taux variable à l'émission⁽¹⁾	2,58 %	2,58 %
Paramètres du modèle Fairness Finance au 26/11/2019 :		
Taille en m€	108,58	108,58
Montant émis	65,50	65,50
Volatilité 12M de la société	25,73%	25,73%
Note de risque crédit implicite (f. haute)	BB-	BB-
Taux fixe théorique	2,42%	2,42%
Ecart par rapport à l'équivalent taux fixe	-0,16%	-0,16%
Note de risque crédit implicite (f. basse)	B+	B+
Taux fixe théorique	2,87%	2,87%
Ecart par rapport à l'équivalent taux fixe	0,29%	0,29%

(1) taux variable retraité de la garantie et transformé en taux fixe (SWAP 7 ans et 3 mois)

Pour pouvoir comparer le taux d'intérêt obtenu par la SMTPC avec les données relevées par Fairness Finance qui concernent les obligations *corporate senior unsecured* à taux fixe émises en euros par des sociétés cotées (hors secteur financier), nous avons procédé aux ajustements suivants :

- Ajustement de la maturité pour tenir compte de l'échéancier de remboursement du prêt (*Weighted Average Life* ou WAL à l'émission de 7,3 ans).
- SWAP du taux variable pour passer à un taux fixe.
- Division par deux de notre hypothèse de *Loss Given Default* (LGD)⁷⁸ du marché pour tenir compte du nantissement de 3,7 millions de titres SMTPC détenus par les deux principaux actionnaires en garantie du prêt (soit une somme représentant 1,65x le montant du crédit à terme si nous valorisons les actions aux prix d'Offre).

Ces ajustements permettent d'estimer l'équivalent taux fixe *senior unsecured* du financement à 2,6 % à l'émission. L'application « à l'envers » du modèle Fairness Finance de coût de la dette à fin novembre 2019 permet d'estimer la note de risque crédit correspondant à ce taux d'intérêt entre B+ et BB-, niveau usuel pour une société de cette taille. Dans ce contexte, nous retenons dans nos travaux une note de risque crédit estimée à BB-, option la plus favorable à l'actionnaire minoritaire.

⁷⁷ Cf. modèle Fairness Finance Advanced, décrit sur fairness-finance.com.

⁷⁸ Impact proportionnel de la perte en cas de défaut sur le taux couvrant ce risque (cf. « Default Probabilities and Risk Premiums » de mars 2005, Hull, Predescu and White).

8.7 Opportunité d'application d'une prime de taille à la SMTPC

L'inventaire détaillé des tenant et des aboutissants liés à l'existence, à la détermination et à l'application d'une prime de taille ainsi que des débats sur ce paramètre ayant été réalisés par le groupe de travail sur les primes et décotes de la SFEV⁷⁹, nous nous permettons de citer leur rapport de 2018⁸⁰ et de recommander sa lecture exhaustive.

Sur la question des fondements théoriques de la décote de taille, le rapport de la SFEV indique que :

« Suite à ces observations empiriques, l'analyse des fondements théoriques de la décote de taille a fait l'objet de nombreux débats au sein de la communauté financière. Les facteurs sous-jacents le plus souvent évoqués incluent notamment :

- 1. Une exposition concurrentielle plus forte pour les sociétés de petite taille, en comparaison avec de grands groupes leaders sur leurs marchés. Les sociétés de petite taille seraient davantage exposées à l'entrée sur leur(s) marché(s) d'acteurs disposant des ressources pour menacer leur position concurrentielle ;*
- 2. Une moindre diversification en termes de clients, d'activités, de présence géographique. Les sociétés de petite taille seraient ainsi davantage sensibles à des facteurs exogènes tels qu'une évolution de l'environnement de marché local, une évolution réglementaire, la perte d'un client significatif, etc. ;*
- 3. Un accès restreint à certaines sources de financement, et un coût de financement plus élevé. Les sociétés de petite taille n'ont souvent pas ou moins facilement accès à certaines sources de financement telles que le financement obligataire, et leur coût de financement serait plus onéreux à notation équivalente ;*
- 4. Des ressources financières moins importantes, limitant leur capacité d'investissement en recherche et développement, les dépenses de publicité (permettant d'influencer la demande ou de se différencier de ses concurrents), ou encore la capacité à faire face aux effets d'une conjoncture économique défavorable ;*
- 5. Une structure managériale plus concentrée, rendant les sociétés de petite taille plus vulnérables à un événement affectant l'équipe managériale, et pouvant limiter leur accès aux « top managers » ;*
- 6. Une information plus limitée, les sociétés de petite taille étant généralement suivies par un nombre réduit d'analystes. Elles incorporeraient ainsi probablement une décote pour risque de prévision en comparaison des grandes sociétés, plus largement suivies par les analystes ;*
- 7. Un coût de la recherche et de la décision d'investir plus important pour les sociétés de petite taille, pour lesquelles ce coût ne peut s'amortir sur des encours d'actifs sous gestion aussi importants que pour des grandes sociétés. Il existe en effet un investissement en temps et en compétences incompressible pour investir de façon professionnelle dans les titres d'une entreprise, qui n'est pas favorable aux petites capitalisations ;*
- 8. Une moindre liquidité, les actions des sociétés de petite taille étant généralement échangées moins fréquemment que celles des sociétés de grande taille, en raison d'une structure actionnariale souvent plus concentrée, d'une profondeur de marché et d'une capacité d'absorption du carnet d'ordres réduites (affectant l'appétit de certains investisseurs cherchant à investir des sommes importantes, et privant de facto les sociétés de petite taille de l'accès aux ressources les plus abondantes et les moins exigeantes en termes de rentabilité), d'une moindre notoriété de la société, etc. Les investisseurs ayant une préférence naturelle pour la liquidité, les sociétés de petite taille se verraient ainsi associées à une exigence de rendement supérieur. »*

Nous relevons que si la position de monopole sur la concession exploitée permet à la SMTPC d'échapper aux effets du point n°1 supra, elle reste concernée par la plupart des autres points. Dans ce contexte nous considérons qu'il n'y a pas d'argument objectif qui justifierait de négliger ce paramètre.

⁷⁹ Société Française des Evaluateurs

⁸⁰ SFEV, Groupe de travail « Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières », publié en 2018.

8.8 Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers

N.B : Les comparables boursiers décrits ci-après ne sont utilisés qu'à titre de recoupement dans nos travaux, les paramètres du taux d'actualisation reposant sur des données SMTPC et l'approche par les comparables boursiers s'appuyant sur des multiples repris dans des notes d'analystes financiers pour des concessions identifiées.

8.8.1 Exploitants de concessions

Société	Description	Agrégats	Société		
			Par segment	Par géographie	
 GETLINK	- Getlink gère et commercialise directement un service de transport par navettes via le Tunnel sous la Manche transportant des passagers et des véhicules de transport de marchandises, le passage de trains à très grande vitesse (Eurostar) et les services de fret ferroviaire . - Le groupe gère également la filiale Europorte qui propose des services de fret ferroviaire intégrés en France et au Royaume-Uni.	Capitalisation CA 2020 %EBITDA 2020 %EBITDA 2022 VE/EBITDA 2020 VE/EBITDA 2022	7 375,4 m€ 815,9 m€ 40,1% 50,6% 35,3x 21,0x	15% 85% ■ Eurotunnel ■ Europorte	100% ■ France and United Kingdom
 Atlantia	- Atlantia S.p.A. est une société italienne qui construit et gère la plupart des autoroutes italiennes. - Le groupe Atlantia occupe la première place en Europe parmi les concessionnaires de construction et de gestion d'autoroutes à péage et des services connexes de mobilité.	Capitalisation CA 2020 %EBITDA 2020 %EBITDA 2022 VE/EBITDA 2020 VE/EBITDA 2022	14 687,0 m€ 8 284,0 m€ 44,6% 62,1% 15,1x 10,6x	6% 10% 51% 38% ■ Abertis Group ■ Italian Motorways ■ Overseas Motorways ■ Other	8% 9% 53% 11% 12% 23% ■ Italy ■ France ■ Spain ■ Brazil ■ Chile ■ Other
 EIFFAGE	- Eiffage est le 5ème groupe européen de BTP et de concessions. - Le segment "Concessions" comprend la construction et la gestion sous concession d'infrastructures et d'ouvrages d'art. - Nombre d'employés : 72 700 personnes.	Capitalisation CA 2020 %EBITDA 2020 %EBITDA 2022 VE/EBITDA 2020 VE/EBITDA 2022	8 442,9 m€ 16 659,0 m€ 15,0% 17,3% 8,2x 6,2x	17% 36% 23% 24% ■ Infrastructure ■ Energy Systems ■ Construction ■ Concessions	3% 22% 75% ■ France ■ Europe ■ Other Countries
 VINCI	- Vinci SA est le n°1 mondial des prestations de construction, de concessions et de services associés. - Le segment Vinci Autoroutes comprend la gestion déléguée d'infrastructures routières et autoroutières notamment à travers Autoroutes du Sud de la France et Cofiroute, et de parcs de stationnement et d'aéroports.	Capitalisation CA 2020 %EBITDA 2020 %EBITDA 2022 VE/EBITDA 2020 VE/EBITDA 2022	52 484,8 m€ 43 234,0 m€ 13,9% 16,6% 11,5x 7,7x	18% 31% 22% 31% ■ VINCI Energies ■ VINCI Construction ■ Eurovia ■ Other	24% 52% 6% 7% 9% ■ France ■ Other European ■ Germany ■ United Kingdom ■ Other
 ferrovial	- Ferrovial, S.A. figure parmi les 1ers groupes de BTP et de concessions mondiaux. - Le segment "Toll Roads", consiste en la gestion sous concession de 23 autoroutes (total de 1 474 km) dans le monde.	Capitalisation CA 2020 %EBITDA 2020 %EBITDA 2022 VE/EBITDA 2020 VE/EBITDA 2022	18 143,7 m€ 6 341,0 m€ 6,5% 10,2% 21,4x 12,8x	6% 1% 92% ■ Construction ■ Toll Roads ■ Other	7% 39% 14% 30% ■ United States ■ Poland ■ Spain ■ Other ■ United Kingdom

8.8.2 Exploitants d'aéroports :

Société	Description	Agrégats	Société		
			Par segment	Par géographie	
 PARIS AÉROPORT	- Groupe ADP est le 2e groupe aéroportuaire européen. - Il est spécialisé dans la détention et l'exploitation, en Ile-de-France, de 3 aéroports (Paris - Charles de Gaulle, Paris - Orly et Paris - Le Bourget), de 10 aérodromes et d'un héliport (Paris Issy-les-Moulineaux). - Nombre d'employés : 24 447 personnes.	Capitalisation CA 2020 %EBITDA 2020 %EBITDA 2022 VE/EBITDA 2020 VE/EBITDA 2022	12 644,7 m€ 2 137,0 m€ 7,9% 31,8% 82,6x 11,3x	■ Aeronautical ■ Trade & Services ■ Airport Development ■ Property ■ Other ■ France ■ Turkey ■ Other	■ France ■ Turkey ■ Other
 Fraport	- Fraport AG est spécialisé dans la détention et l'exploitation de l'aéroport de Francfort. Le segment "International Activities & Services" comprend notamment la gestion des 70,6 millions de passagers et 2,1 Mt de cargaisons transportées en 2019.	Capitalisation CA 2020 %EBITDA 2020 %EBITDA 2022 VE/EBITDA 2020 VE/EBITDA 2022	5 348,5 m€ 1 677,0 m€ -14,9% 33,4% 0,0x 11,1x	■ International Activities & Services ■ Aviation ■ Ground Handling ■ Retail & Real Estate ■ Germany ■ America ■ Peru	■ Germany ■ America ■ Peru
 VIE	- Flughafen Wien AG est une entreprise autrichienne qui participe à l'exploitation, au développement et à la construction de l'aéroport international de Vienne. Le secteur Aéroport s'occupe de l'exploitation des aires de mouvement, des installations terminales et de l'équipement nécessaires au traitement des passagers et des bagages	Capitalisation CA 2020 %EBITDA 2020 %EBITDA 2022 VE/EBITDA 2020 VE/EBITDA 2022	2 642,6 m€ 333,7 m€ 14,8% 42,6% 53,0x 9,4x	■ Airport ■ Handling & Security Services ■ Retail & Properties ■ Other ■ Austria ■ Malta	■ Austria ■ Malta
 Flughafen Zürich	- Flughafen Zuerich AG est une entreprise basée en Suisse qui exploite l'aéroport de Zurich en Suisse . - L'entreprise offre un accès aux réseaux de transport internationaux, nationaux et régionaux. - Le secteur "Aviation" englobe la construction, l'exploitation et l'entretien de l'infrastructure d'exploitation de l'aéroport	Capitalisation CA 2020 %EBITDA 2020 %EBITDA 2022 VE/EBITDA 2020 VE/EBITDA 2022	4 415,6 m€ 561,5 m€ 30,1% 48,3% 30,9x 10,7x	■ Non-regulated ■ Aviation ■ Air Security ■ Other ■ Switzerland ■ International	■ Switzerland ■ International



Audit



***Conseil et support
opérationnels***



Conseil financier



***Conseil et support opérationnels
aux établissements financiers***

BMA

Advisory & Support

11 rue de Laborde • 75008 Paris
+33(0)1 40 08 99 50 • www.bma-groupe.com

Société d'expertise comptable
Société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 €
RCS Paris 513 273 763