

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

**PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN
RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ**

GROUPE FLO

INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ BERTRAND INVEST S.A.S.

AGISSANT DE CONCERT

AVEC LES SOCIÉTÉS FINANCIÈRE FLO S.A.S. ET BERTRAND RESTAURATION S.A.S.

**PROJET DE NOTE EN RÉPONSE
ÉTABLI PAR GROUPE FLO**



Le présent projet de note en réponse (le **Projet de Note en Réponse**) a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'**AMF**) le 13 décembre 2022, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son Règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF.

Le projet d'offre, le projet de note d'information et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le Projet de Note en Réponse.

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Groupe Flo (<http://www.groupeflo.com/finances/retrait/>) et peut être obtenu sans frais auprès de Groupe Flo (55, rue Deguingand – 92300 Levallois-Perret).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de Groupe Flo seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, selon les mêmes modalités que le Projet de Note en Réponse, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait. Un communiqué de presse sera publié, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique de retrait, afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations, conformément aux dispositions de l'article 221-3 du Règlement général de l'AMF.

S O M M A I R E

1.	RAPPEL DES PRINCIPALES MODALITÉS DE L'OFFRE	4
1.1	L'Initiateur de l'Offre.....	4
1.2	Rappel des principales caractéristiques de l'Offre.....	5
1.3	Rappel du contexte et des motifs de l'Offre	9
1.4	Accords pouvant avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre.....	12
1.5	Mesures susceptibles de faire échouer l'offre que la Société a mises en œuvre ou décidé de mettre en œuvre	12
2.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE GROUPE FLO	13
2.1	Rappel des décisions préalables du conseil d'administration relatives au projet d'Offre.....	13
2.2	Avis motivé rendu par le conseil d'administration	13
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET DE LA SOCIÉTÉ	20
3.1	Intentions des membres du conseil d'administration	20
3.2	Intentions de la Société quant aux actions auto-détenues	20
4.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT – ATTESTATION D'ÉQUITÉ	21
5.	INFORMATIONS CONCERNANT LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	22
5.1	Structure du capital de la Société	22
5.2	Restrictions à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions – Clauses des conventions visées à l'article L. 233-11 du Code de commerce	23
5.3	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres	23
5.4	Titres comportant des droits de contrôle spéciaux	23
5.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel	24
5.6	Accords entre actionnaires dont la société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	24
5.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts	24
5.8	Pouvoirs du conseil d'administration en matière d'émission et de rachat de titres	25
5.9	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	27
5.10	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, de la direction générale ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	27
6.	MISE À DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ	28
7.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE	29

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

ANNEXE 1 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT 30

1. RAPPEL DES PRINCIPALES MODALITÉS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 du Règlement général de l'AMF, Bertrand Invest, société par actions simplifiée au capital de 10 000 euros, dont le siège social est situé 55, rue Deguingand – 92300 Levallois-Perret et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro 829 599 869 R.C.S. Nanterre (*en cours de transfert*) (**Bertrand Invest** ou l'**Initiateur**), a proposé de manière irrévocable d'offrir aux actionnaires de la société Groupe Flo, société anonyme au capital de 38 257 860 euros, dont le siège social est situé 55, rue Deguingand – 92300 Levallois-Perret (*en cours de transfert*), immatriculée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro 349 763 375 R.C.S. Nanterre (la **Société** ou **Groupe Flo** et ensemble avec ses filiales, le **Groupe**), selon les modalités décrites dans le projet de note d'information déposé auprès de l'AMF le 21 novembre 2022 (le **Projet de Note d'Information**), d'acquérir en numéraire la totalité des actions de la Société que les Actionnaires de Contrôle (tel que ce terme est défini ci-après) ne détiennent pas, au prix de 21,00 euros par action de la Société, dans le cadre d'une offre publique de retrait (**l'Offre Publique de Retrait**), qui sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le **Retrait Obligatoire** et, avec l'Offre Publique de Retrait, **l'Offre**), dont les principales modalités sont décrites ci-après.

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris (compartiment C) sous le code ISIN FR0014004X25.

1.1 L'INITIATEUR DE L'OFFRE

L'Initiateur est contrôlé au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce par M. Olivier Bertrand et agit de concert avec :

- (i) Financière Flo, société par actions simplifiée au capital de 50 000 euros, dont le siège social est situé 55, rue Deguingand – 92300 Levallois-Perret et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro 349 570 937 R.C.S. Nanterre (*en cours de transfert*) (**Financière Flo**)¹ et
- (ii) Bertrand Restauration, société par actions simplifiée au capital de 39 251 978,09 euros, dont le siège social est situé 55, rue Deguingand – 92300 Levallois-Perret et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro 489 236 927 R.C.S. Nanterre (*en cours de transfert*) (**Bertrand Restauration**)²

(l'Initiateur, Financière Flo et Bertrand Restauration étant ci-après dénommés collectivement les **Actionnaires de Contrôle**).

¹ A la date du Projet de Note en Réponse, Financière Flo détient individuellement 4 710 496 actions de la Société représentant 61,56% du capital et 71,96% des droits de vote de la Société.

² A la date du Projet de Note en Réponse, Bertrand Restauration détient individuellement 928 899 actions de la Société représentant 12,14% du capital et 7,10% des droits de vote de la Société.

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

À la date du présent Projet de Note en Réponse et suite aux opérations d'acquisitions de blocs hors marché réalisées à la suite d'un accord conclu le 7 octobre 2022 (dont les principales modalités sont décrites au paragraphe 1.3 ci-dessous), les Actionnaires de Contrôle détiennent ensemble 7 035 022 actions de la Société représentant 91,94% du capital et 95,19% des droits de vote de la Société, étant précisé que l'Initiateur détient individuellement 1 395 627 actions de la Société représentant 18,24% du capital et 16,13% des droits de vote de la Société³.

1.2 RAPPEL DES PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

1.2.1 Dépôt du projet d'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, BNP Paribas, en tant qu'établissement présentateur et garant de l'Offre (**BNP Paribas** ou l'**Établissement Présentateur**), a déposé auprès de l'AMF le 21 novembre 2022 le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information pour le compte de l'Initiateur.

BNP Paribas garantit en cette qualité la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF.

1.2.2 Cadre juridique et principales modalités de l'Offre

Les Actionnaires de Contrôle détenant plus de 90% du capital social et des droits de vote de la Société, l'Offre suit deux phases :

- (i) l'Offre Publique de Retrait conformément aux dispositions de l'article 236-3 du Règlement général de l'AMF, en vertu de laquelle les actionnaires autres que les Actionnaires de Contrôle pourront, pendant une durée de 10 jours de négociations à compter de l'ouverture de la période d'Offre Publique de Retrait, apporter à l'Offre Publique de Retrait leurs actions Groupe Flo au prix unitaire de 21,00 euros ; l'Initiateur est irrévocablement engagé, pendant cette période de 10 jours de négociation, à acquérir la totalité des actions Groupe Flo qui seront ainsi apportées à l'Offre Publique de Retrait au prix unitaire de 21,00 euros, payable uniquement en numéraire ;
- (ii) le Retrait Obligatoire dont la mise en œuvre interviendra à l'issue de l'Offre Publique de Retrait conformément aux dispositions de l'article 237-1 du Règlement général de l'AMF, suite à la publication d'un avis de mise en œuvre du Retrait Obligatoire par l'AMF, permettant le transfert à l'Initiateur de la totalité des actions Groupe Flo qui n'auraient pas été apportées à l'Offre Publique de Retrait moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre Publique de Retrait, soit 21,00 euros par action Groupe Flo.

L'Offre, le Projet de Note d'Information et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

³ Sur la base d'un capital social composé de 7 651 572 actions représentant 13 091 212 droits de vote.

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

L'AMF publiera sur son site Internet (www.amf-france.org) une décision de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre avec les dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société.

Dès l'obtention du visa de l'AMF, la note en réponse visée ainsi que le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, prévu par l'article 231-28 I du Règlement général de l'AMF, seront mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (<http://www.groupeflo.com/finances/retrait/>) et seront tenus gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait.

Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé par la Société au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, dans le respect des délais prévus aux articles 231-27 et 231-28 du Règlement général de l'AMF.

1.2.3 Titres visés par l'Offre Publique de Retrait

À la date du Projet de Note en Réponse, les Actionnaires de Contrôle détiennent ensemble 7 035 022 actions de la Société représentant 91,94% du capital et 95,19% des droits de vote de la Société³.

Conformément aux dispositions de l'article 236-3 du Règlement général de l'AMF, l'Offre Publique de Retrait vise la totalité des actions de la Société non détenues par les Actionnaires de Contrôle, soit, à la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre total maximum de 629 115 actions de la Société, correspondant à :

- la totalité des actions de la Société existantes non détenues directement par les Actionnaires de Contrôle, soit, à la connaissance de la Société et à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre total de 616 550 actions de la Société représentant, à cette la date, 8,06% du capital et 4,81% des droits de vote de la Société³ ; et
- un nombre total maximum de 12 565 actions supplémentaires susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre Publique de Retrait sur exercice d'options de souscription d'actions de la Société attribuées à des salariés et dirigeants du Groupe et en vigueur ;

déterminé comme suit :

Actions existantes visées par l'Offre Publique de Retrait	7 651 572
Actions susceptibles d'être émises sur exercice des options de souscription et apportées à l'Offre Publique de Retrait	12 565
<i>Moins</i> actions détenues par les Actionnaires de Contrôle	7 035 022
TOTAL	629 115

À la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autres que les actions de la Société et les droits conférés par les options de souscription décrites au paragraphe 1.2.4 ci-dessous (« *Situation des titulaires d'options de souscription* »).

1.2.4 Situation des titulaires d'options de souscription

La Société a mis en place sept plans d'options de souscription d'actions de la Société, dont deux sont encore en cours, destinés aux dirigeants, aux cadres supérieurs et à l'encadrement intermédiaire, tel que décrits en pages 245 et suivants du document d'enregistrement universel de la Société déposé auprès de l'AMF le 26 avril 2022.

À la date du Projet de Note en Réponse, il existe 1 257 779 options de souscription d'actions de la Société (les **Options de Souscription**) susceptibles de donner lieu, sur exercice, à la souscription et à l'émission d'un nombre maximum de 12 565 actions nouvelles de la Société, étant toutefois précisé que le prix d'exercice des Options de Souscription est supérieur au prix de l'Offre Publique de Retrait et qu'aucun accord de liquidité portant sur les Options de Souscription n'est en vigueur ni n'est envisagé. Les principales caractéristiques des Options de Souscription sont présentées au paragraphe 5.1 ci-dessous.

Les titulaires d'Options de Souscription pourront apporter à l'Offre Publique de Retrait les actions auxquelles ces options donnent droit de souscrire à condition d'avoir exercé leurs Options de Souscription dans un délai leur permettant de les apporter à l'Offre Publique de Retrait au plus tard le dernier jour de l'Offre Publique de Retrait. A défaut, les Options de Souscription resteront exerçables à l'issue de l'Offre Publique de Retrait selon les modalités des stipulations des règlements respectifs des plans régissant lesdites Options de Souscription.

Dans l'hypothèse où des Options de Souscription seraient exercées entre la date de clôture de l'Offre Publique de Retrait et celle de mise en œuvre de la procédure de Retrait Obligatoire, les actions de la Société issues de tels exercices seraient transférées à l'Initiateur dans le cadre de la mise en œuvre de la procédure de Retrait Obligatoire moyennant une indemnisation égale au prix de 21,00 euros par action de la Société.

La fiscalité s'appliquant à leur cas particulier est indiquée au paragraphe 2.12.4 de la Section 2.12 du Projet de Note d'Information.

1.2.5 Conditions assortissant l'Offre

À la connaissance de la Société, l'Offre Publique de Retrait ne fait l'objet d'aucune condition prévoyant un nombre minimal d'actions de la Société devant être apportées à l'Offre Publique de Retrait pour que celle-ci puisse bénéficier d'une issue positive. Par ailleurs, l'Offre n'est conditionnée à l'obtention d'aucune autorisation réglementaire.

1.2.6 Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait

La procédure suivant laquelle les actionnaires de la Société pourront apporter leurs actions de la Société à l'Offre est détaillée au paragraphe 2.6 du Projet de Note d'Information établi par l'Initiateur.

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

Conformément aux dispositions de l'article 236-7 du Règlement général de l'AMF, l'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant une période de 10 jours de négociation.

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

Les actionnaires de la Société dont les actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (banque, établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) et qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait devront remettre à leur intermédiaire financier un ordre de vente irrévocable au prix de l'Offre Publique de Retrait par action au plus tard à la date (incluse) de clôture de l'Offre Publique de Retrait – sous réserve des délais de traitement par l'intermédiaire financier concerné – en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire financier.

Les actions détenues sous forme nominative dans les registres de la Société devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre Publique de Retrait. En conséquence, les actionnaires dont les actions sont détenues sous la forme nominative qui souhaitent apporter des actions à l'Offre Publique de Retrait devront demander aux teneurs de compte-titres nominatif de la Société (CACEIS Corporate Trust) la conversion de celles-ci afin de les détenir au porteur dans les meilleurs délais. Les intermédiaires financiers teneurs de comptes devront, préalablement à la vente, effectuer la conversion au porteur des actions apportées à l'Offre Publique de Retrait. Les ordres de présentation des actions à l'Offre Publique de Retrait seront irrévocables.

L'Offre Publique de Retrait sera réalisée par achats sur le marché conformément à l'article 233-2 du Règlement général de l'AMF, le règlement-livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux jours de négociation après chaque exécution. BNP Paribas Exane, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de toutes les actions qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et la taxe sur la valeur ajoutée y afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs. Il est précisé qu'aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers teneurs de comptes des actionnaires ayant apporté leurs actions à l'Offre Publique de Retrait.

Le transfert de propriété des actions apportées à l'Offre Publique de Retrait et l'ensemble des droits attachés (en ce compris le droit aux dividendes) interviendra à la date d'inscription en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier. Il est rappelé en tant que de besoin que toute somme due dans le cadre de l'apport des actions à l'Offre Publique de Retrait ne portera pas intérêt et sera payée à la date de règlement-livraison.

Il reviendra aux actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait de se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs procédures propres de prise en compte des ordres de vente afin d'être en mesure d'apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait dans les délais impartis.

1.2.7 Retrait Obligatoire

Conformément aux dispositions de l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et 237-7 du Règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les actions de la Société non détenues par les Actionnaires de Contrôle qui n'auraient pas été apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur dans le cadre de la mise en œuvre de la procédure de Retrait Obligatoire moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre Publique de Retrait, soit 21,00 euros par action de la Société.

Les modalités détaillées du Retrait Obligatoire sont décrites au paragraphe 2.7 du Projet de Note d'Information.

1.2.8 Calendrier de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les caractéristiques et le calendrier de l'Offre Publique de Retrait.

Le paragraphe 2.8 du Projet de Note d'Information présente, à titre tout à fait indicatif, un calendrier de l'Offre.

1.3 RAPPEL DU CONTEXTE ET DES MOTIFS DE L'OFFRE

1.3.1 Rappel du contexte de l'Offre

1.3.1.1 En 2017, acquisition du bloc de contrôle suivie d'une augmentation de capital

Conformément aux termes d'un accord de restructuration de la dette bancaire et d'investissement conclu le 25 avril 2017 entre la Société, Financière Flo, les actionnaires de cette dernière et les banques de la Société et sous l'égide d'un conciliateur, l'Initiateur a acquis en date du 16 juin 2017, 100% du capital et des droits de vote de la société Financière Flo, et, partant, le contrôle du Groupe. Financière Flo détenait, au moment de son acquisition par l'Initiateur, 69,84% du capital et 81,92% des droits de vote de la Société.

L'acquisition a été immédiatement suivie le 30 juin 2017 d'une augmentation de capital de la Société avec maintien du droit préférentiel de souscription de ses actionnaires au prix de 0,10 euro par action de la Société, soit un montant total brut d'environ 72,5 millions d'euros (dont environ 28,2 millions d'euros en numéraire). À l'issue de cette augmentation de capital, l'Initiateur est devenu actionnaire direct de la Société à hauteur de 9,37% du capital et 9,03% des droits de vote. Financière Flo détenant alors 61,56% du capital et 62,90% des droits de vote de la Société, la participation totale de l'Initiateur, directement et par l'intermédiaire de Financière Flo, dans la Société a été ainsi portée à 70,93% du capital et 71,93% des droits de vote. Dans le cadre de cette augmentation de capital, l'AMF a octroyé à l'Initiateur et à Financière Flo une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique sur le fondement des articles 234-9, 2° et 234-10 du Règlement général de l'AMF⁴.

⁴ D&I n° 217C1044 du 24 mai 2017.

Le changement de contrôle de la Société au profit des Actionnaires de Contrôle intervenu en 2017 s'inscrivait dans le cadre d'un plan de redressement du Groupe impliquant le refinancement de la dette initiale du Groupe, et l'atteinte de certains objectifs, notamment le redressement opérationnel du Groupe avec la relance de sa croissance nécessitant des investissements (CAPEX), la mise en œuvre de synergies avec les Actionnaires de Contrôle, la cession de certains actifs non-stratégiques et le renforcement de ses fonds propres (le **Plan de Redressement**). L'opération de reprise du Groupe et le Plan de Redressement sont décrits dans le prospectus établi par la Société en date du 23 mai 2017 ayant reçu le visa de l'AMF sous le numéro n° 17-227, disponible sur le site internet de la Société (www.groupeflo.com).

1.3.1.2 En 2019, acquisition d'un bloc d'actions suivi d'une offre publique d'achat simplifiée

Bertrand Corp. S.A.S. a acquis le 5 août 2019 un total de 47 735 679 actions représentant 6,24% du capital et 6,02% des droits de vote de la Société, pour un prix par action de 0,208 euro par voie d'acquisition de bloc hors marché.

Dans un communiqué du 6 août 2019, les Actionnaires de Contrôle (en ce inclus Bertrand Corp. S.A.S., actionnaire direct de la Société à cette date) ont annoncé leur intention de déposer une offre publique d'achat simplifiée volontaire portant sur les actions de la Société (**l'OPAS**) qu'ils ne détenaient pas à la suite de l'acquisition hors marché précitée.

L'OPAS a donné lieu au dépôt, le 4 octobre 2019, d'un projet de note d'information relatif à l'OPAS par Bertrand Restauration, agissant de concert avec les autres Actionnaires de Contrôle (en ce inclus Bertrand Corp. S.A.S., actionnaire direct de la Société à cette date) et d'un projet de note d'information en réponse par la Société. Le prix de l'OPAS était de 0,21 euro par action. Bertrand Restauration, initiateur de l'OPAS, avait annoncé son intention de solliciter la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire dans l'hypothèse où, à l'issue de l'OPAS, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'OPAS ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société conformément aux articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

L'OPAS a été déclarée conforme par l'AMF le 19 novembre 2019⁵. L'OPAS s'est ensuite déroulée du 21 novembre 2019 au 6 décembre 2019.

À la clôture de cette OPAS, les Actionnaires de Contrôle (en ce inclus Bertrand Corp. S.A.S., actionnaire direct de la Société à cette date) détenaient un total de 635 544 375 actions de la Société représentant 83,06% du capital et 83,63% des droits de vote de la Société⁶, ce qui ne lui a pas permis de mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire.

⁵ D&I n° 219C2361 du 19 novembre 2019.

⁶ D&I n° 219C2685 du 11 décembre 2019.

1.3.1.3 Franchissement du seuil de 90% du capital et des droits de vote

L'Initiateur a procédé, à la suite d'un accord conclu en date du 7 octobre 2022 avec la société Swisslife Gestion Privée, ainsi qu'avec la société Focal, actionnaire de la Société, à l'acquisition auprès de plusieurs actionnaires de la Société de blocs pour un total de 679 062 actions de la Société représentant 8,87% du capital et 5,19% des droits de vote de la Société, pour un prix par action de 21,00 euros par voie d'acquisition de blocs hors marché (le **Transfert de Blocs**)⁷. Il n'existe aucun mécanisme de complément ou d'ajustement de prix dans le cadre du Transfert de Blocs.

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce et de l'article 11 des statuts de la Société, l'Initiateur a déclaré (i) à la Société, par courrier daté du 12 octobre 2022, qu'il avait franchi à la hausse, à la suite d'un accord en date du 7 octobre 2022, les seuils statutaires de 10%, 12%, 14%, 16 et 18% (inclus) du capital de la Société et les seuils statutaires de 10%, 12%, 14% et 16% (inclus) des droits de vote de la Société, et (ii) à l'AMF, par courrier daté du 12 octobre 2022, qu'il avait franchi individuellement à la hausse, à la suite d'un accord en date du 7 octobre 2022, les seuils de 10% et 15% du capital et 15% des droits de vote de la Société⁸.

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce et de l'article 11 des statuts de la Société, les Actionnaires de Contrôle ont déclaré (i) à la Société, par courrier daté du 12 octobre 2022, qu'ils avaient franchi de concert à la hausse, à la suite d'un accord en date du 7 octobre 2022, les seuils statutaires de 84%, 86%, 88% et 90% (inclus) du capital de la Société et les seuils statutaires de 92% et 94% (inclus) des droits de vote de la Société, et (ii) à l'AMF, par courrier daté du 12 octobre 2022, qu'ils avaient franchi de concert à la hausse, à la suite d'un accord en date du 7 octobre 2022, les seuils de 90% du capital et 95% des droits de vote de la Société⁸.

À la suite de la réalisation du Transfert de Blocs et à la date du Projet de Note en Réponse, les Actionnaires de Contrôle détiennent 7 035 022 actions de la Société représentant 91,94% du capital et 95,19% des droits de vote de la Société³.

Dans un communiqué du 7 octobre 2022 relatif à la conclusion de l'accord du Transfert de Blocs, les Actionnaires de Contrôle ont annoncé leur intention de déposer une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur les actions de la Société.

1.3.2 Rappel des motifs de l'Offre

Les Actionnaires de Contrôle détenant, au résultat du Transfert de Blocs, plus de 90% des droits de vote et du capital de la Société, l'Offre leur permettra de réaliser le Retrait Obligatoire et de sortir la Société de la cote.

⁷ Il est rappelé que, entre les opérations objet des § 1.3.1.1 et 1.3.1.2 d'une part et du § 1.3.1.3 d'autre part, il a été procédé à un regroupement portant sur la totalité des actions composant le capital de la Société par voie d'échange de 100 actions anciennes de 0,05 euro de valeur nominale contre 1 action nouvelle de 5,00 euros de valeur nominale. Ce regroupement a pris effet le 7 octobre 2021 (cf. [Communiqué de presse du 7 octobre 2021](#)).

⁸ D&I n° 222C2352 du 14 octobre 2022.

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

En effet, compte tenu de la structure actionnariale résultant du Transfert de Blocs et du très faible volume d'échanges sur le marché, la cotation de la Société ne se justifie plus, le niveau de flottant étant insuffisant pour assurer la liquidité du titre. L'Offre présente ainsi une opportunité de liquidité immédiate et intégrale pour les actionnaires minoritaires à un prix attractif.

Le Retrait Obligatoire permettra également de réduire les coûts logistiques et de simplifier le fonctionnement opérationnel de la Société en se libérant des contraintes réglementaires et administratives liées à l'admission de ses titres à la cote.

Par ailleurs, le Retrait Obligatoire pourrait être suivi de la mise en place d'une nouvelle organisation interne du Groupe Bertrand⁹, dont fait partie le Groupe, consistant à structurer les activités de restauration du Groupe Bertrand en deux pôles, avec d'un côté les activités de restauration en propre et de l'autre les enseignes de restauration en franchise. Les paramètres principaux préliminaires de ce projet sont présentés au paragraphe 1.3 du Projet de Note d'Information.

1.4 ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE

À la date du Projet de Note en Réponse, la Société n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre Publique de Retrait ou son issue, et la Société n'a pas connaissance de l'existence d'un tel accord.

L'Initiateur a déclaré n'être partie à aucun accord, autre que l'accord relatif au Transfert de Blocs visé au paragraphe 1.3 ci-dessus, relatif à l'Offre susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

Enfin, il n'existe pas d'engagements d'apport à l'Offre Publique de Retrait.

1.5 MESURES SUSCEPTIBLES DE FAIRE ÉCHOUER L'OFFRE QUE LA SOCIÉTÉ A MISES EN ŒUVRE OU DÉCIDÉ DE METTRE EN ŒUVRE

La Société n'a pas mis en œuvre de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre et n'a pas l'intention de mettre en œuvre de telles mesures.

⁹ Le « **Groupe Bertrand** » vise le groupe de restauration fondé et contrôlé par Monsieur Olivier Bertrand au travers de la société holding Bertrand Corp. S.A.S.

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE GROUPE FLO

2.1 RAPPEL DES DÉCISIONS PRÉALABLES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION RELATIVES AU PROJET D'OFFRE

Le conseil d'administration de la Société, en sa séance du 12 octobre 2022, a constitué, conformément aux dispositions de l'article 261-1 III du Règlement général de l'AMF, un comité *ad hoc* composé de trois administratrices indépendantes (Bénédicte Hautefort, Christine de Gouvion Saint-Cyr et Dominique Esnault) et chargé (i) de proposer au conseil d'administration la désignation d'un expert indépendant, (ii) d'assurer le suivi de ses travaux et (iii) de préparer un projet d'avis motivé à l'attention du conseil d'administration sur l'intérêt de l'Offre et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Réuni par la suite le 14 octobre 2022, le conseil d'administration a, sur recommandation du comité *ad hoc* et conformément aux dispositions des articles 261-1-I 1° et 261-1-II du Règlement général de l'AMF, désigné le cabinet Finexsi, représenté par Lucas Robin, en qualité d'expert indépendant principalement chargé d'établir un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre (**l'Expert Indépendant**).

La constitution du comité *ad hoc* et la nomination de l'Expert Indépendant ont fait l'objet d'un communiqué de presse publié par la Société le 14 octobre 2022.

L'Expert Indépendant a remis, le 12 décembre 2022, son rapport final, lequel est reproduit en intégralité en Annexe 1 du présent Projet de Note en Réponse de la Société.

2.2 AVIS MOTIVÉ RENDU PAR LE CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du Règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 12 décembre 2022 sur convocation de son président à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de ce projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du conseil d'administration étaient présents à cette réunion ; ainsi étaient présents :

- Christophe Gaschin, administrateur et président du conseil
- Christelle Grisoni, administratrice et directrice générale
- Olivier Bertrand, administrateur
- Philippe Héry, administrateur
- Dominique Esnault, administratrice indépendante
- Christine de Gouvion Saint-Cyr, administratrice indépendante
- Bénédicte Hautefort, administratrice indépendante.

Le projet d'offre, le projet de note d'information 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 se sont déroulés sous la présidence de M. Christophe Gaschin en sa qualité de président du conseil. L'Expert Indépendant, en la personne de M. Lucas Robin, était présent pour présenter son rapport au conseil.

Les membres du conseil d'administration ont dans ce cadre pu prendre connaissance des documents suivants :

- le Projet de Note d'Information établi par l'Initiateur
- le rapport de l'Expert Indépendant (représenté par M. Lucas Robin) daté du 12 décembre 2022, établi conformément aux dispositions de l'article 261-1 I et II du Règlement général de l'AMF
- la lettre d'affirmation de la Société adressée à l'Expert Indépendant préalablement à la remise de son rapport
- le projet d'avis du comité *ad hoc* présentant la recommandation du comité *ad hoc* sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences sur les actionnaires, la Société et ses salariés
- le Projet de Note en Réponse et le projet de communiqué de presse relatif au Projet de Note en Réponse établi par la Société en application de l'article 231-26 du Règlement général de l'AMF, préparés par les équipes de la Société.

Un extrait du procès-verbal de la réunion du conseil d'administration, contenant l'avis motivé prévu par l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, rendu à l'unanimité des membres présents, est reproduit ci-dessous.

Tous les administrateurs présents ont pris part au vote sur l'avis motivé étant précisé que :

- les administrateurs suivants sont en situation de conflit d'intérêts potentiel dès lors qu'ils sont liés par des fonctions de direction au Groupe Bertrand auquel appartiennent les Actionnaires de Contrôle : M. Christophe Gaschin, Mme Christelle Grisoni, M. Olivier Bertrand et M. Philippe Héry ;
- compte-tenu du nombre de membres composant le conseil d'administration et des règles de quorum et de majorité instituées par le Code de commerce et les statuts de la Société, leur participation aux délibérations et au vote est nécessaire, une abstention de leur part ne permettant pas de réunir le quorum et la majorité quel que soit le sens du vote des administrateurs non intéressés ;
- aussi, afin de concilier les règles du Code de commerce avec les principes de bonne gouvernance, et notamment les recommandations de l'AMF et du code Afep/Medef auquel la Société se réfère, il a été proposé que les administrateurs en situation de conflit d'intérêts potentiel prennent part aux délibérations et au vote sur l'avis motivé mais n'expriment leur vote qu'une fois le vote des administrateurs non intéressés exprimé et dans le même sens que celui exprimé par la majorité des administrateurs non intéressés : chacun des administrateurs non intéressés a confirmé son accord sur cette proposition, puis chacun des administrateurs en situation de conflit d'intérêts potentiel a également confirmé son accord.

Comme il résulte de l'extrait ci-dessous reproduit, tous les administrateurs présents ont voté favorablement au projet d'Offre dans le cadre de l'avis motivé, lequel est conforme à la recommandation formulée par le comité *ad hoc*.

« [...]

Le Président demande à l'Expert Indépendant, le cabinet Finexsi, en la personne de M. Lucas Robin, invité à la réunion du Conseil, à présenter au Conseil une synthèse de ses travaux, les principaux éléments qui lui ont permis de conclure au caractère équitable du prix de l'Offre et les conclusions de son rapport dont il ressort ce qui suit : « La présente Offre Publique de Retrait est proposée à l'ensemble des actionnaires de Groupe Flo au prix de 21,00 € par action et sera suivie d'un Retrait Obligatoire avec une indemnité égale au prix de l'Offre. Le prix d'Offre correspond au prix de cession des actions détenues par les sociétés SwissLife Gestion Privée et Focal dans le cadre de l'Acquisition de Blocs réalisée le 7 octobre 2022 représentant globalement 8,87% du capital de la Société. Il extériorise une prime de +17,0% par rapport à la valeur intrinsèque de la Société (DCF) fondée sur un plan d'affaires ambitieux traduisant son potentiel de développement et considérée à titre principal. Il donne ainsi la pleine valeur de l'action aux actionnaires minoritaires sans qu'ils aient à supporter le risque d'exécution du plan d'affaires. Il présente également des primes comprises entre 6,6% et 9,3% sur les valeurs issues de transactions comparables réalisées avant la survenance des différentes crises ayant récemment affecté le secteur, représentatives selon nous de valeurs de long terme. Enfin, il présente une prime significative de +69,4% par rapport au cours de clôture avant annonce de l'Offre, et des primes comprises entre +38,6% et +59,7% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois. En conséquence, nous sommes d'avis que le prix d'Offre et l'indemnité prévue dans le cadre du Retrait Obligatoire, soit 21,00 € par action, sont chacun équitables d'un point de vue financier pour l'actionnaire de Groupe Flo. ».

L'Expert Indépendant répond aux questions des membres du Conseil.

Le Président remercie l'Expert Indépendant.

Il propose au Conseil d'examiner le compte-rendu des travaux du comité ad hoc et les recommandations de ce dernier en vue de l'arrêté par le Conseil de l'avis motivé prévu par l'article 231-19 4° du Règlement général de l'AMF sur l'Offre. Le Président rappelle en effet que le comité ad hoc a remis, au terme de sa mission, son projet d'avis motivé au Conseil et a recommandé, à l'unanimité de ses membres, au Conseil, de considérer que l'Offre était conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et de recommander à ces derniers d'apporter leurs titres à l'Offre Publique de Retrait.

Le Conseil prend acte des travaux du comité ad hoc et de l'avis favorable de ce dernier contenu dans son projet d'avis motivé.

Le Président attire enfin l'attention du Conseil sur les modalités des délibérations et du vote sur cet avis motivé, en raison du conflit d'intérêt potentiel des administrateurs autres que les administrateurs indépendants à l'Offre. Ainsi :

- *le Conseil confirme prendre acte que les administrateurs suivants sont en situation de conflit d'intérêts potentiel dès lors qu'ils sont liés par des fonctions de direction au Groupe Bertrand auquel appartiennent les Actionnaires de Contrôle : Christophe Gaschin, Christelle Grisoni, Olivier Bertrand, Philippe Héry ;*
- *le Conseil prend également acte que, compte-tenu du nombre de membres composant le conseil et des règles de quorum et de majorité instituées par le Code de commerce et les statuts de la Société, leur participation aux délibérations et au vote est nécessaire, une abstention de leur part ne permettant pas de réunir le quorum et la majorité quel que soit le sens du vote des administrateurs non intéressés, ce dont le Conseil a pris acte ;*

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

- *aussi, afin de concilier les règles du Code de commerce avec les principes de bonne gouvernance, et notamment les recommandations de l'AMF et du code Afep/Medef auquel la Société se réfère, il est proposé que les administrateurs en situation de conflit d'intérêts potentiel prennent part aux délibérations et au vote sur l'avis motivé mais ne l'expriment qu'une fois le vote des administrateurs non intéressés exprimé et dans le même sens que celui exprimé par la majorité des administrateurs non intéressés : chacun des administrateurs non intéressés confirme son accord sur cette proposition, puis chacun des administrateurs intéressés confirme également son accord.*

3.3 Avis motivé du Conseil

3.3.1 Compte-rendu

Ceci précisé, le Président invite Mme Bénédicte Hautefort, en sa qualité de présidente du comité ad hoc, à présenter au Conseil le compte-rendu des travaux du comité ad hoc ainsi que le projet d'avis motivé établi par ce dernier présentant ses conclusions et recommandations sur l'intérêt de l'Offre et les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Mme Bénédicte Hautefort précise que le comité ad hoc s'est réuni à 8 reprises depuis sa constitution dont à 4 reprises en présence de l'Expert Indépendant (18 octobre, 10 novembre 2022, 23 novembre 2022 et 8 décembre 2022).

Les sujets examinés au cours de ces 4 réunions en présence de l'Expert Indépendant ont principalement porté sur :

la présentation de la méthodologie utilisée par l'Expert Indépendant

- *l'accès de l'Expert Indépendant aux informations nécessaires à la conduite de ses travaux, notamment auprès du management de la Société*
- *l'avancement progressif de ses travaux, ainsi que les hypothèses sur lesquelles il a conduit ces derniers - notamment celles issues du business plan 2022-2026 préparé par le management et arrêté par le Conseil, ce dernier (i) traduisant à cette date la meilleure estimation possible des prévisions de la Société et (ii) ne présentant pas de différences significatives avec la communication financière antérieure de la Société, et les éléments chiffrés en ressortant*
- *les méthodes d'évaluation financière privilégiées par l'Expert Indépendant et celles qu'il a écartées.*

Tout au long du processus et, en particulier, à l'occasion de chacune de ses réunions avec l'Expert Indépendant, le comité ad hoc s'est assuré que l'Expert Indépendant disposait de toutes les informations requises et nécessaires à la conduite de ses travaux et que l'accomplissement de sa mission se déroulait dans des conditions satisfaisantes.

Le comité ad hoc a également procédé à la revue des intentions de l'Initiateur communiquées dans le Projet de Note d'Information.

Lors de sa dernière réunion du 8 décembre 2022 (en présence de l'Expert Indépendant), le comité ad hoc a (i) procédé à la revue du rapport définitif de l'Expert Indépendant et de la conclusion de ses travaux, (ii) finalisé, sous forme de projet d'avis motivé, ses recommandations au Conseil relativement à son appréciation sur l'intérêt de l'Offre et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés et (iii) finalisé l'examen du projet de note en réponse de la Société et du projet de communiqué de presse à publier par la Société lors de son dépôt.

Mme Bénédicte Hautefort présente ensuite au Conseil le projet d'avis motivé adopté par le comité ad hoc à l'unanimité de ses membres aux termes duquel le comité ad hoc recommande au Conseil de conclure que l'Offre est conforme à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

3.3.2 Avis motivé

Le Président remercie Mme Bénédicte Hautefort pour sa présentation et le comité ad hoc pour ses travaux.

Il propose au Conseil d'arrêter, sur la base des conclusions de l'Expert Indépendant, des travaux et de l'avis favorable du comité ad hoc, l'avis motivé prévu par l'article 231-19 4° du Règlement général de l'AMF.

Un échange s'ensuit au sein du Conseil.

Après en avoir délibéré, le Conseil, à l'unanimité de ses membres présents, après avoir examiné le Projet de Note d'Information, le rapport de l'Expert Indépendant et les conclusions de ses travaux ainsi que les travaux du comité ad hoc et le projet d'avis motivé préparé par ce dernier :

- *relève en particulier les éléments suivants :*
 - *s'agissant du prix de l'Offre, de 21 euros par action, identique au prix par action retenu dans le cadre de l'Acquisition de Blocs, l'Expert Indépendant conclut au caractère équitable du prix, ce notamment après avoir appliqué et comparé les principales méthodes de valorisation des titres ; à ce titre, l'Expert Indépendant relève notamment que le prix proposé fait ressortir les primes suivantes :*
 - *une prime de 17,0% par rapport à la valeur intrinsèque de la Société (DCF),*
 - *des primes comprises entre 6,6% et 9,3% sur les valeurs issues de transactions comparables réalisées avant la survenance des différentes crises ayant récemment affecté le secteur, représentatives selon l'Expert Indépendant de valeurs de long terme,*
 - *une prime significative de 69,4% par rapport au cours de clôture avant annonce de l'Offre, et*
 - *des primes comprises entre 38,6% et 59,7% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois ;*
 - *s'agissant du rationnel de l'Offre en matière de stratégie, de politique commerciale, industrielle et financière et de synergies, l'Initiateur a confirmé l'intention des Actionnaires de Contrôle, à la suite du Retrait Obligatoire et pour les douze mois à venir, de poursuivre les principales politiques et orientations commerciales des activités du Groupe Bertrand telles que ces orientations ont été mises en œuvre par la direction de la Société depuis l'acquisition du contrôle de la Société par les Actionnaires de Contrôle en 2017 ; l'Initiateur a précisé (i) que l'Offre et la perspective du Retrait Obligatoire consécutif à l'Offre, ont été l'occasion pour Groupe Bertrand d'initier une réflexion concernant l'organisation interne de ses activités de restauration, (ii) que, en l'état de cette réflexion, il est envisagé de restructurer les activités de restauration de Group Bertrand (en ce compris les activités de la Société) en deux pôles afin de gagner en lisibilité et en efficacité des savoir-faire opérationnels : un pôle Luxe et Hospitalité regroupant notamment les activités de restauration en propre, et un pôle Franchises regroupant les enseignes de restauration en franchise ; selon l'Initiateur, ce projet, qui interviendrait sans changement de contrôle, permettrait de renforcer le dynamisme et les capacités de développement de chacun de ces pôles, notamment par une simplification de la prise de décision managériale et un*

renforcement de l'agilité au sein de chaque pôle et optimisation de l'efficacité opérationnelle des processus ;

- s'agissant des autres intentions de l'Initiateur, telles que présentées dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur a notamment indiqué ce qui suit :*
 - la mise en œuvre du projet d'organisation des activités du Groupe Bertrand (en ce compris les activités de la Société) en deux pôles impliquerait la réalisation d'opérations d'apport et de cession intra-groupe, mais se ferait en revanche à périmètre constant, sans cession de sociétés ou d'activités à des tiers au Groupe Bertrand ;*
 - ce projet de réorganisation interne est envisagé sans impact sur les effectifs salariés à l'échelle du Groupe Bertrand ;*
 - aucune modification de la politique de distribution de dividendes n'est envisagée, la Société et ses actionnaires conservant la possibilité de revoir cette politique à l'issue du Retrait Obligatoire conformément à la loi, aux statuts de la Société, aux contraintes éventuels liées à certains contrats de crédits en place ainsi qu'aux capacités distributives et besoins de financement de la Société ;*
 - des évolutions concernant la forme juridique et la composition des organes sociaux de la Société pourraient être envisagées à l'issue du Retrait Obligatoire, en ligne notamment avec la stratégie d'ensemble des activités du Groupe Bertrand ;*
- s'agissant de la radiation des actions de la Société de la cote à l'issue du Retrait Obligatoire, l'Initiateur précise qu'il en résultera une réduction des coûts de fonctionnement et une simplification du fonctionnement opérationnel de la Société qui sera libérée des contraintes réglementaires et administratives liées à la négociation de ses actions sur Euronext Paris.*
- *décide, au vu des documents et éléments présentés et des échanges ayant suivi, de suivre les recommandations du comité ad hoc et d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre présenté, qu'il estime de nature à servir tout à la fois :*
 - l'intérêt de la Société dans la mesure où (i) le Retrait Obligatoire pourrait être suivi d'une structuration des activités de restauration du Groupe Bertrand (en ce compris les activités de la Société) en deux pôles distincts de nature à permettre une accélération et un renforcement du dynamisme et des capacités de développement de chacun de ces pôles, où (ii) ce projet interviendrait à périmètre constant, sans changement de contrôle ni cession de sociétés ou d'activités à des tiers, où (iii) l'intention des Actionnaires de Contrôle, à la suite du Retrait Obligatoire, est la poursuite des principales politiques et orientations commerciales des activités du Groupe Bertrand telles que celles-ci a été mise en œuvre par la direction de la Société depuis l'acquisition de son contrôle par le Groupe Bertrand en 2017 et où (iv) la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris au résultat du Retrait Obligatoire permettrait une réduction des coûts de fonctionnement et une simplification du fonctionnement opérationnel de la Société ;*
 - l'intérêt de ses actionnaires dans la mesure où (i) le prix de 21 euros par action proposé par l'Initiateur, identique au prix retenu dans le cadre de l'Acquisition de Blocs, extériorise (a) une prime de +17,0% par rapport à la valeur intrinsèque de la Société (DCF), (b) des primes comprises entre 6,6% et 9,3% sur les valeurs issues de transactions comparables réalisées avant la survenance des différentes crises ayant récemment affecté le secteur, représentatives de valeurs de long terme, (c) une prime significative de +69,4% par rapport au cours de clôture avant annonce de l'Offre, et (d) des primes comprises entre +38,6% et +59,7% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois, où (ii) l'Expert Indépendant a conclu au caractère équitable du prix en ces termes : « La présente Offre Publique de Retrait est proposée à l'ensemble des actionnaires*

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

de GROUPE FLO au prix de 21,00 € par action et sera suivie d'un Retrait Obligatoire avec une indemnité égale au prix de l'Offre. Le prix d'Offre correspond au prix de cession des actions détenues par les sociétés SWISSLIFE GESTION PRIVEE et FOCAL dans le cadre de l'Acquisition de Blocs réalisée le 7 octobre 2022 représentant globalement 8,87% du capital de la Société. Il extériorise une prime de +17,0% par rapport à la valeur intrinsèque de la Société (DCF) fondée sur un plan d'affaires ambitieux traduisant son potentiel de développement et considérée à titre principal. Il donne ainsi la pleine valeur de l'action aux actionnaires minoritaires sans qu'ils aient à supporter le risque d'exécution du plan d'affaires. Il présente également des primes comprises entre 6,6% et 9,3% sur les valeurs issues de transactions comparables réalisées avant la survenance des différentes crises ayant récemment affecté le secteur, représentatives selon nous de valeurs de long terme. Enfin, il présente une prime significative de +69,4% par rapport au cours de clôture avant annonce de l'Offre, et des primes comprises entre +38,6% et +59,7% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois. En conséquence, nous sommes d'avis que le prix d'Offre et l'indemnité prévue dans le cadre du Retrait Obligatoire, soit 21,00 € par action, sont chacun équitables d'un point de vue financier pour l'actionnaire de GROUPE FLO. » et où (iii) l'Offre propose une liquidité immédiate et intégrale aux actionnaires dans des conditions de prix favorables ;

- l'intérêt de ses salariés dans la mesure où (i) l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement des activités de la Société au sein du Groupe Bertrand conformément aux principales politiques et orientations commerciales des activités du Groupe Bertrand telles que mises en œuvre depuis l'acquisition du contrôle de la Société par le Groupe Bertrand en 2017, où (ii) la nouvelle organisation interne du Groupe Bertrand (en ce compris les activités de de la Société) envisagée en l'état de la réflexion des Actionnaires de Contrôle, compte tenu des modalités envisagée pour sa mise en œuvre, n'aurait pas d'impact sur les effectifs salariés à l'échelle du Groupe Bertrand.*

Cet avis motivé a été rendu à l'unanimité des membres présents, étant rappelé que parmi ces derniers :

- les administrateurs non intéressés, à savoir Mme Bénédicte Hautefort, Mme Christine de Gouvion Saint-Cyr et Mme Dominique Esnault, ont chacun été invités à exprimer leur vote en premier et ont tous agréé aux recommandations du comité ad hoc et ont voté favorablement au projet d'Offre ;*
- les administrateurs en situation de conflit d'intérêts potentiel, à savoir M. Christophe Gaschin, Mme Christelle Grisoni, M. Philippe Héry et M. Olivier Bertrand, ont été invités à exprimer leur vote à leur tour une fois les votes des administrateurs non intéressés recueillis et ont tous déclaré se ranger aux recommandations du comité ad hoc et à la position des administrateurs non intéressés et ainsi voté favorablement au projet d'Offre.*

Le Conseil, à l'unanimité de ses membres présents, recommande ainsi aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions Groupe Flo à l'Offre Publique de Retrait.»

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET DE LA SOCIÉTÉ

3.1 INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Chacun des administrateurs a confirmé ne détenir aucune action de la Société, ce dont le conseil d'administration a pris acte lors de sa réunion du 12 décembre 2022, à l'issue du vote sur l'avis motivé reproduit au paragraphe 2.2 ci-dessus.

En conséquence, il n'y a pas eu lieu, lors de cette réunion, de faire application des dispositions de l'article 231-19 6° du Règlement général de l'AMF, en vertu desquelles chacun des administrateurs détenant des actions doit préciser ses intentions relativement à l'Offre Publique de Retrait.

3.2 INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

La Société ne détenant aucune de ses propres actions, le conseil n'a pas eu à statuer sur les intentions de la Société quant aux actions auto-détenues dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait.

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

4. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT – ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Le rapport sur les conditions financières de l'Offre du cabinet Finexsi, représenté par M. Lucas Robin, désigné en qualité d'Expert Indépendant par le conseil d'administration de la Société, sur recommandation du comité *ad hoc* et conformément aux dispositions de l'article 261-1 I 1° et II du Règlement général de l'AMF, est intégralement reproduit en Annexe 1 du Projet de Note en Réponse.

5. INFORMATIONS CONCERNANT LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

5.1 STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIÉTÉ

À la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital de la Société est de 38 257 860,00 euros, divisé en 7 651 572 actions ordinaires de 5,00 euros de valeur nominale chacune.

Le tableau ci-dessous présente la répartition, à la connaissance de la Société selon ses dernières informations disponibles, du capital et des droits de vote de la Société avant et à l'issue du Transfert de Blocs intervenu le 7 octobre 2022 :

Actionnaires	Avant le Transfert de Blocs				Après le Transfert de Blocs			
	Actions		Droits de vote (*)		Actions		Droits de vote (*)	
	Nb	%	Nb	%	Nb	%	Nb	%
Financière Flo	4 710 496	61,56%	9 420 992	71,96%	4 710 496	61,56%	9 420 992	71,96%
Bertrand Invest	716 565	9,36%	1 433 130	10,95%	1 395 627	18,24%	2 112 192	16,13%
Bertrand Restauration	928 899	12,14%	928 899	7,10%	928 899	12,14%	928 899	7,10%
<i>Sous-total M. Olivier Bertrand</i>	<i>6 355 960</i>	<i>83,07%</i>	<i>11 783 021</i>	<i>90,01%</i>	<i>7 035 022</i>	<i>91,94%</i>	<i>12 462 083</i>	<i>95,19%</i>
Public	1 295 612	16,93%	1 308 191	9,99%	616 550	8,06%	629 129	4,81%
Total	7 651 572	100,00%	13 091 212	100,00%	7 651 572	100,00%	13 091 212	100,00%

(*) Droits de vote théoriques calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

À la connaissance de la Société, il n'existe aucun actionnaire autre que les Actionnaires de Contrôle susvisés détenant directement ou indirectement, seul ou de concert, plus de 5,00% du capital et des droits de vote de la Société.

Il n'existe, à la date du Projet de Note en Réponse, aucun droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société, à l'exception des 1 257 779 Options de Souscription visées au paragraphe 1.2.4 ci-dessus. Comme indiqué audit paragraphe, le nombre total d'actions de la Société nouvelles susceptibles d'être émises en cas d'exercice des Options de Souscription est de 12 565, étant toutefois précisé que le prix d'exercice des Options de Souscription est supérieur au prix de l'Offre et qu'aucun accord de liquidité portant sur les Options de Souscription n'est envisagé.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des 1 257 779 Options de Souscription¹⁰ susceptibles d'exercice à la date du présent Projet de Note en Réponse :

	Plan du 31 juillet 2013	Plan du 30 juillet 2014
Date du Conseil	31-juil.-13	30-juil.-14
Nombre de SO susceptibles d'exercice	648 761	609 018
Début période d'exercice	31-juil.-13	30-juil.-14
Fin période d'exercice	31-juil.-23	30-juil.-24
Parité d'exercice	100 SO donnent droit sur exercice à 1 action	100 SO donnent droit sur exercice à 1 action
Prix d'exercice (prix de souscription d'une action sur exercice de SO)	52,16 €	56,90 €

¹⁰ Ou « SO » dans le tableau.

5.2 RESTRICTIONS À L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AU TRANSFERT D' ACTIONS – CLAUSES DES CONVENTIONS VISÉES À L'ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE

Les statuts de la Société ne prévoient aucune restriction à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.

À la date du présent Projet de Note en Réponse, aucune clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société et portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

5.3 PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIÉTÉ AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DÉCLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL OU D'UNE DÉCLARATION D'OPÉRATION SUR TITRES

À la connaissance de la Société, à la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 5.1 ci-dessus.

Depuis le 1^{er} janvier 2022, au résultat du Transfert de Blocs, les seuils suivants ont été franchis le 7 octobre 2022 :

- SwissLife Gestion Privée, agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a franchi à la baisse (i) les seuils statutaires de 6%, 4% et 2% du capital de la Société et le seuil statutaire de 2% des droits de vote de la Société, et (ii) les seuils légaux de 5% du capital et des droits de vote de la Société, et ne plus détenir, pour le compte desdits fonds, aucune action de la Société ;
- Bertrand Invest a franchi individuellement à la hausse (i) les seuils statutaires de 10%, 12%, 14%, 16 et 18% (inclus) du capital de la Société et les seuils statutaires de 10%, 12%, 14% et 16% (inclus) des droits de vote de la Société, et (ii) les seuils légaux de 10% et 15% du capital et de 15% des droits de vote de la Société ;
- les Actionnaires de Contrôle ont franchi de concert à la hausse (i) les seuils statutaires de 84%, 86%, 88% et 90% (inclus) du capital de la Société et les seuils statutaires de 92% et 94% (inclus) des droits de vote de la Société, et (ii) les seuils légaux de 90% du capital et de 95% des droits de vote de la Société.

5.4 TITRES COMPORTANT DES DROITS DE CONTRÔLE SPÉCIAUX

L'article 11 des statuts de la Société stipule qu'un droit de vote double est conféré à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis quatre ans au moins au nom du même titulaire.

Cet article précise qu'en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou prime d'émission ou d'échange d'actions à l'occasion d'un regroupement ou d'une division d'actions, le droit de vote double est conféré aux actions attribuées à raison d'actions inscrites sous la forme nominative, sous réserve qu'elles soient elles-mêmes, conservées sous la forme nominative depuis leur attribution, à l'expiration d'un délai de quatre ans à compter de l'inscription sous la forme nominative des actions à raison desquelles elles ont été attribuées.

La fusion ou la scission de la Société est sans effet sur le droit de vote double qui peut être exercé au sein de la société bénéficiaire si les statuts de celle-ci l'ont institué.

En cas de transfert de la nue-propriété ou de la nue-propriété et de l'usufruit d'actions par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs au profit

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

d'un conjoint ou d'un parent à un degré successible, la durée de la détention de leurs droits par le nu-proprétaire et par l'usufruitier se calcule à compter du jour où ces droits sont entrés dans le patrimoine de celui qui a transféré la nue-proprété et/ou l'usufruit.

5.5 MÉCANISMES DE CONTRÔLE PRÉVUS DANS UN ÉVENTUEL SYSTÈME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL

Néant.

5.6 ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIÉTÉ A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAÎNER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS ET À L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE

La Société n'a connaissance à ce jour d'aucun accord en vigueur pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

5.7 RÈGLES APPLICABLES À LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET À LA MODIFICATION DES STATUTS

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

Aux termes des stipulations de l'article 13 des statuts, le conseil d'administration est composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

Les administrateurs sont nommés, renouvelés ou révoqués dans les conditions prévues par les dispositions législatives et réglementaires en vigueur applicables aux sociétés anonymes. La durée de leurs fonctions est de deux années, l'année étant la période qui sépare deux assemblées générales ordinaires statuant sur les comptes annuels de la Société. Le mandat d'un administrateur prend fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire durant laquelle est prise la décision collective mentionnée ci-dessus, tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Le conseil d'administration comprend également un ou des administrateurs représentant les salariés dans les conditions prévues par les dispositions législatives et réglementaires en vigueur applicables aux sociétés anonymes : un administrateur représentant les salariés est désigné conformément aux dispositions légales et réglementaires en vigueur par le comité de groupe lorsque le nombre de membres du conseil d'administration nommé par l'assemblée générale ordinaire est inférieur ou égal à huit. Un second administrateur représentant les salariés est désigné selon les mêmes modalités lorsque ce nombre est supérieur à huit. Lorsque deux administrateurs sont désignés, ceux-ci doivent être de sexe différent.

Le nombre des administrateurs qui sont âgés de plus de 70 ans ne peut excéder le tiers des administrateurs en fonction. Lorsque cette limite vient à être dépassée en cours de mandat, l'administrateur le plus âgé est d'office réputé démissionnaire d'office.

Le conseil d'administration élit parmi ses membres un président qui doit être une personne physique. Il détermine la durée de ses fonctions, qui ne peut excéder celle de son mandat d'administrateur. Le président ne peut être âgé de plus de 70 ans. Si le président atteint cette limite d'âge au cours de son mandat, il est réputé démissionnaire d'office.

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

5.7.2 Règles applicables à la modification des statuts

Les statuts de la Société peuvent être modifiés dans les conditions prévues par les lois et règlements applicables aux sociétés anonymes.

5.8 POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION EN MATIÈRE D'ÉMISSION ET DE RACHAT DE TITRES

5.8.1 Délégations et autorisations accordées par l'assemblée générale des actionnaires

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration dispose d'autorisations et de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est le suivant à la date du Projet de Note en Réponse :

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

Autorisation / Délégation de compétence	Date de l'AG et numéro de la résolution concernée	Plafond	Durée de validité	Utilisation
Délégation de compétence en vue de procéder à une augmentation du capital social par émission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès, immédiatement et/ou à terme, au capital à émettre de la Société avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires (en substitution de celle donnée par l'Assemblée Générale Mixte du 24 juin 2021 ayant le même objet)	Assemblée Générale Mixte du 23 juin 2022 (Seizième résolution)	Montant total maximum de 5 000 000 € en nominal. Le montant nominal maximum des valeurs mobilières représentatives de créances donnant accès au capital de la Société ne pourra être supérieur à 2 000 000 €	26 mois	Non
Délégation de compétence en vue de procéder à une augmentation du capital au profit de salariés et anciens salariés adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise (en substitution de celle donnée par l'Assemblée Générale du 24 juin 2021 ayant le même objet)	Assemblée Générale Mixte du 23 juin 2022 (Dix-septième résolution)	Montant nominal maximum de 1 298 000 €. Le montant nominal des valeurs représentatives de créances donnant accès au capital émises en vertu de cette délégation devra être inférieur à 1 298 000 €	18 mois	Non
Délégation de compétence en vue de procéder à une augmentation du capital par émission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société à l'effet de rémunérer des apports en nature consentis à la Société (en substitution de celle donnée par l'Assemblée Générale du 24 juin 2021 ayant le même objet)	Assemblée Générale Mixte du 23 juin 2022 (Dix-huitième résolution)	Limite de 10% du capital social de la Société existant au jour de la réunion du Conseil d'Administration décidant l'émission	18 mois	Non
Autorisation de rachat par la Société de ses propres actions (en substitution de celle donnée par l'Assemblée Générale du 24 juin 2021 ayant le même objet)	Assemblée Générale Mixte du 23 juin 2022 (Quatorzième résolution)	Prix maximum d'achat fixé à 35€ par action. Nombre maximum d'actions à acquérir fixé à 10% du nombre total des actions composant le capital social de la Société à la date de l'Assemblée, pour un montant maximum de 26 780 530 €. Le nombre d'actions acquises par la Société en vue de leur conservation et de leur remise ultérieure en paiement ou en échange dans le cadre d'une opération de fusion, de scission ou d'apport ne peut excéder 5% de son capital.	18 mois	Non
Autorisation de réduire le capital par annulation des actions auto détenues (en substitution de celle donnée par l'Assemblée Générale du 24 juin 2021 ayant le même objet)	Assemblée Générale Mixte du 22 juin 2022 (Quinzième résolution)	Limite de 10% du capital de la Société, par période de 24 mois	24 mois	Non
Autorisation à procéder, en une ou plusieurs fois, à des attributions gratuites d'actions existantes ou à émettre de la Société au profit des membres du personnel salarié ou de certaines catégories d'entre eux et des mandataires sociaux de la Société ou des sociétés qui lui seraient liées au sens de l'article L. 225-197-2 du Code de Commerce (en substitution de celle donnée par l'Assemblée Générale du 24 juin 2021 ayant le même objet)	Assemblée Générale Mixte du 23 juin 2022 (Dix-neuvième résolution)	Prix maximum de l'augmentation de capital de 200 000 €. Nombre maximum d'actions pouvant être gratuitement attribuées limité à 3% du nombre d'actions composant le capital social de la Société au jour où le Conseil d'Administration fait usage de l'autorisation.	38 mois	Non

5.8.2 Plans d'Options de Souscription réservés au personnel

Depuis sa cotation en bourse, la Société a émis sept plans d'options de souscription d'actions dont deux sont encore en cours et destinés aux dirigeants, aux cadres supérieurs et à l'encadrement intermédiaire. La durée de tous les plans émis est de 10 ans.

Les principales caractéristiques des plans d'Options de Souscription susceptibles d'exercice sont détaillées au paragraphe 5.1 ci-dessus.

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

Le traitement des titulaires d'Options de Souscription dans le cadre de l'Offre est détaillé au paragraphe 1.2.4.

5.9 ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIÉTÉ QUI SONT MODIFIÉS OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTRÔLE DE LA SOCIÉTÉ

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

Il n'existe aucun accord significatif conclu par la Société qui soit modifié ou prenne fin en cas de changement de contrôle de la Société.

5.10 ACCORDS PRÉVOYANT DES INDEMNITÉS POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, DE LA DIRECTION GÉNÉRALE OU LES SALARIÉS, S'ILS DÉMISSIONNENT OU SONT LICENCIÉS SANS CAUSE RÉELLE ET SÉRIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE

Il n'existe, à la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, aucun accord en vigueur prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, de la direction générale ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

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

6. MISE À DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les « autres informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait. Elles seront, à la même date, disponibles sur les sites internet de la Société (<http://www.groupeflo.com/finances/retrait/>) et de l'AMF (www.amf-france.org) et pourront être obtenues sans frais auprès de Groupe Flo (55, rue Deguingand – 92300 Levallois-Perret).

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

7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

« À ma connaissance, les données du Projet de Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Madame Christelle GRISONI
Directrice Générale de la Société

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

**ANNEXE 1
RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT**

[VOIR DOCUMENT PAGE SUIVANTE]



FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER

GROUPE FLO

Attestation d'équité

Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (OPR-RO) initiée
par BERTRAND INVEST S.A.S visant les actions de GROUPE FLO

12 décembre 2022

SOMMAIRE

1. Présentation de l'opération.....	6
1.1 Sociétés concernées par l'opération.....	6
1.1.1 Présentation de la société initiatrice de l'Offre – GROUPE BERTRAND	6
1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre – Groupe Flo	7
1.2 Présentation de l'Offre	7
1.2.1 Contexte et motifs de l'Offre	7
1.2.2 Intentions de l'Initiateur au cours des douze mois à venir	11
1.2.3 Caractéristiques de l'Offre	13
1.2.4 Accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.....	16
2. Déclaration d'indépendance	17
3. Diligences effectuées	17
4. Présentation des activités de GROUPE FLO et de son environnement économique	19
4.1 Présentation de GROUPE FLO	19
4.1.1 Rappel de l'historique	19
4.1.2 Actionnariat de GROUPE FLO.....	22
4.1.3 Organigramme de GROUPE FLO.....	23
4.1.4 Présentation des activités de GROUPE FLO.....	24
4.2 Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de GROUPE FLO	28
4.2.1 Présentation du marché de la Consommation Alimentaire Hors Domicile (CAHD)	28
4.2.2 Présentation du secteur de la Restauration commerciale.....	31
4.2.3 Présentation des acteurs du secteur de la Restauration commerciale en France	33
4.2.4 Perspectives du secteur de la Restauration commerciale	35
4.3 Analyse financière de Groupe FLO.....	37
4.3.1 Compte de résultat consolidé du Groupe sur la période 2017 – 2022.....	37
4.3.2 Bilan consolidé.....	42
4.3.3 Flux de trésorerie	45
4.4 Matrice SWOT	46

5. Evaluation des actions de la société GROUPE FLO.....	47
5.1 Critères d'évaluation écartés	47
5.1.1 Actif net comptable consolidé	47
5.1.2 Actif net comptable réévalué	47
5.1.3 La valeur de rendement (capitalisation du dividende).....	47
5.1.4 Valeur liquidative.....	48
5.2 Critères d'évaluation retenus	48
5.3 Données de référence de GROUPE FLO.....	48
5.3.1 Nombre de titres retenu	48
5.3.2 Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	49
5.4 Mise en œuvre de la valorisation de GROUPE FLO	50
5.4.1 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal).....	50
5.4.2 Transaction récente intervenue sur le capital de la Société (à titre principal)	55
5.4.3 Transactions comparables (à titre secondaire)	56
5.4.4 Cours de bourse (à titre secondaire)	58
5.4.5 Comparables boursiers (à titre indicatif).....	60
6. Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par l'Etablissement Présentateur.....	63
6.1 Choix des critères d'évaluation.....	64
6.2 Mise en œuvre des différents critères.....	64
6.2.1 Données de référence	64
6.2.2 Transaction récente sur le capital de la Société.....	65
6.2.3 Actualisation des flux de trésoreries prévisionnels.....	65
6.2.4 Analyse du cours de bourse	66
6.2.5 Multiples observés sur des transactions portant sur des sociétés comparables	67
6.2.6 Multiples observés sur les sociétés cotées comparables	68
7. Analyse des apports connexes à l'Offre.....	69
8. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix offert	70
8.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation	70
8.2 Conclusion.....	71

9. Annexes.....	72
9.1 Présentation du cabinet FINEXSI et déroulement de la mission.....	72
9.2 Lettre de mission	77
Liste des figures	81

Contexte de l'Offre

GROUPE FLO (ci-après le « Groupe », ou « la Société ») est un groupe de Restauration commerciale structuré autour de 120 restaurants exploités en propre ou en franchise, avec principalement l'enseigne HIPPOPOTAMUS, des brasseries historiques, et des concessions.

En août 2019, GROUPE BERTRAND a réalisé l'acquisition d'un bloc de 6,2% du capital de GROUPE FLO auprès du fonds d'investissement AMIRAL GESTION au prix de 0,208 € par action¹.

A la suite de cette acquisition de bloc, GROUPE BERTRAND a déposé en novembre 2019 un projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) sur le solde des actions GROUPE FLO non détenues, au prix arrondi de 0,21 € par action et envisageait, le cas échéant, de demander la mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

À l'issue de l'OPAS close le 6 décembre 2019, GROUPE BERTRAND détenait 83,06% du capital et 83,63% des droits de vote de GROUPE FLO. Les conditions requises n'étaient alors pas remplies, et l'initiateur n'avait pas pu demander la mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

Le 5 juillet 2021, GROUPE BERTRAND a franchi à la hausse le seuil de 90% des droits de vote de GROUPE FLO (i.e. 90,08%) à la suite d'une attribution de droits de vote double compte tenu de la durée de détention d'un certain nombre d'actions au nominatif (i.e. plus de 4 ans).

Le capital social de la Société a depuis fait l'objet d'un regroupement d'actions, selon un ratio de 100 actions d'une valeur nominale de 0,05 € devenant une action à 5,00 € (AGM du 24 juin 2021).

Le 7 octobre 2022, GROUPE BERTRAND, au travers de sa filiale BERTRAND INVEST, a annoncé avoir conclu un accord avec la société SWISSLIFE GESTION PRIVEE, ainsi qu'avec la société FOCAL, actionnaires de GROUPE FLO, relativement à l'acquisition auprès de plusieurs actionnaires de blocs d'actions représentant un total de 679.062 actions, soit 8,87% du capital et 5,19% des droits de vote de GROUPE FLO, pour un prix par action de 21,00 €² (ci-après l'« **Acquisition de Blocs** »).

A l'issue de cette acquisition, GROUPE BERTRAND détiendra 91,94% du capital et 95,19% des droits de vote de GROUPE FLO.

Disposant de plus de 90,00% de GROUPE FLO, GROUPE BERTRAND a également annoncé son intention de déposer un projet d'offre Publique de Retrait (OPR) suivie par un Retrait Obligatoire (RO) sur les actions GROUPE FLO qu'il ne détient pas à l'issue de cette acquisition, à un prix identique à l'Acquisition de Blocs, soit 21,00 € par action (ci-après l'« **OPR-RO** », l'« **Offre** » ou l'« **Opération** »).

Au travers de l'Opération, l'objectif du GROUPE BERTRAND est de retirer GROUPE FLO de la cote.

Dans ce contexte, FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER (« FINEXSI ») a été désigné en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration de GROUPE FLO réuni le 14 octobre 2022, sur recommandation du Comité ad hoc constitué le 12 octobre 2022, afin d'apprécier les conditions financières de l'Offre et son caractère équitable pour les actionnaires de GROUPE FLO. Cette désignation est intervenue sur le fondement des articles 261-1-I 1°, et 261-1-II du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (« l'AMF »).

¹ Correspondant à un prix actuel de 20,80€, compte tenu du regroupement d'actions intervenu le 24 juin 2021.

² Correspondant à un prix de 0,21 € avant regroupement d'actions intervenu le 24 juin 2021.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) qui ont été publiées ou nous ont été transmises par GROUPE FLO. Ces documents et informations ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués.

1. Présentation de l'opération

1.1 Sociétés concernées par l'opération

1.1.1 Présentation de la société initiatrice de l'Offre – GROUPE BERTRAND

BERTRAND INVEST est une société par actions simplifiée de droit français, dont le siège social est situé au 59 rue de Tocqueville à Paris (75017). Elle est immatriculée au Registre du Commerce des Sociétés de Paris, sous le numéro 829 599 869, et est détenue par GROUPE BERTRAND.

GROUPE BERTRAND, créé en 1997 par Olivier BERTRAND, est un groupe privé français intervenant notamment sur les marchés de la restauration et de l'hôtellerie. En développement rapide depuis sa création (par croissance organique ou externe), GROUPE BERTRAND a réalisé 2,2 Mds€ de chiffre d'affaires sous enseigne en 2021, pour 1 000 restaurants, hôtels et boutiques dans le monde, exploités en propre ou en franchise, et 39 000 collaborateurs, s'affirmant comme le leader du secteur de la Restauration commerciale en France, notamment depuis sa prise de participation majoritaire dans GROUPE FLO en 2017.

GROUPE BERTRAND détient et exploite des grandes brasseries (L'ALSACE, LE PROCOPE, LA LORRAINE, etc.), des restaurants parisiens (AUTEUIL BRASSERIE, L'ILE, POLPO, LES DEUX STATIONS, etc.), des concessions (principalement implantées aux abords du parc DISNEYLAND PARIS au DISNEY VILLAGE et au JARDIN DES PLANTES), des chaînes de restaurants (AU BUREAU, LEON, HIPPOPOTAMUS, VOLFONI).

Acteur diversifié de l'univers de la restauration commerciale (ci-après la « Restauration commerciale »), GROUPE BERTRAND est également présent sur le marché de la restauration rapide (BURGER KING³), de l'hôtellerie (RELAIS CHRISTINE, SAINT JAMES PARIS, BALZAC, etc.), du *retail* (NESPRESSO⁴) et de l'œnotourisme (au travers de l'acquisition d'une propriété en 2021).

³ Pour lesquels il détient un accord de *master* franchise pour le déploiement des enseignes en France avec un droit propriétaire sur certains territoires et l'exploitation de la marque de manière directe ou indirecte

⁴ Au travers de partenariat permettant à GROUPE BERTRAND de détenir plusieurs boutiques depuis 2018

1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre – Groupe Flo

GRUPE FLO est une société anonyme à Conseil d'Administration, dont le siège social se situe Tour Manhattan, au 5-6 Place de l'Iris à Courbevoie (92400), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre depuis le 27 février 1989, sous le numéro 349 763 375.

La Société intervient sur le marché de la Consommation Alimentaire Hors Domicile (CAHD), au sein de la Restauration commerciale, et plus particulièrement du service à table.

Les actions de GROUPE FLO sont admises aux négociations sur le compartiment B d'EURONEXT Paris (code ISIN : FR0014004X25).

GRUPE FLO clôture son exercice fiscal de douze mois au 31 décembre de chaque année.

Au 30 juin 2022, le capital de GROUPE FLO s'établit à 38.257.860,00 €, réparti en 7.651.572 actions de valeur nominale 5,00 €. La totalité des actions composant le capital est intégralement libérée.

L'actionnariat théorique et la répartition des droits de vote de la Société sont présentés au §4.1.2.

1.2 Présentation de l'Offre

Les informations suivantes concernant les titres visés par l'Offre, le contexte et les motifs de l'Opération sont issues du Projet de Note d'Information établi par l'Initiateur auquel il convient de se référer.

1.2.1 Contexte et motifs de l'Offre

Contexte de l'Offre

- (a) En 2017, acquisition du bloc de contrôle suivie d'une augmentation de capital

« Conformément aux termes d'un accord de restructuration de la dette bancaire et d'investissement conclu le 25 avril 2017 entre la Société, FINANCIERE FLO, les actionnaires de cette dernière et les banques de la Société et sous l'égide d'un conciliateur, BERTRAND INVEST a acquis en date du 16 juin 2017, 100 % du capital et des droits de vote de la société FINANCIERE FLO, et, partant, le contrôle du Groupe. FINANCIERE FLO détenait, au moment de son acquisition par BERTRAND INVEST, 69,84 % du capital et 81,92 % des droits de vote de la Société.

L'acquisition a été immédiatement suivie le 30 juin 2017 d'une augmentation de capital de la Société, soit un montant total brut d'environ 72,5 millions d'euros (dont environ 28,2 millions d'euros en numéraire). A l'issue de cette augmentation de capital, BERTRAND INVEST est devenue actionnaire direct de la Société à hauteur de 9,37 % du capital et 9,03 % des droits de vote. FINANCIERE FLO détenant alors 61,56 % du capital et 62,90 % des droits de vote de la Société, la participation totale de BERTRAND INVEST, directement et par l'intermédiaire de FINANCIERE FLO, dans la Société a été ainsi portée à 70,93 % du capital et 71,93 % des droits de vote. Dans le cadre de cette augmentation de capital, l'AMF a octroyé à BERTRAND INVEST et FINANCIERE FLO une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique sur le fondement des articles 234-9, 2° et 234-10 du règlement général de l'AMF⁵ (D&I du 24 mai 2017 n° 217C1044).

⁵ D&I n° 217C1044 du 24 mai 2017

Le changement de contrôle de la Société au profit des Actionnaires de Contrôle intervenu en 2017 s'inscrivait dans le cadre d'un plan de redressement du Groupe impliquant le refinancement de la dette initiale du Groupe, et l'atteinte de certains objectifs, notamment le redressement opérationnel du Groupe avec la relance de sa croissance nécessitant des investissements (CAPEX), la mise en œuvre de synergies avec les Actionnaires de Contrôle, la cession de certains actifs non-stratégiques et le renforcement de ses fonds propres (le « Plan de Redressement »). L'opération de reprise du Groupe et le Plan de Redressement sont décrits dans le prospectus établi par la Société en date du 23 mai 2017 ayant reçu le visa de l'AMF sous le numéro n° 17-227, disponible sur le site internet de la Société (www.groupeflo.com). »

(b) En 2019, acquisition d'un bloc d'actions suivi d'une offre publique d'achat simplifiée

« BERTRAND CORP. S.A.S. a acquis le 5 août 2019 un total de 47.735.679 actions représentant 6,24% du capital et 6,02% des droits de vote de la Société, pour un prix par action de 0,208 euro par voie d'acquisition de bloc hors marché.

Dans un communiqué du 6 août 2019, les Actionnaires de Contrôle (en ce inclus BERTRAND CORP. S.A.S., actionnaire direct de la Société à cette date) ont annoncé leur intention de déposer une offre publique d'achat simplifiée volontaire portant sur les actions de la Société (l'« OPAS ») qu'il ne détenait pas à la suite de l'acquisition hors marché précitée.

L'OPAS a donné lieu au dépôt, le 4 octobre 2019, d'un projet de note d'information relatif à l'OPAS par BERTRAND RESTAURATION, agissant de concert avec les autres Actionnaires de Contrôle (en ce inclus BERTRAND CORP. S.A.S., actionnaire direct de la Société à cette date) et d'un projet de note d'information en réponse par la Société. Le prix (arrondi) de l'OPAS était de 0,21 euro par action. BERTRAND RESTAURATION, initiateur de l'OPAS, avait annoncé son intention de solliciter la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire dans l'hypothèse où, à l'issue de l'OPAS, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'OPAS ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société conformément aux articles L. 433-4, II du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'OPAS a été déclarée conforme par l'AMF le 19 novembre 2019⁶. L'OPAS s'est ensuite déroulée du 21 novembre 2019 au 6 décembre 2019.

A la clôture de cette OPAS, les Actionnaires de Contrôle (en ce inclus BERTRAND CORP. S.A.S., actionnaire direct de la Société à cette date) détenaient un total de 635.544.375 actions de la Société représentant 83,06% du capital et 83,63% des droits de vote de la Société⁷, ce qui ne lui a pas permis de mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire. »

(c) Franchissement du seuil de 90% du capital et des droits de vote

« BERTRAND INVEST a procédé, à la suite d'un accord conclu en date du 7 octobre 2022 avec la société SWISSLIFE GESTION PRIVEE, ainsi qu'avec la société FOCAL, actionnaire de la Société, à l'acquisition auprès de plusieurs actionnaires de la Société de blocs pour un total de 679.062 actions de la Société représentant 8,87% du capital et 5,19% des droits de vote de la Société, pour un prix par action de 21,00 euros par voie d'acquisition de blocs hors marché (le « Transfert de Blocs »). Il n'existe aucun mécanisme de complément ou d'ajustement de prix dans le cadre du Transfert de Blocs.

⁶ D&I n° 219C2361 du 19 novembre 2019

⁷ D&I n° 219C2685 du 11 décembre 2019

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce et de l'article 11 des statuts de la Société, BERTRAND INVEST a déclaré (i) à la Société, par courrier daté du 12 octobre 2022, qu'il avait franchi à la hausse, à la suite d'un accord en date du 7 octobre 2022, les seuils statutaires de 10 %, 12%, 14%, 16 et 18% (inclus) du capital de la Société et les seuils statutaires de 10 %, 12%, 14% et 16% (inclus) des droits de vote de la Société, et (ii) à l'AMF, par courrier daté du 12 octobre 2022, qu'il avait franchi individuellement à la hausse, à la suite d'un accord en date du 7 octobre 2022, les seuils de 10% et 15% du capital et 15% des droits de vote de la Société⁸.

A la suite de la réalisation du Transfert de Blocs et à la date du Projet de Note d'Information, les Actionnaires de Contrôle détiennent 7.035.022 actions de la Société représentant 91,94% du capital et 95,19% des droits de vote de la Société.

Dans un communiqué du 7 octobre 2022 relatif à la conclusion de l'accord du Transfert de Blocs, les Actionnaires de Contrôle ont annoncé leur intention de déposer une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur les actions de la Société. »

(d) Nomination de l'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration de la Société

« Le conseil d'administration de la Société, réuni le 12 octobre 2022, a, conformément à l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF, procédé à la création d'un comité ad hoc composé des administratrices indépendantes de la Société (Mesdames Bénédicte Hautefort, Christine de Gouvion Saint-Cyr et Dominique Esnault) à l'effet de recommander un expert indépendant en vue de sa désignation par le conseil d'administration de la Société, de déterminer l'étendue de sa mission, d'assurer le suivi de ses travaux et de préparer un projet d'avis motivé à l'attention du conseil d'administration de la Société sur l'Offre et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Réuni par la suite le 14 octobre 2022, le conseil d'administration de la Société a, sur la base de la recommandation du comité ad hoc, désigné le cabinet Finexsi représenté par Monsieur Lucas Robin, en qualité d'expert indépendant (l'« Expert Indépendant ») chargé d'émettre un rapport sur les conditions financières de l'Offre, en application des dispositions de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF.

La constitution du comité ad hoc et la nomination du cabinet Finexsi en qualité d'expert indépendant ont été annoncés par voie de communiqué de presse publié le 14 octobre 2022 par la Société.

Le rapport de l'Expert Indépendant sera présenté dans son intégralité dans le projet de note en réponse de la Société. »

⁸ D&I n° 222C2352 du 14 octobre 2022

Motifs de l'Offre

« L'Offre fait suite à l'opportunité offerte aux Actionnaires de Contrôle, suite au Transfert de Blocs, de renforcer leur participation dans la Société. L'Offre permettra aux Actionnaires de Contrôle, qui détiennent à ce jour, suite au Transfert de Blocs, plus de 90% des droits de vote et du capital de la Société, de réaliser le Retrait Obligatoire et de sortir la Société de la cote.

En effet, compte tenu de la structure actionnariale résultant du Transfert de Blocs et du très faible volume d'échanges sur le marché, la cotation de la Société ne se justifie plus, le niveau de flottant étant insuffisant pour assurer la liquidité du titre. L'Offre présente ainsi une opportunité de liquidité immédiate et intégrale pour les actionnaires minoritaires à un prix attractif (les éléments d'appréciation du prix de l'Offre étant présentés à la Section 3 (« Eléments d'appréciation du prix de l'Offre ») du Projet de Note d'Information).

Le Retrait Obligatoire permettra également de réduire les coûts logistiques et de simplifier le fonctionnement opérationnel de la Société en se libérant des contraintes réglementaires et administratives liées à l'admission de ses titres à la cote.

Par ailleurs, le Retrait Obligatoire pourrait être suivi de la mise en place d'une nouvelle organisation interne du Groupe Bertrand⁹, dont fait partie le Groupe, consistant à structurer les activités de restauration du Groupe Bertrand en deux pôles, avec d'un côté les activités de restauration en propre et de l'autre les enseignes de restauration en franchise. Les paramètres principaux préliminaires de ce projet sont présentés à la Section 1.3 (« Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir ») du Projet de Note d'Information. »

Acquisitions d'actions au cours des douze derniers mois

« Au cours des douze derniers mois précédant la date de dépôt du Projet de Note d'Information, les Actionnaires de Contrôle n'ont fait l'acquisition d'aucune action de la Société à l'exception de l'acquisition par l'Initiateur de 679.062 actions de la Société dans le cadre du Transfert de Blocs, à la suite d'un accord en date du 7 octobre 2022, au prix de l'Offre Publique de Retrait, tel que décrit à la Section 1.2.1 (« Contexte de l'Offre ») du Projet de Note d'Information. »

Titres et droits donnant accès au capital

« A la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucune autre valeur mobilière ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autres que les actions de la Société et les options de souscription décrites à la Section 2.3 (« Situation des titulaires d'options de souscription ») du Projet de Note d'Information. »

⁹ Le « GROUPE BERTRAND » vise le groupe de restauration fondé et contrôlé par Monsieur Olivier BERTRAND au travers de la société holding BERTRAND CORP. S.A.S.

1.2.2 Intentions de l'Initiateur au cours des douze mois à venir

Intentions relatives à la stratégie et à la politique commerciale, industrielle et financière

« Les Actionnaires de Contrôle ont l'intention, à la suite du Retrait Obligatoire et pour les douze mois à venir, de poursuivre les principales politiques et orientations commerciales des activités du Groupe Bertrand telles que ces orientations ont été mises en œuvre par la direction de la Société depuis l'acquisition du contrôle du Groupe par les Actionnaires de Contrôle.

L'Offre et la perspective du Retrait Obligatoire ont été l'occasion pour Groupe Bertrand d'initier une réflexion concernant l'organisation interne de ses activités de restauration. Cette réflexion s'inscrit dans la volonté de Groupe Bertrand de continuer son expansion et sa croissance dynamique, ADN du groupe depuis sa création par Olivier Bertrand en 1997. Ces ambitions offensives d'expansion et d'excellence, associées aux évolutions du marché de la restauration et de l'hospitalité depuis la crise COVID, ainsi que la possibilité offerte par le Retrait Obligatoire, ont amené Olivier Bertrand à envisager un projet d'organisation interne consistant à structurer les activités de restauration en deux pôles afin de gagner en lisibilité et en efficacité des savoir-faire opérationnels.

En l'état actuel de cette réflexion, il est ainsi envisagé de structurer les activités de restauration de Groupe Bertrand, en ce compris les activités de la Société, à travers un pôle Luxe et Hospitalité, regroupant notamment les activités de restauration en propre, et un pôle Franchises, regroupant les enseignes de restauration en franchise.

Ce projet permettra d'accélérer et de renforcer le dynamisme et les capacités de développement de chacun de ces pôles.

Ce projet serait par ailleurs réalisé sans changement de contrôle, la totalité des sociétés et enseignes de Groupe Bertrand, en ce compris les sociétés et enseignes du Groupe, continueraient d'être contrôlées directement et indirectement par Olivier Bertrand.

Enfin, même si certaines des opérations juridiques nécessaires à la mise en œuvre du projet d'organisation interne au Groupe Bertrand requerraient l'accord de certains prêteurs du Groupe Bertrand, il ne serait pas envisagé de rembourser à la date de réalisation de ces opérations les différentes dettes des périmètres concernés par ce projet. »

Composition des organes sociaux et direction de la Société

« A la date du Projet de Note d'Information, le conseil d'administration de la Société est composé des membres suivants :

- Monsieur Christophe Gaschin (président du conseil d'administration) ;
- Madame Christelle Grisoni (directrice générale) ;
- Monsieur Olivier Bertrand ;
- Madame Bénédicte Hautefort* ;
- Madame Christine de Gouvion Saint-Cyr* ;
- Madame Dominique Esnault* ;
- Monsieur Philippe Hery ; et
- Madame Sandrine Andrès**.

*Administrateurs indépendants

**Administrateur représentant les salariés

La mise en œuvre du Retrait Obligatoire aura pour conséquence la radiation des actions de la Société d'EURONEXT PARIS. Par conséquent, des évolutions concernant la forme juridique et la composition des organes sociaux de la Société pourraient être envisagées dans ce contexte, notamment eu égard aux intentions de l'Initiateur concernant la stratégie de l'ensemble de ses activités. »

Intention concernant l'emploi

« Le Retrait Obligatoire pourrait être suivi de la mise en place d'une nouvelle organisation interne du Groupe Bertrand consistant à structurer les activités de restauration du Groupe Bertrand en deux pôles, avec d'un côté les activités de restauration en propre et de l'autre, les enseignes de restauration en franchise. Voir Section 1.3.1 (« Stratégie, politique commerciale, industrielle et financière ») du Projet de Note d'Information.

Il n'est pas envisagé que ce projet d'organisation interne au Groupe Bertrand ait un impact sur les salariés à l'échelle du Groupe Bertrand, ce projet ayant pour objet de renforcer l'intégration des sociétés au sein de leur pôle d'appartenance, de simplifier la prise de décision managériale, de renforcer l'agilité au sein de chaque pôle et d'optimiser l'efficacité opérationnelle des processus. »

Synergies – Gains économiques

Voir Section 1.3.1 (« Stratégie, politique commerciale, industrielle et financière ») du Projet de Note d'Information.

Fusion et réorganisation juridique

« Le Retrait Obligatoire pourrait être suivi de la mise en place d'une nouvelle organisation interne du Groupe Bertrand consistant à structurer les activités de restauration du Groupe Bertrand en deux pôles, avec d'un côté les activités de restauration en propre et de l'autre, les enseignes de restauration en franchise. Voir Section 1.3.1 (« Stratégie, politique commerciale, industrielle et financière ») du Projet de Note d'Information.

Le Groupe regroupant à ce jour à la fois des entités portant des activités destinées à intégrer le pôle Luxe et Hospitalité et des activités destinées à intégrer le pôle Franchises, ce projet d'organisation interne au Groupe Bertrand impliquerait des opérations d'apports et de cessions intra-Groupe Bertrand d'entités du Groupe.

La réalisation de ce projet d'organisation interne au Groupe Bertrand se ferait en revanche à périmètre constant, c'est-à-dire sans cession de sociétés ou d'activités à des tiers. »

Politique en matière de distribution de dividendes

« Aucun dividende n'a été distribué au titre des trois exercices précédents.

A la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur n'envisage pas de modification de la politique de distribution de dividendes de la Société. L'Initiateur se réserve toutefois la possibilité de revoir la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue du Retrait Obligatoire conformément à la loi, aux statuts de la Société, aux contraintes éventuels liées à certains contrats de crédits en place ainsi qu'aux capacités distributives et besoins de financement de la Société. »

Retrait Obligatoire – Radiation de la cote

« Dans la mesure où les conditions prévues aux articles L. 433-4 II du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF sont déjà réunies, l'Initiateur sollicitera dès la clôture de l'Offre Publique de Retrait la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire afin de se voir transférer la totalité des actions Groupe Flo non apportées à l'Offre Publique de Retrait.

Il est précisé que cette procédure de Retrait Obligatoire entraînera la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris. Les actions de la Société non apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur en contrepartie d'une indemnisation égale au prix de l'Offre Publique de Retrait par action, soit 21,00 euros par action de la Société.

À cette fin et conformément aux articles 261-1 I et 261-1 II du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société, réuni le 14 octobre 2022, sur la base de la recommandation du comité ad hoc, a désigné l'Expert Indépendant à charge d'émettre un rapport sur les conditions et modalités financières de l'Offre. Le rapport de l'Expert Indépendant sera reproduit in extenso dans la note en réponse de la Société. »

1.2.3 Caractéristiques de l'Offre

Termes de l'Offre

« En application des dispositions des articles 231-13 et suivants, 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, l'Etablissement Présentateur agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF, le 21 novembre 2022, le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions GROUPE FLO SA non détenues par les Actionnaires de Contrôle ainsi que le Projet de Note d'Information relatif à l'Offre. Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société toutes les de la Société qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait pendant une période de 10 jours de négociation, au prix de 21,00 euros par action de la Société.

Dans la mesure où les Actionnaires de Contrôle détiennent plus de 90% du capital et des droits de vote, les actions de la Société non détenues par les Actionnaires de Contrôle qui n'auraient pas été apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur dans le cadre de la mise en œuvre de la procédure de Retrait Obligatoire moyennant une indemnisation égale au prix de 21,00 euros par action de la Société.

A compter du dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'Initiateur se réserve le droit d'acquérir sur le marché des actions de la Société, dans les limites de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF. »

Nombre et nature des titres visés par l'Offre Publique de Retrait

« A la date du Projet de Note d'Information, les Actionnaires de Contrôle détiennent 7.035.022 actions de la Société représentant 91.94% du capital et 95.19% des droits de vote de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 236-3 du règlement général de l'AMF, l'Offre Publique de Retrait vise la totalité des actions de la Société non détenues par les Actionnaires de Contrôle, soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, un nombre total maximum de 629.115 actions de la Société, correspondant à :

- la totalité des actions de la Société existantes non détenues directement par les Actionnaires de Contrôle, soit, à la connaissance de l'Initiateur et à la date du Projet de Note d'Information, un nombre total de 616.550 actions de la Société représentant à la date du Projet de Note d'Information 8,06% du capital et 4,81% des droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total de 7.651.572 actions et 13.091.212 droits de vote ; et
- un nombre total maximum de 12.565 actions supplémentaires susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre Publique de Retrait en raison de l'exercice d'options de souscription d'actions de la Société attribuées à des salariés et dirigeants du Groupe ;

déterminé comme suit :

Actions existantes visées par l'Offre Publique de Retrait	7 651 572
Actions susceptibles d'être émises par l'exercice des options de souscriptions et apportées à l'Offre Publique de Retrait	12 565
(-) Actions détenues par les Actionnaires de Contrôle	(7 035 022)
Total	629 115

A la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autres que les actions de la Société et les options de souscription décrites à la Section 2.3 (« Situation des titulaires d'options de souscription ») du Projet de Note d'Information. »

Situation des titulaires d'options de souscription

« A la connaissance de l'Initiateur, la Société a mis en place sept plans d'options de souscription d'actions de la Société, dont deux sont encore en cours, destinés aux dirigeants, aux cadres supérieurs et à l'encadrement intermédiaire, tel que décrits en pages 245 et suivants du document d'enregistrement universel de la Société déposé auprès de l'AMF le 26 avril 2022.

A la connaissance de l'Initiateur, à la date du Projet de Note d'Information, il existe 1.257.779 options de souscription d'actions de la Société (les « **Options de Souscription** ») et le nombre total d'actions de la Société nouvelles susceptibles d'être émises en cas d'exercice des options est de 12.565, étant toutefois précisé que le prix d'exercice des Options de Souscription est supérieur au prix de l'Offre Publique de Retrait et qu'aucun accord de liquidité portant sur les Options de Souscription n'est envisagé.

Les titulaires d'Options de Souscription pourront apporter à l'Offre Publique de Retrait les actions auxquelles ces options donnent droit de souscrire à condition d'avoir exercé leurs Options de Souscription dans un délai leur permettant de les apporter à l'Offre Publique de Retrait au plus tard le dernier jour de l'Offre Publique de Retrait. A défaut, les Options de Souscription resteront exerçables à l'issue de l'Offre Publique de Retrait selon les modalités des règlements respectifs desdits plans.

Dans l'hypothèse où des Options de Souscription seraient exercées entre la date de clôture de l'Offre Publique de Retrait et celle de mise en œuvre de la procédure de Retrait Obligatoire, les actions de la Société issues de tels exercices seraient transférées à l'Initiateur dans le cadre de la mise en œuvre de la procédure de Retrait Obligatoire moyennant une indemnisation égale au prix de 21,00 euros par action de la Société.

La fiscalité s'appliquant à leur cas particulier est indiquée au paragraphe 2.12.4 de la Section 2.12 (« Régime fiscal de l'Offre ») du Projet de Note d'Information. »

Termes et modalités du Retrait Obligatoire

« Conformément aux dispositions des articles L. 433-4 II du code monétaire et financier et des articles 237-1 et 237-7 du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les actions de la Société non détenues par l'Initiateur qui n'auraient pas été apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur dans le cadre de la mise en œuvre de la procédure de Retrait Obligatoire moyennant une indemnisation égale au prix de 21,00 euros par action de la Société.

L'AMF publiera un avis de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, et Euronext Paris publiera un avis annonçant le calendrier de mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

Le Retrait Obligatoire portera sur les actions de la Société non détenues directement par les Actionnaires de Contrôle, à la date de clôture de l'Offre Publique de Retrait.

Conformément aux dispositions de l'article 237-3, III du règlement général de l'AMF, l'Initiateur publiera un communiqué informant le public de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire et précisant les modalités de mise à disposition de la note d'information établie dans le cadre de l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article 237-5 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur publiera un avis informant le public du Retrait Obligatoire dans un journal d'annonces légales du lieu du siège de la Société.

Le montant total de l'indemnisation sera versé par l'Initiateur, au plus tard à la date de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de CACEIS CORPORATE TRUST, désigné en qualité d'agent centralisateur des opérations d'indemnisation du Retrait Obligatoire. CACEIS CORPORATE TRUST créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation, à charge pour ces derniers de créditer les comptes de détenteurs des actions de la Société.

Les actions de la Société seront radiées d'Euronext Paris le jour où le Retrait Obligatoire sera effectif.

Conformément à l'article 237-8 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des actions de la Société dont les ayants droit sont restés inconnus seront conservés par CACEIS CORPORATE TRUST pendant une durée de dix ans à compter de la date du Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des Dépôts et Consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'État. »

Frais liés à l'Offre

« Le montant global des frais supportés par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, en ce compris notamment les honoraires et frais de ses conseils financiers, juridiques, comptables et tous experts et autres consultants, les frais de publicité et de communication, est estimé à environ 850.000 euros, hors taxes. »

Mode de financement de l'Offre

« Le montant total de la contrepartie en numéraire devant être payée par l'Initiateur aux actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre (hors commissions et frais annexes), s'élèverait à 12.947.550¹⁰ euros.

L'Initiateur financera l'Offre sur ses fonds propres, étant entendu qu'un refinancement de tout ou partie du coût de l'acquisition par une ou plusieurs banques pourrait être envisagé. »

1.2.4 Accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

« A la date du Projet de Note d'Information, hormis l'accord relatif au Transfert de Blocs décrit à la Section 1.2.1 (« Contexte de l'Offre ») du Projet de Note d'Information, le cas échéant, l'Initiateur n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre Publique de Retrait ou son issue, et l'initiateur n'a pas connaissance de l'existence d'un tel accord.

Enfin, il n'existe pas d'engagements d'apport à l'Offre Publique de Retrait. »

¹⁰ Dans l'hypothèse où aucune option de souscription d'actions de la Société n'est exercée avant la mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

2. Déclaration d'indépendance

Nous vous confirmons que le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés :

- Sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- Disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission ;
- Adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivant de son Règlement général.

Sans que cela soit de nature à remettre en cause notre indépendance, nous rappelons que nous avons été désignés il y a plus de 18 mois en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration de GROUPE FLO du 9 septembre 2019 dans le cadre de l'OPAS initiée par BERTRAND RESTAURATION, agissant de concert avec les sociétés FINANCIERE FLO, BERTRAND INVEST et BERTRAND CORP sur les actions de la société. Cette mission s'est achevée avec la remise de notre attestation d'équité le 6 novembre 2019.

3. Diligences effectuées

Nous présentons ci-après les principales diligences (dont le contenu détaillé figure en Annexe) qui ont été mises en œuvre par FINEXSI dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des termes de l'Offre. Elles comprennent notamment, conformément aux dispositions du Règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation de l'AMF 2006-15 :

- La prise de connaissance détaillée de l'Opération, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'examen de la performance financière historique de GROUPE FLO ;
- L'obtention du plan d'affaires établi par le management de GROUPE FLO qui couvre la période 2022-2026 et qui a fait l'objet d'une validation par le Conseil d'Administration de GROUPE FLO le 14 octobre 2022 ;
- L'examen des transactions intervenues récemment sur le capital de GROUPE FLO et notamment l'Acquisition de Blocs ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de GROUPE FLO, qui comprend notamment :
 - L'analyse des risques et opportunités identifiés pour GROUPE FLO susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;

- L'analyse de l'information publique disponible ;
- Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
- L'analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente ;
- L'analyse détaillée des comptes, du budget de l'exercice en cours et du plan d'affaires avec le *management* de la Société et les responsables opérationnels, intégrant l'identification des hypothèses structurantes sur lesquelles s'appuient le plan d'affaires de GROUPE FLO et l'appréciation de leur pertinence ;
- L'identification et l'analyse des sociétés cotées comparables et des transactions comparables récentes sur la base des données publiques disponibles ;
- Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées ;
- Sur ces bases, l'examen du positionnement du prix de l'Offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation retenus ;
- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par BNP PARIBAS en qualité d'établissement présentateur de l'Offre (ci-après l'« Etablissement Présentateur » ou « BNPP ») ;
- La restitution au fur et à mesure de nos travaux auprès du Comité ad hoc chargé de superviser l'avancement de notre mission ;
- L'établissement d'un rapport présenté sous forme d'une attestation d'équité exposant les travaux d'évaluation des actions GROUPE FLO et notre opinion quant au caractère équitable du prix d'Offre de 21,00 € par action.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le management de la Société tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses économiques sur lesquelles se basent les données prévisionnelles sous-tendant le plan d'affaires de la Société, puis, sur la base de ces prévisions, modélisé les flux de trésorerie afin de mettre en œuvre une approche fondée sur l'actualisation de ces flux.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux de l'Etablissement Présentateur tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre et résumés dans le Projet de Note d'Information. Nous avons, dans ce cadre, tenu des réunions de travail avec les représentants de BNPP.

Une revue qualité a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

4. Présentation des activités de GROUPE FLO et de son environnement économique

4.1 Présentation de GROUPE FLO

4.1.1 Rappel de l'historique

Figure 1 - Historique de GROUPE FLO



Sources : Documents de référence (ci-après « DDR ») 2018 et 2019, Documents d'enregistrement universels (ci-après « DEU ») 2020 et 2021, analyses FINEXSI

Fondé en mai 1968 par Jean-Paul BUCHER par l'ouverture de la Brasserie FLO Cour des Petites Ecuries à Paris, GROUPE FLO a fait le pari de poursuivre sur le segment de la Restauration traditionnelle dans un contexte de développement de la Restauration rapide. Cette stratégie a connu un fort succès et Jean-Paul BUCHER a privilégié la croissance externe pour fonder un grand groupe français de la Restauration commerciale avec la promesse du haut de gamme à prix accessible.

En ce sens, Jean-Paul BUCHER a réuni des monuments de la gastronomie parisienne comme LA COUPOLE en 1988, le BOFINGER à partir duquel il a déployé des PETIT BOFINGER, ainsi que des chaînes de restaurants comme HIPPOPOTAMUS en 1992, ou le BISTRO ROMAIN en 2000.

En 2006, un consortium financier (CNP, AVH et TIKEHAU CAPITAL) rachète GROUPE FLO à la famille BUCHER et poursuit la stratégie d'acquisition de différentes chaînes, avec TABLAPIZZA, et TAVERNE DE MAITRE KANTER en 2007.

Après cette période d'expansion, GROUPE FLO a connu des difficultés financières liées à la crise de la vache folle (jusqu'en 2004), puis à la crise financière de 2008-2009, qui ont pesé sur la fréquentation des restaurants et ont affecté l'activité de la Société.

Face à ces difficultés, la Société a opéré un recentrage stratégique au détriment des enseignes BISTRO ROMAIN à partir de 2008 et des TAVERNES DE MAITRE KANTER à partir de 2012, puis a fait évoluer son management en septembre 2014.

La nouvelle direction a alors mis en place un « *projet stratégique 2015-2019* » concentré sur les marques HIPPOPOTAMUS et TABLAPIZZA, dont les principaux axes étaient (i) le déploiement d'un nouveau concept de restaurants HIPPOPOTAMUS dès le quatrième trimestre 2016, (ii) la redynamisation des *Brasseries* et de TABLAPIZZA autour d'un management renouvelé, et (iii) la transformation de la culture managériale permettant une plus grande agilité au service des clients.

Les exercices 2015 et 2016 de GROUPE FLO ont toutefois été fortement impactés par l'incidence des attaques terroristes de janvier et novembre 2015 à Paris et de juillet 2016 à Nice, qui ont engendré une baisse de la fréquentation des restaurants en France.

Dans ce contexte, la Société n'a pas été en mesure de mettre en œuvre son nouveau projet stratégique de redressement et de rembourser les échéances de ses emprunts, entraînant une hausse importante de son endettement financier net.

En décembre 2016, dans le cadre d'une procédure de renégociation de sa dette bancaire auprès de ses créanciers, GROUPE FLO se voyait imposer une augmentation de capital de 39,7 M€ à 42,0 M€ devant être réalisée avant le 30 juin 2017. Dans ce contexte, GROUPE FLO annonçait également au marché rechercher de nouveaux investisseurs. En avril 2017, GROUPE BERTRAND annonçait la reprise de GROUPE FLO par l'acquisition de 100% des titres de FINANCIERE FLO, l'actionnaire de contrôle de la Société, et la souscription à une augmentation de capital de 72,5 M€.

Depuis, GROUPE FLO a amorcé un nouveau plan stratégique reposant sur un plan de redressement opérationnel de ses enseignes (évolution des cartes, rénovation des restaurants), la cession d'actifs jugés non stratégiques (réduction du parc de restaurants de 222 à fin 2017 à 145 en 2019) et la mise en œuvre de synergies opérationnelles avec GROUPE BERTRAND.

Ce dernier a augmenté sa participation dans GROUPE FLO à 83,06% à la suite d'une acquisition de bloc (août 2019) suivie d'une Offre Publique d'Achat Simplifiée (novembre 2019).

GROUPE FLO a connu un fort ralentissement de son activité sur les exercices 2020 et 2021 en raison de la crise sanitaire liée à la Covid-19 et des mesures mises en place par le gouvernement afin d'y faire face, dont notamment :

- La fermeture administrative de tous les restaurants de France entre le 15 mars et le 2 juin 2020 ;
- Les restrictions liées au tourisme (fermeture des frontières, arrêt temporaire des vols de ligne, fréquence des trains limitée, etc.) durant l'été 2020 ;
- La fermeture de tous les restaurants de France métropolitaine entre le 29 octobre 2020 et le 19 mai 2021.

A partir du 19 mai 2021, le groupe bénéficie d'une reprise modérée de son activité liée à la réouverture progressive des lieux de restaurations disposant d'une terrasse. L'accueil de la clientèle dans les salles intérieures des restaurants est par ailleurs autorisé à partir du 9 juin 2021 à la condition du respect de jauge limitant la capacité d'accueil à 6 personnes par table. Dans un contexte de recrudescence du nombre de cas de contamination (Covid-19), la réouverture totale des restaurants a été autorisée à compter du 30 juin 2021 sous réserve de la présentation d'un pass sanitaire valide.

La poursuite de certaines mesures gouvernementales influençant négativement le marché de la Restauration commerciale continue d'endiguer la reprise de l'activité de GROUPE FLO au cours du 1^{er} trimestre 2022¹¹.

La levée progressive de ces différentes restrictions à compter de 16 février 2022 permet une reprise totale de l'activité du Groupe, qui réalise un chiffre d'affaires au 30 juin 2022 près de 7 fois supérieur à celui réalisé au cours du 1^{er} semestre 2021, et proche de celui du 1^{er} semestre 2019 d'avant crise.

¹¹ Interdiction de consommer debout dans les lieux de restauration, mise en place du pass vaccinal en réponse à la propagation du variant OMICRON

4.1.2 Actionnariat de GROUPE FLO

Acquisition de blocs d'actions

Le 7 octobre 2022, le GROUPE BERTRAND a annoncé avoir trouvé un accord avec les sociétés SWISSLIFE GESTION PRIVEE et FOCAL pour l'acquisition d'un bloc de 679.062 actions, représentant 8,87% du capital et 5,19% des droits de votes, à un prix de 21,00 € par action.

La structure du capital et des droits de votes théoriques de la Société est désormais la suivante :

Tableau 1 – Actionnariat de GROUPE FLO post-Acquisition de Blocs

Détail de l'actionnariat	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Financière Flo	4 710 496	61,6 %	9 420 992	72,0 %
Bertrand Invest	1 395 627	18,2 %	2 112 192	16,1 %
Bertrand Restauration	928 899	12,1 %	928 899	7,1 %
Sous-total Groupe Bertrand	7 035 022	91,9 %	12 462 083	95,2 %
Public	616 550	8,1 %	629 129	4,8 %
Total	7 651 572	100,0 %	13 091 212	100,0 %

Sources : Projet de Note d'Information du 21 novembre 2022

Le GROUPE BERTRAND détient, directement ou indirectement, 91,94% du capital et 95,19% des droits de vote.

Instruments financiers

Depuis son introduction en bourse en avril 1998, GROUPE FLO a émis 7 plans de stock-options à destination du management et des cadres de la Société.

Au 30 juin 2022, 3 plans sont encore en cours. Nous présentons ci-après leurs principales caractéristiques :

Tableau 2 – Plans d'options de souscriptions destinés au personnel de GROUPE FLO au 30 juin 2022 :

Détail des plans	Plan du 01/08/2012	Plan du 31/07/2013	Plan du 30/07/2014
Stock-options émises	1 000 084	1 001 247	1 019 114
Parité d'exercice (stock-options / action)	100/1	100/1	100/1
Prix d'exercice (en €)	77,06	52,16	56,90
Date d'expiration des plans	01/08/2022	31/07/2023	30/07/2024

Sources : Rapport semestriel 2022 de la Société, analyses FINEXSI

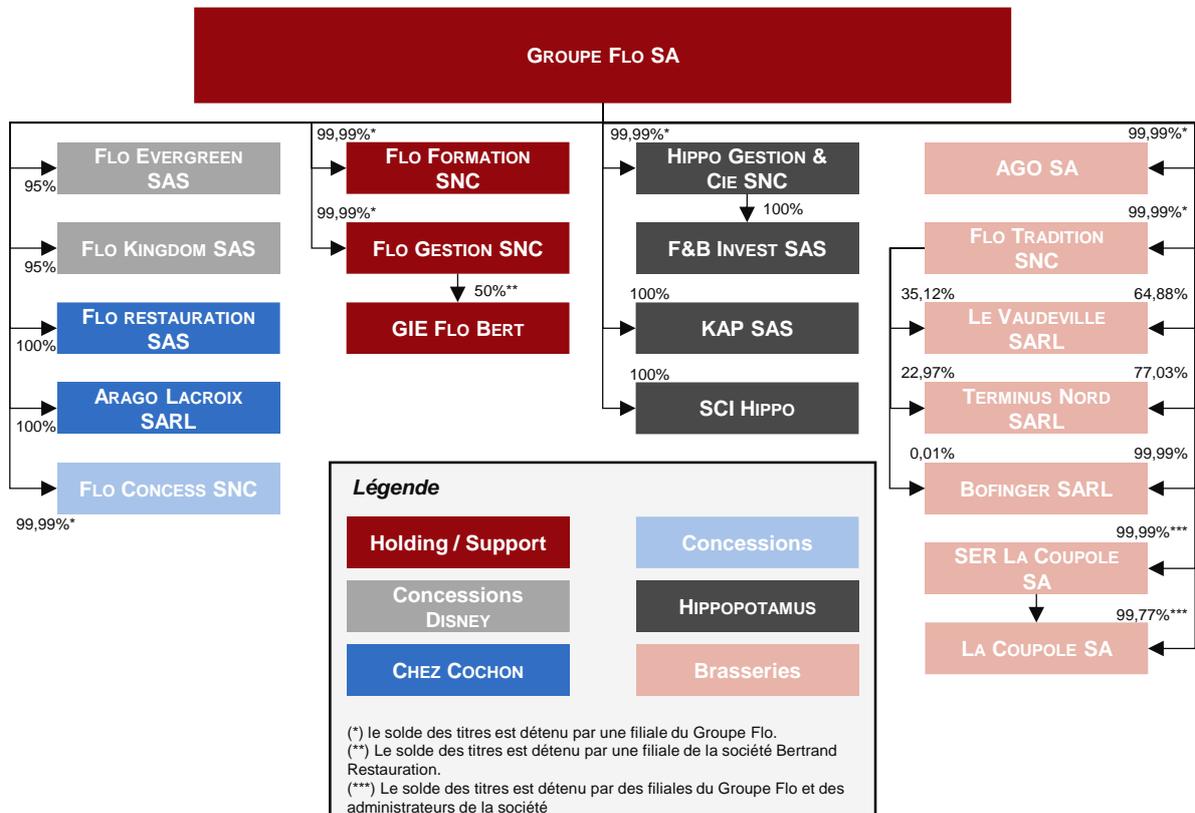
Compte tenu notamment de l'arrivée à échéance du plan de 2012 au 1^{er} août 2022, seules 1.257.779 stock-options sont encore en circulation à la date d'annonce de l'Offre (7 octobre 2022), dont l'exercice donnerait accès à 12.565 actions GROUPE FLO.

Compte tenu des prix d'exercice de ces stock-options (52,16 € et 56,90 €), et du cours de bourse à date d'annonce (12,40 €), ces instruments ne revêtent pas de caractère dilutif.

4.1.3 Organigramme de GROUPE FLO

La structure juridique de GROUPE FLO, organisé autour de trois segments d'activité (*HIPPOPOTAMUS*, Brasseries et Concessions)¹² est présentée ci-après :

Figure 2 - Organigramme de GROUPE FLO AU 1^{er} septembre 2022



Source : Société

¹² Chez Cochon est en cours de cession sur l'exercice 2022

4.1.4 Présentation des activités de GROUPE FLO

Le GROUPE FLO intervient sur le marché de la Consommation Alimentaire Hors Domicile (CAHD), au sein de la Restauration commerciale, service à table. Au 31 décembre 2021, la Société exploite 122 restaurants (dont 54 en propre, 17 en location-gérance et 51 en franchise) au sein de quatre branches d'activité :

- Les HIPPOPOTAMUS ;
- Les *Brasseries* ;
- Les *Concessions* ; et
- Les autres (incluant les 6 restaurants en franchise la TAVERNE DE MAITRE KANTER, comptabilisés en Actifs destinés à la vente).

Figure 3 - Présentation des activités de GROUPE FLO



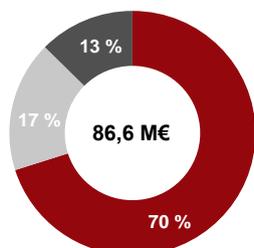
Sources : DEU 2021 de la Société, présentation SFAF de mars 2020, sites internet des restaurants

Sur un total de 54 restaurants détenus en propre, la Société est propriétaire des murs d'un restaurant (A LA FOLIE SUR SEINE à Nanterre dont les murs et le fonds ont été cédés sur l'exercice 2022), les murs des autres exploitations faisant principalement l'objet de baux commerciaux, et de contrats de locations-gérences. L'intégralité des revenus des restaurants détenus en propre est intégrée au chiffre d'affaires consolidé du GROUPE FLO.

La Société exploite également un réseau de 51 restaurants sous franchise. Les contrats de franchise prévoient généralement le paiement par le franchisé d'un droit d'entrée en contrepartie du transfert de savoir-faire, de l'exclusivité territoriale, et de l'assistance à l'ouverture, ainsi que des redevances d'exploitation de marque et une participation aux dépenses marketing d'entretien de la marque au niveau national, que le GROUPE FLO est dans l'obligation de réinvestir. Les droits d'entrée et les redevances payées par les franchisés, déterminés sur la base du chiffre d'affaires de leur établissement, sont intégrés au chiffre d'affaires du GROUPE FLO.

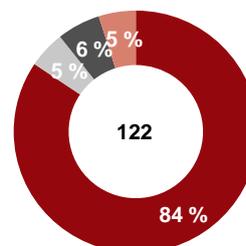
Les ventilations du chiffre d'affaires de la Société par branche d'activité et celle du parc de restaurants, présentées ci-après, illustrent le recentrage stratégique sur HIPPOPOTAMUS.

Figure 4 – Ventilation du chiffre d'affaires 2021 du GROUPE FLO par branche*



■ Hippopotamus ■ Brasseries ■ Concessions

Figure 5 – Ventilation du parc de restaurants du GROUPE FLO au 31 décembre 2021



■ Hippopotamus ■ Brasseries
■ Concessions ■ Taverne Maître Kanter

*Le chiffre d'affaires consolidé de la Société n'inclut pas l'activité des TAVERNES MAITRE KANTER qui a été reclassé en « Actifs destinés à être cédés »

Sources : DEU 2021 de la Société, analyses FINEXSI

Présentation de l'activité HIPPOPOTAMUS

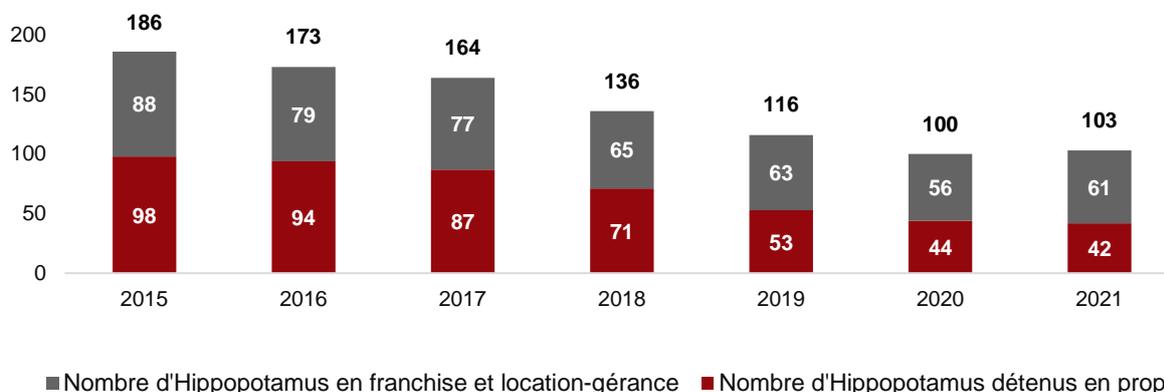
HIPPOPOTAMUS est une chaîne de restaurants fondée en 1968, spécialisée dans le *Grill*, qui constitue la principale activité de GROUPE.

En difficulté sur son marché depuis quelques années en raison notamment d'un manque d'investissement, l'activité d'HIPPOPOTAMUS est repartie à la hausse en 2018, portée notamment par le changement des cartes des restaurants, la définition d'un nouveau concept de « *Steak House* à la française » et l'effet positif des rénovations de restaurants dont les chiffres d'affaires ont progressé de +25% en moyenne après leurs réouvertures et ces changements.

Dans le but de financer les investissements de rénovation des restaurants HIPPOPOTAMUS, la Société s'est séparée des restaurants dont la rentabilité et les perspectives de développement ont été jugées insuffisantes. Le rythme de cessions des restaurants HIPPOPOTAMUS a ainsi été soutenu entre fin 2017 et fin 2020 où le nombre de restaurants est passé de 164 à 100, comme illustré dans le graphique ci-après.

En 2021, les enseignes HIPPOPOTAMUS regroupaient 1.349 collaborateurs. Les ventes sous enseignes de la marque s'établissaient par ailleurs à 103,5 M€, pour un ticket moyen de 24,84€ TTC.

Figure 6 - Nombre de restaurants HIPPOPOTAMUS depuis 2015



Sources : DDR 2015 à 2019, DEU 2020 et 2021 de la Société

Présentation de l'activité « Brasseries »

La branche *Brasseries* regroupe des établissements parisiens aux noms célèbres avec un passé culturel, artistique et un cadre authentique Art déco comme LA COUPOLE, LE VAUDEVILLE, LE BOFINGER, TERMINUS NORD, et dans une moindre mesure le BISTRO DES CHAMPS (en lieu et place de l'ancien BISTRO ROMAIN des Champs-Élysées).

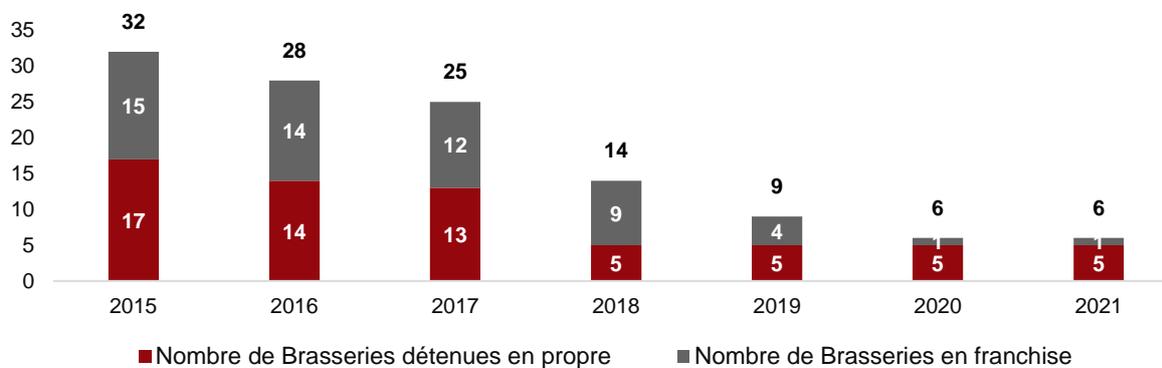
Comme pour la marque HIPPOPOTAMUS, le GROUPE FLO a fait le choix de se concentrer sur quelques établissements dont les potentiels de développement et de rentabilité sont apparus les plus importants. La Société a dès lors mis en œuvre un plan de cession de ses brasseries en France et à l'étranger¹³.

En 2018, le plan de cession des *Brasseries* en France a été achevé avec 7 cessions de restaurants détenus en propre (JULIEN, BRASSERIE FLO, PETIT BOFINGER VINCENNES, BRASSERIE DU THEATRE, LE BŒUF SUR LE TOIT, BALZAR, et LES BEAUX ARTS) et 4 cessions de restaurants franchisés. En 2019, 5 autres restaurants franchisés ont été cédés, et 3 supplémentaires en 2020. Le périmètre en France se composait de 6 restaurants au 31 décembre 2021, regroupant LE VAUDEVILLE, LA COUPOLE, A LA FOLIE SUR SEINE (donné en location-gérance), LE BISTRO DES CHAMPS, TERMINUS NORD ainsi que LE BOFINGER. LE BISTRO DES CHAMPS, le TERMINUS NORD, ainsi que LE BOFINGER ont été rénovés respectivement en mars 2019, en août 2019 et durant la fermeture administrative des restaurants en 2021.

¹³ AUX ARMES DE BRUXELLES étant cédé en 2017, et LA BRASSERIE FLO à Barcelone étant cédée en avril 2019.

En 2021, les Brasseries de GROUPE FLO regroupaient 370 collaborateurs gérés en direct. Les ventes sous enseignes de cette activité s'établissaient à 16,6 M€, pour un ticket moyen de 50,10€ TTC.

Figure 7 - Nombre de restaurants Brasseries depuis 2015



Sources : DDR 2015 à 2019, DEU 2020 et 2021 de la Société

Présentation de l'activité « Concessions »

Les *Concessions* correspondent aux activités développées dans le cadre de contrats de location-gérance ou de mandats de gestion accordés à la Société. GROUPE FLO reverse aux concédants une redevance calculée sur la base d'un pourcentage du chiffre d'affaires réalisé.

Les *Concessions* sont principalement implantées aux abords du parc DISNEYLAND PARIS au DISNEY VILLAGE, au JARDIN DES PLANTES.

En mars 2022, la presse annonce la reprise d'une troisième concession au DISNEY VILLAGE, la BRASSERIE ROSALIE (autrefois appelée CAFE MICKEY), par GROUPE BERTRAND¹⁴. Cette concession sera gérée au niveau de GROUPE FLO, à l'instar de l'autre concession sur le site du parc DISNEYLAND PARIS.

¹⁴ Source : Article « Le Groupe Bertrand va gérer une grande brasserie dans la nouvelle version de Disney Village » via Business & Marchés

4.2 Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de GROUPE Flo

4.2.1 Présentation du marché de la Consommation Alimentaire Hors Domicile (CAHD)

La gastronomie française constitue l'un des facteurs d'attractivité touristique de la France. L'inscription à l'UNESCO du repas gastronomique français explique en partie les 40% de chiffre d'affaires hors taxe du tourisme international en France portés par la Restauration. Le marché français de la consommation alimentaire hors domicile représentait ainsi 85,7 Mds € en 2021.

Figure 8 – Répartition du nombre d'établissements de la CAHD par secteur d'activité en 2021

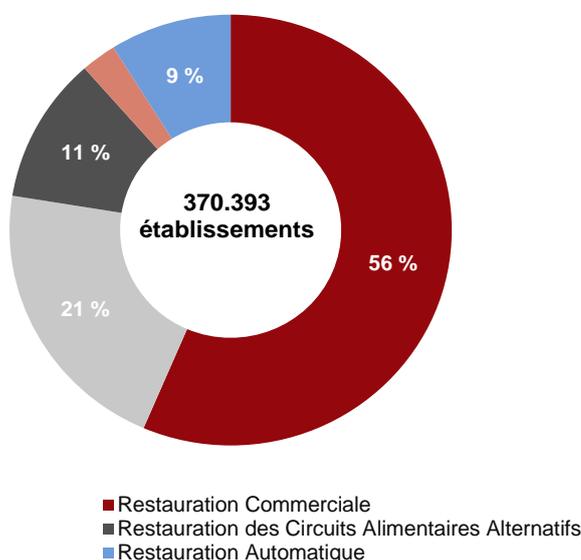
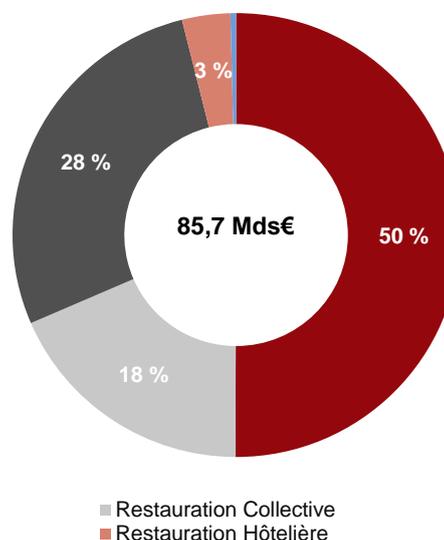


Figure 9 - Répartition du chiffre d'affaires de la CAHD par secteur d'activité en 2021



Sources : GIRA CONSEIL 2021, DEU 2021 de la Société

Ce marché peut être subdivisé en cinq secteurs d'activité, que nous présentons ci-après :

- La Restauration commerciale regroupe la Restauration traditionnelle (service à table) et la restauration rapide avec des enseignes structurées ou des établissements indépendants. En 2021, le chiffre d'affaires généré par ce secteur s'élevait à 42,9 Mds€ (50% du chiffre d'affaires du marché), principalement soutenu par le segment de la Restauration traditionnelle qui générait 42% du chiffre d'affaires de la CAHD la même année ;
- La Restauration collective regroupe toutes les activités de préparation et de fourniture de repas aux personnes travaillant dans des entreprises publiques ou privées, des collectivités, des organisations ou des organismes publics ou privés. En 2021, le chiffre d'affaires généré par ce secteur s'élevait à 15,8 Mds€ (18% du marché) ;

- La Restauration des circuits alimentaires alternatifs regroupe les commerces proposant un service de restauration comme les boulangeries/pâtisseries, les charcuteries, les grandes surfaces alimentaires, les stations-service, ainsi que les plateformes de livraison de repas à domicile qui ont gagné des parts de marché ces dernières années. En 2021, le chiffre d'affaires généré par ce secteur s'élevait à 23,6 Mds€ (28% du marché) ;
- La Restauration hôtelière est représentée par l'ensemble des enseignes de restauration structurées et des établissements indépendants intégrés à un service d'hébergement. En 2021, le chiffre d'affaires généré par ce secteur s'élevait à 3,0 Mds€ (3% du marché) ;
- La Restauration automatique couvre les établissements proposant des sandwiches, des plats à réchauffer et des soupes *via* des automates. En 2021, le chiffre d'affaires généré par ce secteur s'élevait à 0,3 Md€.

GRUPE FLO est positionné sur le marché de la Restauration commerciale et plus particulièrement la Restauration traditionnelle.

Nous présentons ci-après l'évolution par secteur d'activité du chiffre d'affaires généré par la CAHD ainsi que celle du nombre d'établissements qu'elle regroupe entre 2017 et 2021.

Figure 10 - Evolution du nombre d'établissements de la CAHD par secteur d'activité entre 2017 et 2021 (en k)

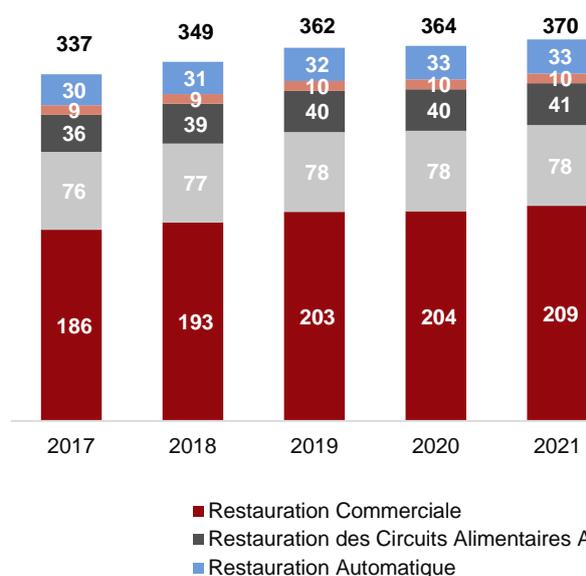
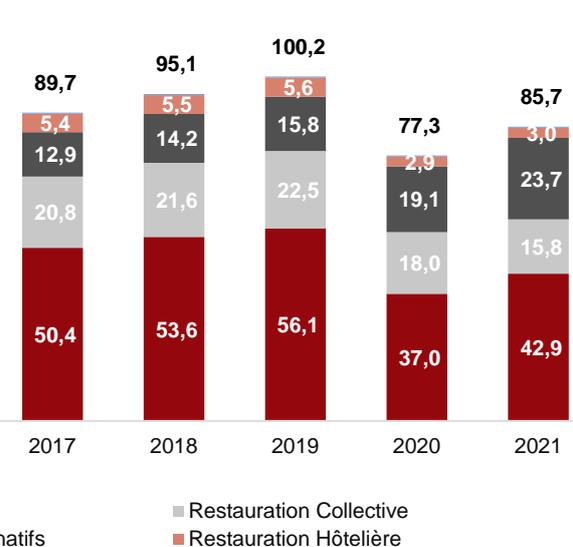


Figure 11 - Evolution du chiffre d'affaires de la CAHD par secteur d'activité entre 2017 et 2021 (en Mds €)



Source : GIRA CONSEIL 2021, DDR 2017, 2018 et 2019 et DEU 2020 et 2021 de la Société

En 2017 et 2019, le marché de la CAHD bénéficie d'un effet périmètre positif (+ 25 milliers d'établissements) lui permettant d'enregistrer un chiffre d'affaires en progression annuelle moyenne de 5,5% sur cette période. Cet effet périmètre est notamment soutenu par les secteurs de la Restauration commerciale et des circuits alimentaires alternatifs dont le nombre d'établissements progresse de 4,5%.

La progression du nombre d'établissements et du chiffre d'affaires réalisé par les circuits alimentaires alternatifs est à mettre en regard du développement de la consommation « sur le pouce », au détriment de la Restauration commerciale traditionnelle. Ce mode de consommation est principalement représenté par des enseignes de grande distribution telles que FRANPRIX, CARREFOUR et PICARD.

Malgré de développement de la consommation « sur le pouce », la Restauration commerciale traditionnelle bénéficie (i) d'un retour à l'appétence des consommateurs pour la cuisine traditionnelle de qualité et (ii) de l'évolution des modes de consommation des français qui s'orientent progressivement vers une alimentation plus saine et des régimes alimentaires spéciaux (sans gluten, sans lactose, végan, etc.).

Par ailleurs, l'attrait pour une alimentation plus qualitative et plus équilibrée oblige les restaurateurs à se tourner vers des produits plus qualitatifs, permettant ainsi une revalorisation des prix de vente soutenant en conséquence la progression du chiffre d'affaires sur ces secteurs.

Sur la période observée, cette progression est toutefois endiguée par les diverses tensions sociales en France (grèves SNCF, mouvements des « Gilets Jaunes », blocages routiers) ayant entraîné une baisse de la fréquentation des établissements.

La crise sanitaire liée à la pandémie de la Covid-19 intervenue en France début 2020, ainsi que les dispositifs mis en place par le gouvernement afin d'y faire face (fermetures administratives, restriction des déplacements et du tourisme) ont entraîné une forte contraction de la fréquentation des établissements de restauration. Cette contraction a induit un recul du chiffre d'affaires du marché de la CAHD qui est passé de 100,2 Mds€ en 2019 à 77,3 Mds€ en 2020, soit une baisse de 22,9 Mds€ (-22,9%). La levée progressive des restrictions sanitaires au cours de l'année 2021 a cependant permis une reprise de l'activité sur le marché de la CAHD et un léger rebond du chiffre d'affaires généré qui s'établit à 85,7 Mds€ (+8,5 Mds€ par rapport à l'année précédente) mais qui demeure toutefois à un niveau inférieur à celui de 2019.

La stabilité du nombre d'établissements sur le marché de la CAHD entre 2019 et 2021 est à mettre en regard des dispositifs d'aides mis en place par l'Etat (PGE, chômage partiel, exonération de charges patronales, aide au paiement URSSAF, etc.) afin d'aider ces acteurs à faire face aux difficultés opérationnelles rencontrées afin de limiter le nombre de fermetures.

4.2.2 Présentation du secteur de la Restauration commerciale

Le secteur de la Restauration commerciale concentre la plus importante part du chiffre d'affaires de la CAHD. Nous présentons ci-après l'évolution du chiffre d'affaires réalisé par les sociétés opérant sur ce secteur, ainsi que du nombre d'établissements que celui-ci regroupe, entre 2017 et 2021.

Figure 12 - Evolution du nombre d'établissements dans le secteur de la Restauration commerciale entre 2017 et 2021

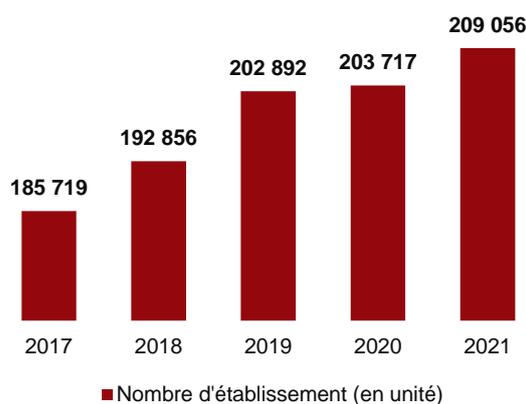
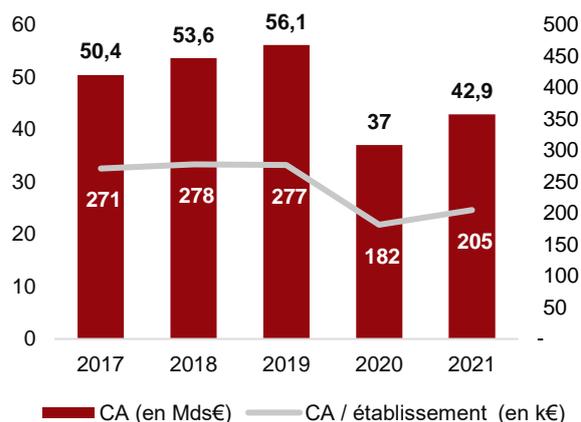


Figure 13 - Evolution du chiffre d'affaires dans le secteur de la Restauration commerciale entre 2017 et 2021



Sources : XERFI - « Restauration traditionnelle et cafétérias » 2022, GIRA CONSEIL 2021, DDR 2017, 2018 et 2019 et DEU 2020 et 2021 de la Société

La croissance du chiffre d'affaires du secteur de la Restauration commerciale est principalement portée par un effet périmètre positif avec, notamment, un nombre d'ouvertures (net de fermeture) de 17.173 établissements entre 2017 et 2019. Cette évolution concerne principalement les enseignes BUFFALO GRILL, COURTEPAILLE ou AU BUREAU, qui ont entrepris une expansion importante de leurs parcs d'établissements au cours des dernières années. L'expansion du secteur de la Restauration commerciale est également portée par la croissance de la restauration rapide, bénéficiant du développement de la digitalisation et démontrant une bonne capacité d'adaptation aux nouvelles pratiques de la restauration.

A l'instar des acteurs des autres secteurs du marché de la CAHD, l'activité des acteurs de la Restauration commerciale a été fortement affectée par la crise sanitaire au cours des années 2020 et 2021, qui s'est traduite par un fort recul du chiffre d'affaires sur la période, le nombre d'établissements demeurant stables (voire en légère hausse) par ailleurs.

Segmentation du secteur par ticket moyen

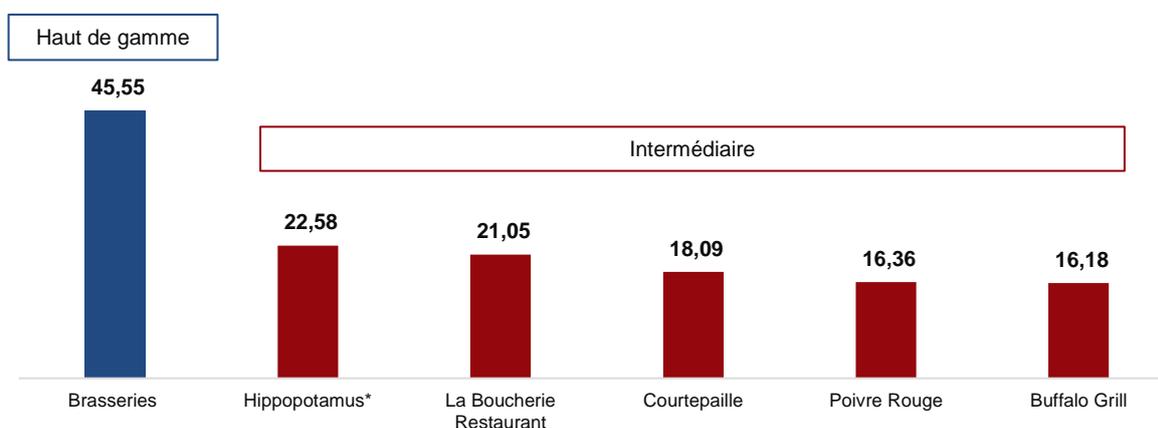
La Restauration commerciale peut également être subdivisée en six segments selon le montant du ticket moyen hors taxe (HT) :

- Le segment « super économique » qui correspond à des repas dont le ticket moyen est inférieur à 11,00 € HT ;

- Le segment « économique » qui correspond à des repas dont le ticket moyen est compris entre 11,00 € et 16,00 € HT ;
- Le segment « intermédiaire » avec des tickets moyens entre 16,00 € et 23,00 € HT. Le ticket moyen 2020 d'**HIPPOPOTAMUS**, s'élevant à 22,58 € HT en moyenne, cette enseigne se situe sur ce segment.
- Le segment « supérieur » avec des tickets moyens entre 23,00 € et 33,00 € HT.
- Le segment « haut de gamme » avec des tickets moyens entre 33,00 € et 50,00 €. Le ticket moyen des **Brasseries**, s'élevant en moyenne à 50,10 € TTC, soit 45,55 € HT, cette enseigne se situe au sein de ce segment.
- Le segment « luxe » avec des tickets moyens supérieurs à 50,00 € HT.

Nous présentons ci-après le ticket moyen HT de certaines enseignes opérant sur le secteur de la Restauration commerciale.

Figure 14 - Ticket moyen HT en 2022 par enseigne et rapport à la concurrence (en €)



*Données 2021

Source : XERFI - « Restauration traditionnelle et cafétérias » 2022, GIRA CONSEIL 2021

En 2021, les établissements proposant une offre alimentaire dont le ticket moyen était inférieur à 16,00 € HT représentaient 57% du chiffre d'affaires du segment de la Restauration commerciale, soit 9 points de plus qu'en 2019, au détriment des segment « haut de gamme » et « luxe » qui représentent conjointement 17% du chiffre d'affaires réalisé par le segment.

4.2.3 Présentation des acteurs du secteur de la Restauration commerciale en France

Plusieurs typologies d'acteurs interviennent au sein de la Restauration commerciale : (i) les chaînes, (ii) les groupes, (iii) les « Cafés Bars Brasseries », représentés par l'ensemble des établissements qui réalisent au moins 50% de leur chiffre d'affaires en restauration, et (iv) les indépendants.

Nous présentons ci-après la répartition des établissements du secteur de la Restauration commerciale en France par typologie d'acteurs, ainsi que celle du chiffre d'affaires qu'ils ont généré, en 2021.

Figure 15 - Répartition du nombre d'établissements au sein de la Restauration commerciale en France par typologie d'acteurs en 2021

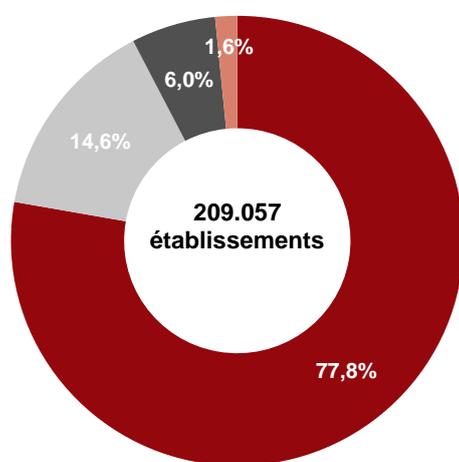
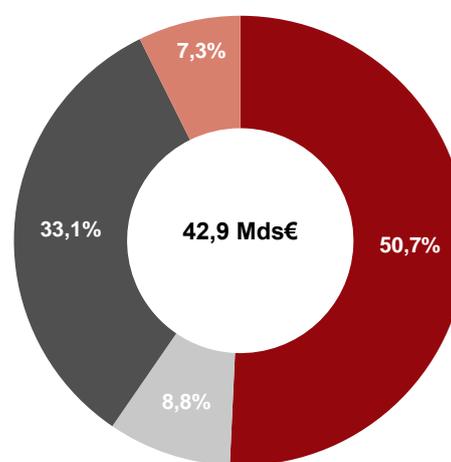


Figure 16 - Répartition du chiffre d'affaires au sein de la Restauration commerciale en France par typologie d'acteurs en 2021



■ Indépendants ■ Cafés Bars Brasseries ■ Chaînes ■ Groupes

Sources : XERFI - « Restauration traditionnelle et cafétérias » 2022, GIRA CONSEIL 2021, DDR 2018 et DEU 2021 de la Société

Le secteur de la Restauration commerciale est principalement représenté par les établissements indépendants qui représentent 77,8% du parc d'établissements du secteur pour 50,7% de son chiffre d'affaires en 2021. Par ailleurs, bien que les chaînes ne représentent que 6,0% du parc d'établissement du secteur, celles-ci concentrent 33,1% du chiffre d'affaires de celui-ci.

Les « Cafés Bars Brasseries » et les groupes représentent quant à eux respectivement 14,6% et 1,6% du parc d'établissement du secteur, pour 8,8% et 7,3% du chiffre d'affaires.

Les chaînes au sein de la Restauration commerciale

Les principales chaînes intervenant sur le marché de la Restauration commerciale peuvent être subdivisées en sous-segment, comme présentées ci-après.

Figure 17 - Présentation des principales chaînes par sous-segment au sein de la Restauration commerciale en France



Sources : XERFI - « Restauration traditionnelle et cafétérias » 2022, GIRA CONSEIL, DEU 2021 de la Société

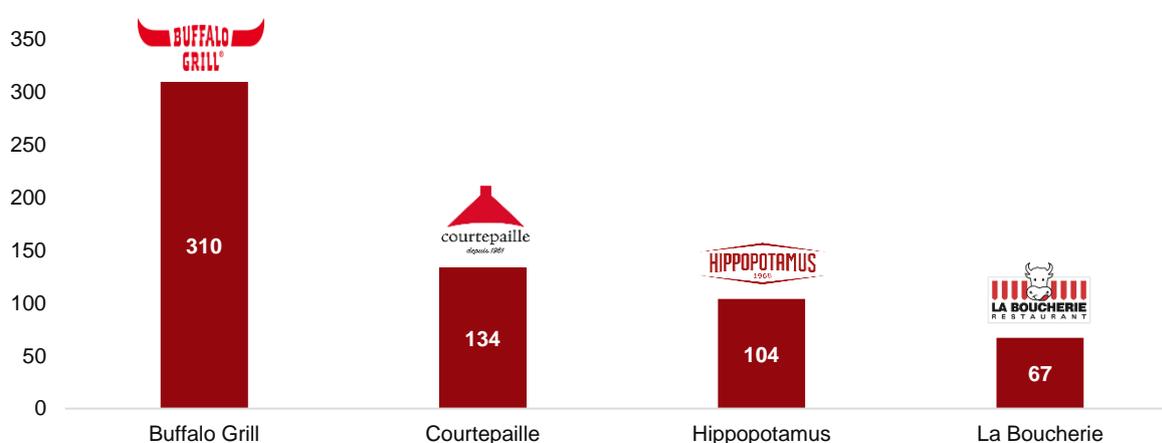
Les chaînes opérant sur le secteur de la Restauration commerciale peuvent être catégorisées en plusieurs sous-segments :

- La restauration rapide à l'Anglo-Saxonne dont l'activité principale est la commercialisation de produits anglo-saxons de types Hamburgers, poulet frit etc. (MCDONALD'S, BURGER KING, KFC, etc.) ;
- La restauration rapide à la Française dont l'activité principale est la commercialisation de sandwiches (PAUL, BRIOCHE DOREE, SUBWAY, etc.) ;
- La restauration thématisée dont l'activité principale est axée sur une thématique forte et identifiable (AU BUREAU, PLANET SUSHI, LEON, etc.) ;
- La restauration rapide thématisée (STARBUCKS, SUSHI SHOP, O'TACOS, etc.) ;

- Le Grill dont l'activité principale est la commercialisation de viande (HIPPOPOTAMUS, BUFFALO GRILL, etc.) ;
- Les cafeterias dont l'activité repose sur la distribution en self-service et sur plateau (FLUNCH, IKEA, etc.) ;
- La pizzeria dont l'activité principale est la commercialisation de pizzas (DEL ARTE, WOODIZ, etc.).

Nous présentons ci-après les principales chaînes de Restauration traditionnelle positionnées sur le sous-segment Grill en 2021.

Figure 18 – Chiffre d'affaires des principaux acteurs du sous-segment Grill en 2021 (M€)



Source : XERFI - « Restauration traditionnelle et cafétérias » 2021, DEU 2021 de la Société

En 2021, en termes de chiffre d'affaires, HIPPOPOTAMUS se situe à la troisième position du sous-segment *Grill*, derrière les chaînes BUFFALO GRILL et COURTEPAILLE et devant LA BOUCHERIE.

4.2.4 Perspectives du secteur de la Restauration commerciale

Le marché de la Consommation Alimentaire Hors Domicile (CAHD) en France est un marché à forte concurrence où les économies d'échelle sont clefs pour optimiser les niveaux de marges, tandis que l'évolution de l'activité est contrastée selon les profils. La restauration rapide reste la première concurrente directe de la Restauration traditionnelle (ticket moyen moins élevé, grande variété de choix culinaires et de concepts, digitalisation plus avancée, etc.). Les acteurs de la Restauration commerciale doivent également faire face à la multiplication de nouveaux acteurs et des substituts nés durant la crise sanitaire, dans un contexte de fermeture des restaurants traditionnels et de baisse de la fréquentation des établissements de restauration.

Dans ce contexte, de nombreux acteurs de la Restauration traditionnelle doivent repositionner leur marque en revisitant l'identité visuelle des restaurants, à l'instar du recentrage stratégique réalisé par GROUPE FLO autour de sa marque HIPPOPOTAMUS, et en adaptant les cartes aux nouveaux régimes alimentaires (végan, sans gluten, sans lactose, etc.).

Par ailleurs, le secteur de la Restauration commerciale bénéficie depuis février 2022 de la levée totale des restrictions mises en place durant la crise sanitaire, de la reprise économique et du tourisme en France.

Cette reprise est cependant nuancée par une forte inflation du prix des matières premières et de l'énergie liée au conflit russo-ukrainien intervenu en février 2022. En effet, ce conflit a entraîné des répercussions sur les cours agricoles, qui ont augmenté de plus de 20% en 2022, en raison d'un fort rebond de la demande, induisant mécaniquement une augmentation marquée du coût des achats de matières premières et de marchandises pour les restaurateurs. Par ailleurs, la crise énergétique induite par ce conflit a entraîné une forte inflation globale, estimée par l'INSEE à +5,2% en France en 2022.

Cette double inflation a ainsi engendré (i) l'augmentation des coûts d'approvisionnement pour les restaurateurs, (ii) l'augmentation de leurs frais généraux et (iii) une baisse du pouvoir d'achats des ménages.

Dans ce contexte, les acteurs de la Restauration commerciale sont amenés à effectuer davantage d'arbitrages budgétaires et adapter leurs offres à l'évolution des modes de consommation de leurs clients afin de limiter l'impact de la baisse du pouvoir d'achat sur la fréquentation de leurs établissements.

Les restaurateurs traditionnels sont par ailleurs confrontés à des difficultés de recrutement en 2022 et doivent faire face à une pénurie de main-d'œuvre susceptibles de limiter le développement de leur activité. Afin d'accroître l'attractivité du secteur, la grille salariale de la convention collective des hôtels, cafés et restaurants (HCR) a fait l'objet d'une revalorisation (de 16,33% en moyenne) entrée en vigueur le 1^{er} avril 2022. Celle-ci fixe également le salaire minimum de la branche à un niveau supérieur de 5% à celui du SMIC¹⁵. Cette revalorisation revêt un enjeu majeur pour les acteurs de la Restauration commerciale puisqu'elle représente (i) un moyen de renforcer leur effectif et de développer leur activité mais aussi (ii) un coût supplémentaire de nature à peser sur leur marge opérationnelle.

¹⁵ Source : XERFI - « Restauration traditionnelle et cafétérias » 2022

4.3 Analyse financière de Groupe FLO

Les comptes consolidés de GROUPE FLO des 5 derniers exercices ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des commissaires aux comptes, les cabinets CONSTANTIN ASSOCIES, KPMG AUDIT, et FIDAUDIT (jusqu'à l'exercice 2019 inclus).

4.3.1 Compte de résultat consolidé du Groupe sur la période 2017 – 2022

L'évolution du compte de résultat consolidé du GROUPE FLO de 2017 à 2021 est résumée ci-après.

Tableau 3 – Compte de résultat consolidé de GROUPE FLO entre 2017 et 2021

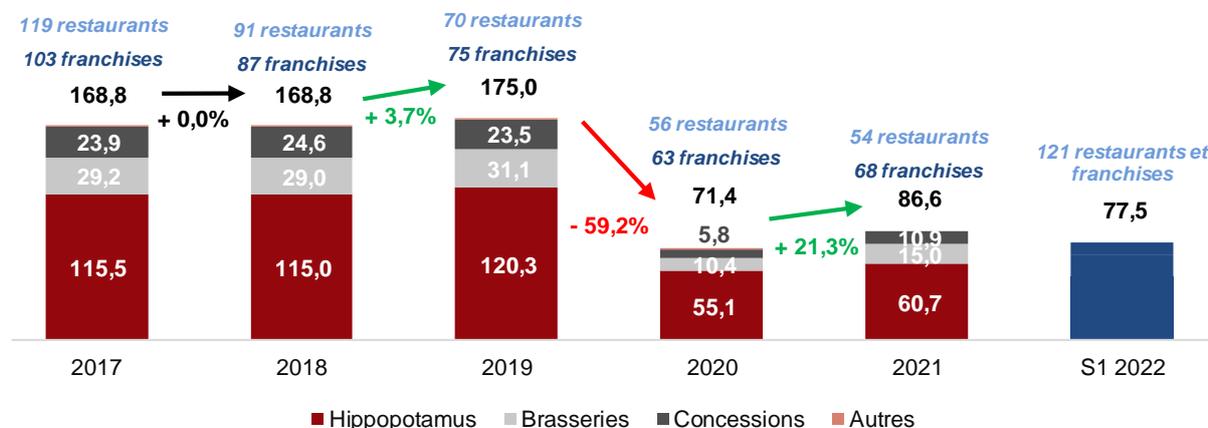
En M€	Avant IFRS 16		Après IFRS 16		
	2017	2018	2019	2020	2021
Chiffre d'affaires	168,8	168,8	175,0	71,4	86,6
<i>% de croissance</i>	<i>n.a.</i>	<i>0 %</i>	<i>3,7 %</i>	<i>(59,2)%</i>	<i>21,3 %</i>
Coûts d'approvisionnement	(32,4)	(33,4)	(36,0)	(13,8)	(17,9)
Charges de personnel	(85,5)	(85,7)	(86,2)	(40,6)	(43,0)
Autres frais opérationnels	(57,5)	(49,6)	(34,9)	(7,4)	(12,8)
EBITDA	(6,6)	0,1	17,9	9,6	12,9
<i>% du CA</i>	<i>(3,9)%</i>	<i>0,1 %</i>	<i>10,2 %</i>	<i>13,4 %</i>	<i>14,9 %</i>
Dotations aux amortissements (nettes de reprises)	(5,6)	(4,5)	(15,3)	(18,3)	(19,9)
Autres produits et charges non courants	(36,4)	4,4	(7,8)	(2,9)	4,9
Résultat opérationnel	(48,6)	-	(5,2)	(11,6)	(2,1)
<i>% du CA</i>	<i>(28,8)%</i>	<i>0 %</i>	<i>(3,0)%</i>	<i>(16,2)%</i>	<i>(2,4)%</i>
Résultat financier	22,7	(1,5)	(2,4)	(3,6)	(4,0)
Résultat avant impôt	(25,9)	(1,5)	(7,6)	(15,2)	(6,1)
<i>% du CA</i>	<i>(15,3)%</i>	<i>(0,9)%</i>	<i>(4,3)%</i>	<i>(21,3)%</i>	<i>(7,0)%</i>
Impôts	(3,6)	(2,2)	(1,4)	(0,6)	(0,3)
QP du résultat des SME	0,1	-	(0,6)	-	-
Part des minoritaires	-	(0,1)	0,2	0,5	0,5
Résultat net des activités non poursuivies	(20,8)	(2,2)	(2,9)	(1,8)	(1,1)
Résultat net (part du groupe)	(50,1)	(6,0)	(12,3)	(17,1)	(7,0)
<i>% du CA</i>	<i>(29,7)%</i>	<i>(3,6)%</i>	<i>(7,0)%</i>	<i>(23,9)%</i>	<i>(8,1)%</i>

Sources : DDR 2017, 2018 et 2019, DEU 2020 et 2021 de la Société, analyses FINEXSI

L'EBITDA de la Société enregistre une hausse importante depuis 2019 en raison de l'entrée en vigueur de la norme IFRS 16 relative aux contrats de location. A titre d'information, l'impact de l'application d'IFRS 16 sur l'EBITDA 2019 est de 11,1 M€. Aussi, les exercices 2020, 2021 et le premier semestre 2022 ont été affectés par la crise sanitaire liée à la pandémie de la Covid-19 qui a entraîné une forte contraction de l'activité par rapport aux exercices précédents.

Chiffre d'affaires

Figure 19 – Evolution du chiffre d'affaires et du nombre de restaurants détenus en propre par le GROUPE FLO entre 2017 et 2021 (en M€)



Sources : DDR 2017, 2018 et 2019, DEU 2020 et 2021 de la Société, analyses FINEXSI

Le chiffre d'affaires de la Société est principalement généré par ses restaurants de la marque HIPPOPOTAMUS, ceux-ci représentant la grande majorité de son parc d'établissement (cf. §4.1.4).

Le chiffre d'affaires HIPPOPOTAMUS correspond aux revenus générés par les restaurants détenus en propre (42 restaurants en 2021) ainsi qu'aux redevances sur chiffre d'affaires reversés par les franchisés (61 restaurants en 2021) et les droits d'entrée des nouveaux franchisés.

Entre 2017 et 2019, le chiffre d'affaires de la Société, porté par l'activité des branches HIPPOPOTAMUS et Brasseries, augmente légèrement, à un rythme annuel moyen de 1,8%, en dépit de la cession d'un nombre important d'établissements du parc de GROUPE FLO (cf. §4.1.4), et d'un contexte de recul du marché du *Grill* en conséquence du mouvement des gilets jaunes. Cette évolution est à mettre en regard de la forte hausse de la fréquentation à la réouverture des établissements conservés et rénovés dans le cadre du plan stratégique initiée par le Groupe en 2017. Dans ce contexte, les restaurants HIPPOPOTAMUS conservés et rénovés ont généré un chiffre d'affaires en hausse de 25%, depuis leurs réouvertures en 2018¹⁶. La branche Concession génère quant à elle un chiffre d'affaires en baisse de 1,7% entre 2017 et 2019, son activité étant marquée par une diminution nette de deux établissements.

La pandémie de la Covid-19 et les mesures mises en place par le gouvernement afin d'y faire face ont entraîné une forte contraction de l'activité pour tous les acteurs de la Restauration commerciale en 2020 et 2021 (cf. §4.2.2). Dans ce contexte, le chiffre d'affaires réalisé par GROUPE FLO s'est fortement contracté en 2020 sur l'ensemble de ses segments, à savoir la branche HIPPOPOTAMUS (-54,2%), la branche Brasseries (-66,6%) et la branche Concessions (-75,3%).

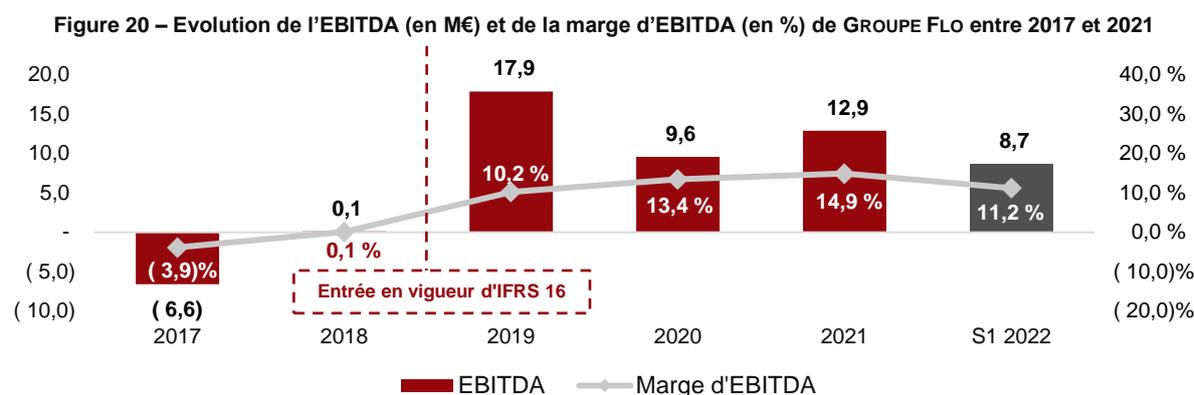
La reprise économique post-crise sanitaire en 2021 et l'allègement des restrictions gouvernementales ont permis un léger rebond de l'activité sur l'ensemble des segments d'activités de la Société, dont le chiffre d'affaires s'établit à 86,6 M€ en 2021, soit une hausse de 21,3% par rapport à l'exercice précédent.

¹⁶ Sources : Communiqué de presse de la Société du 20 février 2019

La poursuite de certaines mesures gouvernementales influençant négativement le marché de la Restauration commerciale continue d'endiguer la reprise de l'activité de GROUPE FLO au cours du 1^{er} trimestre 2022. La levée progressive de ces différentes restrictions à compter du 16 février 2022, mais surtout du pass vaccinal le 14 mars 2022, permet une reprise totale de l'activité du groupe. Il est à noter que les coûts d'approvisionnement et les dépenses d'énergie du Groupe ont été impactés en raison de la guerre en Ukraine. Au 30 septembre 2022, GROUPE FLO enregistrait un chiffre d'affaires de 118,1 M€.

EBITDA

Nous présentons ci-après l'évolution de l'EBITDA et de la marge d'EBITDA (en pourcentage du chiffre d'affaires) du GROUPE FLO entre 2017 et 2021.



Sources : DDR 2017, 2018 et 2019, DEU 2020 et 2021 de la Société, analyses FINEXSI

Sur la période observée, l'évolution de l'EBITDA et de la marge d'EBITDA de la Société est principalement influencée par (i) le plan de redressement et le recentrage stratégique de GROUPE FLO initié en 2017, (ii) l'entrée en vigueur de la norme IFRS 16 à partir du 1^{er} janvier 2019 qui impact l'EBITDA 2019 de la Société à hauteur de 11,1 M€, (iii) la crise sanitaire liée à la Covid-19 intervenue en 2020 ainsi que les différentes mesures gouvernementales mises en place pour y faire face et (iv) la reprise économique permise par la levée progressive des restrictions sanitaires à partir de 2021.

Nous détaillons ci-après l'EBITDA de chacune des branches d'activité de la Société.

Figure 21 – Evolution et ventilation par branche d'activité de l'EBITDA (en M€), de la contribution à l'EBITDA opérationnel (en %), et de la marge d'EBITDA (en %) de GROUPE FLO entre 2017 et 2021

En M€	Avant IFRS 16						Après IFRS 16								
	2017			2018			2019			2020			2021		
	EBITDA	Contrib.*	Marge**	EBITDA	Contrib.*	Marge**	EBITDA	Contrib.*	Marge**	EBITDA	Contrib.*	Marge**	EBITDA	Contrib.*	Marge**
Hippopotamu	2,7	41,5 %	2,3 %	8,7	64,0 %	7,6 %	20,7	66,3 %	17,2 %	6,6	64,7 %	12,0 %	12,9	73,3 %	21,3 %
Brasseries	0,2	3,1 %	0,7 %	1,3	9,6 %	4,5 %	5,7	18,3 %	18,3 %	2,0	19,6 %	19,2 %	3,4	19,3 %	22,7 %
Concessions	3,6	55,4 %	15,1 %	3,6	26,5 %	14,6 %	4,8	15,4 %	20,4 %	1,6	15,7 %	27,6 %	1,3	7,4 %	11,9 %
EBITDA opé.	6,5	100,0 %	3,9 %	13,6	100,0 %	8,1 %	31,2	100,0 %	17,8 %	10,2	100,0 %	14,3 %	17,6	100,0 %	20,3 %
Autres***	(13,1)	n.a.	n.a.	(13,5)	n.a.	n.a.	(13,3)	n.a.	n.a.	(0,6)	n.a.	n.a.	(4,7)	n.a.	n.a.
EBITDA	(6,6)	n.a.	(3,9)%	0,1	n.a.	0,1 %	17,9	n.a.	10,2 %	9,6	n.a.	13,4 %	12,9	n.a.	14,9 %

(*) Contribution à l'EBITDA opérationnel (hors Autres)

(**) Marge d'EBITDA du segment d'activité

(***) Inklus les frais de siège et les éliminations des activités intragroupes

Sources : DDR 2017, 2018 et 2019, DEU 2020 et 2021 de la Société, analyses FINEXSI

En 2017, l'EBITDA de la Société s'établit à -6,6 M€, en raison d'importantes difficultés opérationnelles. Le recentrage stratégique sur ses établissements les plus rentables avec (i) la cession de 77 établissements (dont 48 restaurants HIPPOPOTAMUS) entre 2017 et 2019, (ii) la rénovation de l'ensemble des restaurants HIPPOPOTAMUS conservés par GROUPE FLO ainsi que des efforts d'optimisation des coûts réalisés par le Groupe lui permet toutefois de réaliser d'importantes économies sur ses charges opérationnelles (-7,7 M€)¹⁷ et d'enregistrer un EBITDA à l'équilibre dès 2018.

La majorité du parc d'établissements de GROUPE FLO, notamment sur l enseigne HIPPOPOTAMUS, étant exploitée au travers de baux commerciaux (cf. §4.1.4), l'entrée en vigueur de la norme IFRS 16 au 1^{er} janvier 2019 a sensiblement influencé l'EBITDA de la Société qui s'établit à 17,9 M€. Les performances opérationnelles continuent toutefois de s'apprécier par ailleurs, l'EBITDA avant prise en compte de l'IFRS 16 s'établissant à 6,8 M€¹⁸, soit 3,9% du chiffre d'affaires.

En 2020 et en 2021, les performances opérationnelles de GROUPE FLO sont marquées par le fort ralentissement de son activité en lien avec la crise sanitaire. Le groupe réalise ainsi des EBITDA de 9,6 M€ en 2020 et de 12,9 M€ en 2021, respectivement inférieurs de -46,3% et -27,9% par rapport à 2019, reflétant notamment l'évolution du chiffre d'affaires sur la même période. Cette contraction des performances est toutefois légèrement compensée par (i) le recours de la Société au chômage partiel, (ii) la conduite de négociations avec des bailleurs visant la suspension des loyers pour certains établissements pendant la période de fermeture administrative et (iii) une suspension partielle de certains contrats d'approvisionnement¹⁹.

La Société est parvenue à réaliser des marges d'EBITDA de 13,4% en 2020 et 14,9% en 2021, en progression de respectivement +3,2 points et +4,7 points par rapport à 2019. Cette croissance de la marge est également soutenue par la poursuite, bien que ralentie par la crise sanitaire, du plan de redressement de GROUPE FLO sur son parc de restaurants HIPPOPOTAMUS (cessions et rénovations) et sur ses brasseries (cessions) qui réalisent des marges d'EBITDA en progression de respectivement +4,1 points et +4,4 points entre 2019 et 2021.

A titre informatif, nous précisons que les EBITDA réalisés par GROUPE FLO sur les exercices 2020 et 2021, avant la prise en compte d'IFRS 16, s'établissent respectivement à -1,4 M€ et 1,0 M€.

En 2022, le Groupe est impacté par la hausse des coûts d'approvisionnement entraînée par la crise énergétique et la hausse du prix des matières premières induite par le conflit russo-ukrainien qui s'est accentué à partir de février 2022. Dans ce contexte, GROUPE FLO réalisé un EBITDA qui s'établit à 8,7 M€ au 30 juin 2022, soit 11,2% du chiffre d'affaires.

¹⁷ Sources : Communiqué de presse de l'entreprise du 20 février 2019

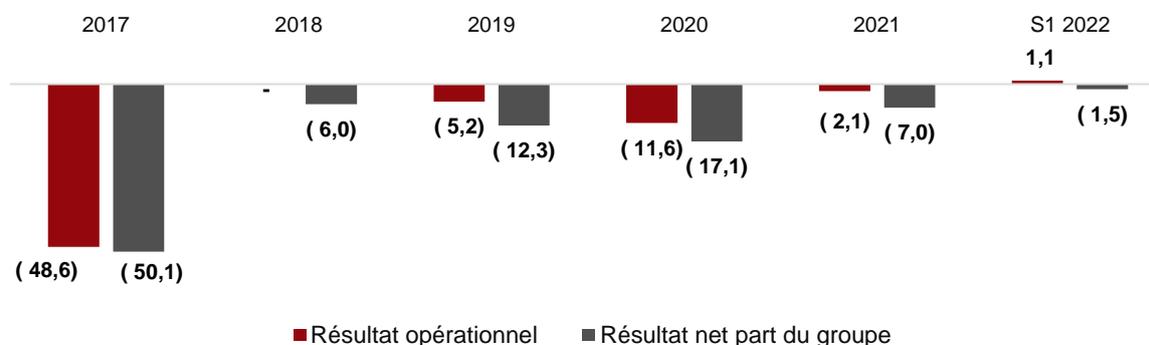
¹⁸ Source : DEU 2021 de la Société

¹⁹ Source : DEU 2021 de la Société

Résultat opérationnel et résultat net

Nous présentons ci-après l'évolution du résultat opérationnel et du résultat net de GROUPE FLO entre 2017 et 2021.

Figure 22 – Evolution du résultat opérationnel et du résultat net part de GROUPE FLO entre 2017 et 2021 (en M€)



Sources : DDR 2017, 2018 et 2019, DEU 2020 et 2021 de la Société, analyses FINEXSI

En 2017, le résultat opérationnel de GROUPE FLO s'établit à -48,6 M€ et reflète les difficultés opérationnelles rencontrées par le groupe avant le recentrage stratégique initié en 2017. En effet, compte tenu de ces difficultés, des indices de pertes de valeur résultant des tests de dépréciations ont été constatés pour un montant total de 43,9 M€ dont 18,2 M€ sur la marque HIPPOPOTAMUS et 19,7 M€ sur les actifs de la branche Brasseries. Ces provisions pour dépréciations sont toutefois compensées en partie par un produit financier de 28,6 M€ lié au renoncement par les banques d'une partie de leurs créances dans le cadre de la restructuration de la dette de GROUPE FLO.

Sur le reste de la période observée, le résultat opérationnel de GROUPE FLO demeure négatif en raison (i) du niveau élevé des dotations aux amortissements en lien avec l'importance des coûts de rénovations des établissements ayant été immobilisés, (ii) de la dégradation des performances opérationnelles dans un contexte de crise sanitaire à partir de l'exercice 2020. Dans ce contexte, le résultat opérationnel de la Société atteint un point bas en 2020 (-11,6 M€) et s'établit à -2,1 M€ en 2021, l'activité de la Société ayant bénéficié de la reprise économique.

Le résultat net du groupe est le reflet de son résultat opérationnel sur l'ensemble de la période, celui-ci intégrant également les résultats nets déficitaires des activités non poursuivies (IFRS 5). Sur l'exercice 2021, la Société réalise une perte nette de 7,0 M€, en amélioration de 10,1 M€ par rapport à l'exercice 2020.

Grâce à la reprise totale de l'activité sur le 1^{er} semestre 2022, la Société réalise pour la première fois un résultat opérationnel positif qui s'établit à 1,1 M€ au 30 juin 2022. Le résultat net demeure cependant négatif (-1,5 M€) en raison des coûts de la dette supportés par la Société.

4.3.2 Bilan consolidé

L'évolution du bilan consolidé du GROUPE FLO entre le 31 décembre 2017 et le 30 juin 2022 est résumée ci-après.

Tableau 4 – Bilan consolidé de la Société entre le 31 décembre 2017 et le 30 juin 2022 (en M€)

En M€	Avant IFRS 16		Après IFRS 16			
	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	30/06/2022
Immobilisations incorporelles	32,4	42,3	33,2	34,9	33,1	33,0
Immobilisations corporelles	26,4	36,5	42,3	45,3	38,9	35,2
Titres mis en équivalence	0,5	0,6	-	-	-	-
Droits d'utilisation (IFRS 16)	-	-	71,3	74,1	72,8	69,4
Autres actifs non courants	16,7	17,2	17,6	11,7	10,5	10,5
Actifs immobilisés	75,9	96,6	164,4	166,0	155,3	148,1
Stocks	1,7	1,6	1,5	0,5	1,3	1,1
Créances clients	10,2	11,1	7,5	4,3	8,0	8,5
Autres actifs courants	30,7	37,4	22,9	24,2	16,8	14,0
Trésorerie	38,0	16,0	6,9	29,4	54,5	53,4
Actifs circulants	80,6	66,1	38,8	58,4	80,6	77,0
Actifs destinés à la vente	22,0	8,3	3,4	1,3	1,3	1,3
Total Actif	178,6	171,0	206,6	225,7	237,2	226,4
Capitaux propres	33,1	26,7	14,5	(2,4)	(9,9)	(11,4)
<i>dont Part du Groupe</i>	33,2	26,7	14,5	(1,9)	(8,9)	(11,4)
<i>dont Intérêts minoritaires</i>	(0,1)	-	-	(0,5)	(1,0)	-
Provisions	13,0	11,5	10,8	9,7	6,3	5,4
Impôts différés - Passif	4,0	4,1	3,7	4,0	4,4	4,1
Dettes financières brutes	40,7	45,8	47,3	87,2	102,1	99,7
Dettes locatives (IFRS 16)	-	-	64,1	68,0	65,5	62,3
Dettes fournisseurs	37,5	39,7	32,0	31,0	38,8	36,4
Autres dettes	42,3	41,1	33,0	27,6	30,0	29,9
Passifs destinés à la vente	8,0	2,1	1,2	0,6	-	-
Total Passif	178,6	171,0	206,6	225,7	237,2	226,4

Sources : DDR 2017, 2018 et 2019, DEU 2020 et 2021, et rapport semestriel 2022 de GROUPE FLO, analyses FINEXSI

Actifs immobilisés

Les actifs immobilisés représentent plus de 65% du bilan du Groupe à fin juin 2022.

Ils correspondent principalement à la marque et aux droits au bail HIPPOPOTAMUS, ainsi qu'aux coûts engagés liés aux travaux de rénovation entrepris par le Groupe dans le cadre de son plan stratégique.

L'évolution du poste sur les dernières années s'explique principalement par (i) une revalorisation de la marque Hippopotamus et des coûts liés à la rénovation des établissements des activités Hippopotamus, Brasseries et Concessions (+10,1 M€) et (ii) la première application de la norme IFRS 16 en 2019.

Les immobilisations de la Société comprennent également des prêts effort logement ainsi que des dépôts et cautions versées dans le cadre des contrats de location portant sur les établissements qu'elle exploite, dont le solde s'établit à 10,5 M€ au 30 juin 2022.

Besoin en fonds de roulement

Nous présentons ci-après l'évolution du besoin en fonds de roulement (ci-après le « BFR ») du GROUPE FLO entre le 31 décembre 2017 et le 30 juin 2022.

Tableau 5 – Besoin en fonds de roulement de Groupe Flo entre le 31 décembre 2017 et le 30 juin 2022 (en M€)

En M€	Avant IFRS 16		Après IFRS 16			
	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	30/06/2022
Stocks	1,7	1,6	1,5	0,5	1,3	1,1
Créances client	10,2	11,1	7,5	4,3	8,0	8,5
Autres créances	30,7	37,4	22,9	24,2	16,8	14,0
Dettes fournisseur	(37,5)	(39,7)	(32,0)	(31,0)	(38,8)	(36,4)
Autres dettes	(42,3)	(41,1)	(33,0)	(27,6)	(30,0)	(29,9)
Besoin en fonds de roulement	(37,2)	(30,7)	(33,1)	(29,6)	(42,7)	(42,7)
<i>En % du CA (en propre)</i>	<i>(26,4)%</i>	<i>(21,9)%</i>	<i>(22,5)%</i>	<i>(48,0)%</i>	<i>(60,9)%</i>	<i>(68,4)%</i>
<i>Variation</i>	<i>n.a.</i>	<i>6,5</i>	<i>(2,4)</i>	<i>3,5</i>	<i>(13,1)</i>	<i>-</i>

Sources : DDR 2017, 2018 et 2019, DEU 2020 et 2021, et rapport semestriel 2022 de GROUPE FLO, analyses FINEXSI

Sur l'ensemble de la période observée, le BFR du GROUPE FLO est structurellement négatif et oscille entre -29,6 M€ et -42,7 M€. En effet, caractéristique des acteurs du secteur de la restauration, les stocks et les créances clients de la Société sont faibles tandis que les dettes fournisseurs sont plus importantes.

Par ailleurs, le niveau du BFR est soutenu par un niveau important de créances fiscales et de CICE²⁰, qui décroît toutefois sur la période, passant de 30,7 M€ au 31 décembre 2017 à 14,0 M€ au 30 juin 2022. Cette évolution s'explique principalement par la décision du gouvernement de remplacer le CICE par un allègement des cotisations sociales à partir de 2019, influençant ainsi les dettes sociales à la baisse.

Après une forte augmentation des dettes fournisseurs en 2021 (+7,8 M€), en lien avec la reprise économique postérieure à la crise sanitaire sur le second semestre de la même année, et le recouvrement de créances du CICE 2017 (4,9 M€), le BFR passe de -29,6 M€ au 31 décembre 2020 à -42,7 M€ au 31 décembre 2021, soit une baisse de 13,1 M€.

La crise énergétique et l'inflation du prix des matières premières sur le premier semestre 2022, en lien avec le conflit russo-ukrainien, ont mécaniquement entraîné une hausse des coûts d'approvisionnement de la Société. De ce fait, les dettes fournisseurs se maintiennent à un niveau élevé, similaire à celui-ci observé au 31 décembre 2021. Le BFR de GROUPE FLO se stabilise et s'établit ainsi à -42,7 M€ au 30 juin 2022.

Structure financière

Capitaux propres

Les capitaux propres s'établissent à -11,4 M€ au 30 juin 2022. Ils sont en baisse constante depuis 2017, conséquence des résultats déficitaires accumulés depuis.

²⁰ Crédit d'impôt pour la compétitive et l'emploi

Endettement financier net

L'évolution de l'endettement financier net du GROUPE FLO entre le 31 décembre 2017 et le 30 juin 2022 est présentée ci-après.

Tableau 6 – Endettement financier net de GROUPE FLO entre le 31 décembre 2017 et le 30 juin 2022 (en M€)

En M€	Avant IFRS 16		Après IFRS 16			
	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	30/06/2022
Emprunts bancaires	(15,2)	(15,2)	(15,2)	(15,3)	(15,3)	(15,3)
Prêts Garantis par l'Etat	-	-	-	(35,0)	(54,5)	(54,5)
Emprunt obligataire - Groupe Bertrand	(12,3)	(12,3)	(18,5)	(18,5)	(18,5)	(18,5)
Autres emprunts obligataires	(6,2)	(6,2)	(2,5)	(2,5)	(2,5)	-
Prêts actionnaires	-	-	-	(9,0)	(9,0)	(9,0)
Autres emprunts	(7,0)	(12,1)	(11,1)	(6,9)	(2,3)	(2,4)
Dettes financières brutes	(40,7)	(45,8)	(47,3)	(87,2)	(102,1)	(99,7)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	38	16	6,9	29,4	54,5	53,4
Endettement financier net	(2,7)	(29,8)	(40,4)	(57,8)	(47,6)	(46,3)

Sources : DDR 2017, 2018 et 2019, DEU 2020 et 2021, et rapport semestriel 2022 de GROUPE FLO, analyses FINEXSI

Au 30 juin 2022, l'endettement financier de GROUPE FLO s'élève à 99,7 M€ et est composé de :

- 15,3 M€ d'emprunts bancaires correspondant à la dette bancaire restructurée maintenue dans le cadre de la restructuration de la dette de la Société en 2017²¹ ;
- 18,5 M€ d'emprunts obligataires souscrits en 2017 auprès de GROUPE BERTRAND²², d'une part, et TIKEHAU et GIB²³ d'autre part, dans le cadre de la restructuration de la dette financière de la Société, la part souscrite au bénéfice de TIKEHAU et GIB ayant été reprise par GROUPE BERTRAND en 2019 ;
- 54,5 M€ de prêts garantis par l'Etat (PGE) souscrits en 2020 pour 35,0 M€ et en 2021 pour 19,5 M€ dans un contexte de crise sanitaire ayant entraîné d'importantes difficultés opérationnelles pour le Groupe ;
- 9 M€ de dettes en compte courant envers GROUPE BERTRAND, portant intérêts selon les mêmes conditions que la dette obligataire existante et remboursable 6 mois après la date de remboursement finale des PGE ;
- 2,4 M€ d'autres dettes, comprenant 1,2 M€ d'intérêts capitalisés afférents à la dette obligataire initiale de 12,3 M€ souscrite auprès de GROUPE BERTRAND.

Par ailleurs, à cette date, le Groupe dispose d'une trésorerie de 53,4 M€, induisant un endettement financier net de 46,3 M€.

Nous précisons que le Groupe est soumis au respect de conventions bancaires exigeant (i) un niveau minimum de trésorerie active de 4,0 M€ et (ii) un ratio de levier maximum depuis le 30 juin 2021. Le Groupe a obtenu la renonciation de ses créanciers quant à son obligation de respect d'un niveau de ratio de levier.

²¹ Dette bancaire de 15,2 M€ à maturité 7 ans, remboursable in fine, portant intérêts à un taux variable Euribor + 2,75% jusqu'au 31 mars 2021.

²² Emprunt obligataire de 12,25 M€ à maturité 10 ans, remboursable à tout moment, portant intérêts à un taux annuel identique à la dette bancaire antérieure

²³ Emprunt obligataire de 6,2 M€ à maturité 3 ans, portant intérêts à un taux annuel identique à la dette bancaire antérieure

4.3.3 Flux de trésorerie

Nous présentons ci-après l'évolution des flux de trésorerie du GROUPE FLO sur la période 2017 au 30 juin 2022.

Tableau 7 – Evolution des flux de trésorerie de la Société entre 2017 et le 1^{er} semestre 2022 (en M€)

En M€	Avant IFRS 16		Après IFRS 16			
	2017	2018	2019	2020	2021	S1 2022
Résultat net (part du groupe)	(50,1)	(6,0)	(12,3)	(17,1)	(7,0)	(1,5)
Elimination des éléments sans incidence sur la trésorerie	24,5	(7,4)	23,8	22,7	18,0	9,1
Variation du BFR	(4,7)	(7,2)	(2,8)	3,1	10,7	(1,4)
Impôts payés	2,8	2,2	(1,9)	(1,0)	(0,1)	(0,2)
Flux de trésorerie liés à l'activité	(27,5)	(18,4)	6,8	7,7	21,6	6,0
<i>Dont flux liés aux activités non poursuivies</i>	<i>(4,4)</i>	<i>(5,7)</i>	<i>(2,7)</i>	<i>(2,1)</i>	<i>(1,1)</i>	<i>(0,2)</i>
Cessions / (Acquisitions) de filiales	13,3	6,0	(0,2)	-	0,6	(0,4)
Cessions / (Acquisitions) de d'immobilisations	(0,2)	(12,3)	(11,5)	(14,3)	(5,2)	3,3
Variations des prêts et avances consenties	0,2	0,3	0,1	1,2	0,7	-
Flux de trésorerie liés à l'investissement	13,3	(6,0)	(11,6)	(13,1)	(3,9)	2,9
<i>Dont flux liés aux activités non poursuivies</i>	<i>1,3</i>	<i>4,7</i>	<i>(0,5)</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Augmentation de capital	27,8	-	0,3	-	-	-
Emissions / (Remboursements) d'emprunts (y.c. intérêts)	5,4	2,3	(3,4)	33,8	17,9	(4,3)
Emissions / (Remboursements) de dettes locatives (y.c. intérêts)	-	-	(2,0)	(10,5)	(10,4)	(5,7)
Avances en C/C d'actionnaires (nettes de remboursement)	-	-	-	4,5	-	-
Flux de trésorerie liés au financement	33,2	2,3	(5,1)	27,8	7,5	(10,0)
<i>Dont flux liés aux activités non poursuivies</i>	<i>(1,6)</i>	<i>(1,2)</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Variation de la trésorerie	19,0	(22,1)	(9,9)	22,4	25,2	(1,1)
Trésorerie à l'ouverture	18,7	37,0	14,6	5,1	27,6	54,5
Transfert d'actifs destinés à la vente	(0,7)	(0,3)	0,4	0,1	1,7	-
Trésorerie à la clôture	37,0	14,6	5,1	27,6	54,5	53,4

Sources : DDR 2017, 2018 et 2019, DEU 2020 et 2021, et rapport semestriel 2022 de GROUPE FLO, analyses FINEXSI

Sur la période observée, les flux de trésorerie générés par GROUPE FLO sont le reflet de sa restructuration financière ainsi que son recentrage stratégique autour des établissements les plus rentables initiés en 2017.

En 2017, le GROUPE FLO parvient à dégager des flux de trésorerie positifs (+19,0 M€) grâce (i) à la souscription en numéraire d'une partie de l'augmentation de capital de 72,5 M€ et (ii) la cession de ses filiales les moins rentables, dans un contexte où la Société rencontrait d'importantes difficultés opérationnelles. Ces flux ont notamment permis au Groupe de financer, dès 2018, des travaux de rénovation de son parc d'établissements. Ces travaux se sont poursuivis jusqu'en 2021, le groupe ayant notamment bénéficié de PGE et d'avances en comptes courants entre 2020 et 2021.

Sur le 1^{er} semestre 2022, les flux de trésorerie générés par le groupe sont légèrement négatifs (-1,1 M€) en raison du remboursement des dettes financières (-4,3 M€), compensé par la cession de fonds de commerce (mises en franchise).

Nous précisons que l'application d'IFRS 16 à compter de 2019 n'a pas d'incidence sur la variation de trésorerie mais impact néanmoins la ventilation des flux (augmentation des flux liés à l'activité, et réduction des flux liés aux financements).

4.4 Matrice SWOT

Les forces et les faiblesses de GROUPE FLO, ainsi que les opportunités et les menaces auxquelles la Société est confrontée sur ses marchés, sont synthétisées dans la matrice présentée ci-après.

Figure 23 – Matrice SWOT de GROUPE FLO



Source : Société, analyses FINEXSI

5. Evaluation des actions de la société GROUPE FLO

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritères de la société GROUPE FLO dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

5.1 Critères d'évaluation écartés

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

5.1.1 Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

Pour information, l'actif net comptable consolidé (part du groupe) au 30 juin 2022 est négatif et s'établit à -11,4 M€, soit -1,49 € par action GROUPE FLO.

5.1.2 Actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et que les acquisitions et cessions de tels actifs constituent son processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de GROUPE FLO, étant observé que :

- son principal actif concerne l'exploitation de l'enseigne HIPPOPOTAMUS exploitée en direct et en franchise dans le cadre d'un processus global et dans un contexte où les cessions prévues de restaurants détenues en propre sont quasiment achevées ;
- l'activité de concessions revêt un caractère intuitu personae.

En revanche, les brasseries pouvant constituer des actifs patrimoniaux, nous présenterons une sensibilité de la valeur issue du DCF à la prise en compte d'une valeur patrimoniale pour les brasseries dans la détermination de la valeur terminale.

5.1.3 La valeur de rendement (capitalisation du dividende)

Cette méthode qui consiste à analyser les dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la direction, et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement.

Le Groupe n'a pas annoncé de politique de distribution à court et moyen terme, étant rappelé qu'aucun dividende n'a été distribué lors des 3 derniers exercices clos. Pour ces raisons, la mise en œuvre de cette méthode ne nous semble pas pertinente.

5.1.4 Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans un contexte où seules des approches en continuité d'exploitation permettant de valoriser les actions GROUPE FLO sont à retenir.

5.2 Critères d'évaluation retenus

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes, à titre principal :

- La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (*Discounted Cash Flows* ou DCF) sur la base du plan d'affaires 2022-2026 de la Société (§5.4.1) ;
- La référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de GROUPE FLO (§5.4.2).

Nous avons retenu à titre secondaire les critères suivants :

- La référence aux multiples de valorisation observés sur des transactions comparables (§5.4.3) ;
- La référence au cours de bourse du titre GROUPE FLO SA (§5.4.4) ;

A titre indicatif, nous présenterons également :

- La référence aux multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées comparables (§5.4.5).

Nous détaillons dans leur examen, notre appréciation sur la pertinence relative de chacun de ces critères.

5.3 Données de référence de GROUPE FLO

5.3.1 Nombre de titres retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 30 juin 2022, à savoir 7.651.572 actions.

Nous n'avons retenu aucun effet dilutif pouvant résulter de l'exercice d'options de souscription d'actions²⁴, dans la mesure où leur prix d'exercice est significativement supérieur au prix d'Offre et aux différentes valeurs extériorisées par nos analyses (cf. §4.1.2).

²⁴ A la date d'annonce de l'Offre, 1.257.779 options de souscriptions d'actions sont en circulation. A titre d'information, l'exercice de l'ensemble de ces options, qui sont toutes hors monnaie, donnerait accès à 12.565 actions GROUPE FLO.

5.3.2 Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière tels qu'ils figurent dans les comptes consolidés de la Société au 30 juin 2022.

La dette financière nette ajustée au 30 juin 2022 a été déterminée comme suit :

Figure 8 – Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de GROUPE FLO au 30 juin 2022

En M€	30-juin-22
Emprunts bancaires	(15,3)
Prêts Garantis par l'Etat	(54,5)
Emprunt obligataire - Groupe Bertrand	(18,5)
Prêts actionnaires	(9,0)
Autres emprunts	(2,4)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	53,4
Endettement financier net	(46,3)
Autres actifs non courants	7,6
Indemnités de départ à la retraite (nettes d'impôts)	(2,0)
Provisions pour risques (nettes d'impôts)	(2,1)
Valeur actualisée du stock de déficits fiscaux reportables	10,9
CICE à recevoir	0,3
Créances sur cessions d'actifs à recevoir	0,2
Dettes sociales moratoires liées au dispositif d'aide au paiement URSSAF	(1,3)
Ajustements	13,6
Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	(32,7)

Source : Comptes consolidés au 30 juin 2022, Société, analyses FINEXSI

L'endettement financier net (hors prise en compte de la dette IFRS 16) s'établissant à 46,3 M€ au 30 juin 2022, n'appelle pas de commentaires particuliers de notre part. Nous avons retraité l'endettement financier net des principaux éléments suivants :

- Les autres actifs non courants correspondant à des prêts « efforts logements », pour un montant de 7,6 M€ au 30 juin 2022 ;
- Les provisions pour indemnités de départ à la retraite après impôts pour 2,0 M€ ;
- D'autres provisions à caractère de dettes, après impôts, pour 2,1 M€, correspondant à des risques commerciaux, juridiques et sociaux, dont le décaissement n'est pas appréhendé dans les flux du plan d'affaires ;
- La valeur actualisée du stock de déficits fiscaux reportables non imputés à l'horizon de la période d'extrapolation du plan d'affaires (cf. §5.4.1) pour 10,9 M€ ;
- Les créances de crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) pour 0,3 M€ ;
- Les créances à recevoir sur cession d'actifs pour 0,2 M€ ;

- Les dettes moratoires dues envers l'URSSAF pour 1,3 M€, dont l'échéance de paiement a été prorogée dans le cadre des dispositifs d'aide mis en place par le gouvernement durant la crise sanitaire, dont la Société a bénéficié.

Après retraitements, l'endettement financier net, hors prise en compte de la dette IFRS 16, s'établit à 32,7 M€ au 30 juin 2022.

Il est par ailleurs précisé que, pour nos différents calculs et analyses, nous avons considéré des agrégats ne tenant pas compte de l'application de la norme IFRS 16 dans la mesure où (i) ces agrégats avant retraitements IFRS 16 permettent de mieux refléter la situation patrimoniale et la performance financière réelle de la Société, notamment en termes de génération de trésorerie, et où (ii) l'incidence de cette norme a été retraitée dans le plan d'affaires du management sur lequel se fondent nos analyses. En conséquence, l'endettement financier net présenté ci-avant n'intègre pas la dette IFRS 16 relative aux loyers d'un montant de 62,3 M€ au 30 juin 2022.

5.4 Mise en œuvre de la valorisation de GROUPE FLO

5.4.1 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la Société et nous paraît adaptée à la situation de recentrage stratégique de GROUPE FLO. Elle est par ailleurs représentative de la pleine valeur de la Société dans la mesure où elle permet d'appréhender les perspectives de développement et où elle est représentative d'une valeur pour l'actionnaire majoritaire puisqu'elle suppose d'avoir l'accès et le contrôle des flux générés par la Société.

Présentation du plan d'affaires 2022E-2026E du management

Le management a établi un plan d'affaires sur la période 2022E - 2026E, qui a été approuvé par le Conseil d'Administration de la Société du 14 octobre 2022. Ce plan d'affaires, construit selon une approche « *bottom-up* » avec l'assistance des directions opérationnelles et comptables, intègre les effets du plan de redressement déployé depuis la prise de contrôle de la Société par GROUPE BERTRAND en 2017.

Par ailleurs, celui-ci exclut les impacts des normes IFRS 5 et IFRS 16.

Conformément à la recommandation 2006-15 de l'AMF, nous avons échangé avec le management de la Société sur les hypothèses structurantes de son plan d'affaires.

Le plan d'affaires reflète l'arrivée à maturité du plan de redressement de GROUPE FLO initié en 2017, à la suite de la prise de contrôle de GROUPE BERTRAND. Ce plan s'articule autour de la cession des restaurants HIPPOPOTAMUS les moins rentables du parc d'établissements de la Société, et de la réalisation d'investissements de rénovation / de changement de concept (« *Steakhouse à la française* ») des établissements HIPPOPOTAMUS conservés et en franchise.

Ce plan de redressement prévoit également un recentrage stratégique de GROUPE FLO et le passage à un modèle d'exploitation des restaurants HIPPOPOTAMUS principalement axé sur les franchises. En effet, les prévisions de ce plan se caractérisent par une diminution des établissements HIPPOPOTAMUS détenus en propre et une forte progression des restaurants exploités en franchise, avec l'objectif de disposer d'un parc d'établissements composé à 80% de franchises à horizon 2026, ce qui devrait contribuer à dérisquer la Société avec une réduction de la volatilité des résultats.

Le plan d'affaires de la Société intègre des objectifs volontaires, selon le management, en termes d'ouvertures de nouvelles franchises HIPPOPOTAMUS, avec l'ouverture d'environ 70 franchises entre 2022 et 2026.

Le plan d'affaires prend en compte les impacts (i) de la crise sanitaire liée à la Covid-19 sur le calendrier de rénovation des restaurants, (ii) de la hausse des prix des matières premières qui intervient depuis l'exercice 2022, (iii) de l'inflation des frais généraux principalement soutenue par la crise énergétique observée depuis début 2022 et (iv) des difficultés de recrutement dont souffre actuellement le secteur de la restauration.

Les prévisions du plan d'affaires intègrent toutefois un « retour progressif à la normale » des prix de l'énergie dès 2024 ainsi qu'un maintien du ratio des matières premières entre 2024 et l'horizon du plan.

Pour l'essentiel, les synergies entre GROUPE FLO et GROUPE BERTRAND sont d'ores et déjà mises en œuvre et donc déjà prises en compte dans les prévisions du plan d'affaires du management. Elles conditionnent en partie sa réalisation, notamment au regard des objectifs de développement du parc d'établissement et de l'absorption des impacts du contexte macro-économique à court et moyen terme.

Notre examen critique fait ainsi apparaître les principales caractéristiques suivantes :

- Après un fort recul du chiffre d'affaires en 2020 et en 2021 en lien avec la crise sanitaire, le plan d'affaires prévoit un rebond de l'activité en 2022 qui est d'ores et déjà observé sur les 2^{ème} et 3^{ème} trimestres 2022.

Entre 2022 et 2026, le plan d'affaires prévoit une progression du chiffre d'affaires de la Société de 1,2% en rythme annuel moyen entre 2022 et 2026, notamment porté par l'activité « Concessions » qui bénéficie de l'ouverture de la BRASSERIE ROSALIE prévue fin 2023.

L'évolution du chiffre d'affaires sur l'horizon du plan d'affaires de la Société est conditionnée par sa capacité à atteindre ses objectifs de développement de son parc d'établissements et à renouveler l'ensemble de ses concessions existantes dont la terminaison contractuelle intervient avant 2026.

- Entre 2022 et 2026, l'EBITDA de la Société progresse à un rythme annuel moyen de 21,8%, soutenu par (i) la maturité du plan de cession des établissements HIPPOPOTAMUS les moins rentables et (ii) le passage progressif à un modèle d'exploitation de ces restaurants en franchises, permettant la réalisation de marges plus importantes. Un léger recul est toutefois observé en 2023, en lien avec l'impact de la crise énergétique sur les frais généraux. Le plan prévoit toutefois un « retour à la normale » dès 2024.

Le plan d'affaires prévoit une marge d'EBITDA de 12% en 2026.

L'évolution de l'EBITDA entre 2022 et 2026 est conditionnée (i) par la capacité de la Société à absorber la hausse de ses frais généraux et de ses coûts d'achats de marchandises, (ii) par sa capacité à gérer ses frais de personnel et à fidéliser ses collaborateurs et (iii) par un recul des prix de l'énergie dès 2024.

- Le plan d'affaires prévoit une baisse marquée du BFR en 2022, qui est à mettre en regard du remboursement des moratoires obtenus auprès de l'URSSAF et négociés auprès des bailleurs commerciaux et autres prestataires de services durant la crise sanitaire.

Le plan d'affaires prévoit ensuite une diminution du BFR de 1,0 M€ par an, en cohérence avec son modèle d'affaires et la croissance progressive de son activité entre 2023 et 2026.

- L'évolution des flux d'investissement reflète l'arrivée à maturité du plan de redressement de GROUPE FLO à fin 2023. Les flux observés en 2022 et 2023 correspondent principalement aux produits de cession associés aux ventes et aux mises en franchises de certains établissements HIPPOPOTAMUS, permettant par ailleurs le financement des travaux de rénovation et de changement de concept entrepris sur ces mêmes années.

Les flux d'investissements 2023 incluent les dépenses liées à la mise en service de la BRASSERIE ROSALIE.

A partir de 2024, les flux d'investissements concernent principalement les dépenses engagées dans le cadre de travaux de maintenance et de rafraîchissement des établissements détenus en propre.

Ce plan d'affaires se caractérise donc par une progression du chiffre d'affaires ainsi que par une amélioration marquée du taux de marge d'EBITDA, à des niveaux jamais atteints par le passé. Il traduit les ambitions du management et apparaît volontariste.

Détermination des flux de trésorerie

Norme IFRS 16

Le Plan d'Affaires n'intègre pas les effets de la norme IFRS 16, ce qui signifie que les charges de loyers sont prises en compte dans la détermination des flux de trésorerie.

En conséquence, nous n'avons pas retenu la dette relative aux contrats de location telle que reconnue par IFRS 16 dans le calcul de l'endettement financier net (§5.3.2).

Impôts sur les sociétés

Comme indiqué ci-avant, les déficits fiscaux reportables ont été retenus en diminution de la charge d'impôt sur l'horizon du plan d'affaires. Le solde de ces déficits reportables non imputés est actualisé et inclus dans le calcul de l'endettement financier net (§5.3.2).

Actualisation des flux

Nous avons actualisé les flux de trésorerie à mi-année à compter du 30 juin 2022, date à laquelle la dette financière nette ajustée est déterminée.

Extrapolation des flux de trésorerie

Nous avons prolongé le plan d'affaires 2022-2026 sur une période additionnelle de 4 ans (2027-2030) en retenant les hypothèses structurantes suivantes :

- La poursuite des ouvertures de franchises HIPPOPOTAMUS sur 3 années au-delà de l'horizon explicite du plan d'affaires avec une cible atteinte en 2029 ;
- Le renouvellement des concessions dont l'échéance intervient au cours de la période d'extrapolation afin de considérer un parc d'établissements pleinement développé en 2030 ;
- Un taux de croissance de 2,0% du chiffre d'affaires généré par le parc d'établissement existant conformément aux estimations du management sur l'horizon du plan d'affaires ;
- Un taux de marge d'EBITDA affiché stable à 12,0% sur l'ensemble de la période d'extrapolation, malgré un nombre d'ouvertures en recul, afin de refléter l'atteinte progressive de l'objectif de marge de 12,0% du management, hors droits d'entrée générés en première année d'ouverture de nouvelles franchises ;
- Des dotations aux amortissements convergeant progressivement vers le montant de capex normatif que nous avons retenu ;
- Une variation de BFR normative de -1,0 M€ sur l'ensemble de la période d'extrapolation, telle que modélisée dans le plan d'affaires à compter de 2023 ;
- Des flux d'investissement stables sur la période d'extrapolation comprenant des dépenses en travaux de maintenance et de rafraîchissement des établissements détenus en propre, tel qu'estimé par le management.

Flux normatif

Un taux de croissance à l'infini de 1,5% a été appliqué au flux normatif, reflétant les perspectives de croissance à long terme usuellement admises au sein du secteur de la Restauration traditionnelle.

Le flux normatif a été construit sur la base d'un taux de marge d'EBITDA correspondant au maintien de la dernière année du Plan d'Affaires, soit le plus haut envisagé. Il s'agit selon nous d'une référence ambitieuse, jamais atteinte au cours des 5 derniers exercices clos et qui reflète le développement optimal du parc d'établissements de la Société, les effets du plan de redressement et l'impact du nouveau modèle d'exploitation des restaurants en franchises.

Les dotations aux amortissements ont été fixées au niveau des investissements.

Un CAPEX normatif représentant 1,8% du chiffre d'affaires annuel est retenu dans le flux terminal. Il correspond (i) aux travaux de maintenance pour l'ensemble des établissements estimés sur la base des données historiques, ainsi (ii) qu'aux capex de rafraîchissement et de rénovations des établissements détenus en propre. A noter que des capex de rénovation, pour des montants proches de ceux initialement investis, ont été retenus pour les concessions, considérant que ces investissements seraient nécessaires pour obtenir la prolongation de la concession pour une durée équivalente à la durée initiale.

Le taux d'impôt normatif a été retenu à 25,8%, conformément à la Loi Finance 2022, et incluant la contribution additionnelle. Il est précisé que le solde de déficits reportables non imputés à l'horizon de l'extrapolation du plan d'affaires a été pris en considération dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres pour sa valeur actualisée (§5.3.2)

Taux d'actualisation

Comme indiqué ci-avant, nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital de la Société pour actualiser les flux de trésorerie futurs. Ce coût a été estimé à 9,40% sur la base :

- D'un taux sans risque de 2,22% correspondant au taux moyen OAT TEC 10 (moyenne 3 mois calculée au 31 octobre 2022, source : BANQUE DE FRANCE) ;
- D'une prime de risque du marché actions de 6,24% (moyenne 3 mois des primes de risques ASSOCIES EN FINANCE au 31 octobre 2022) ;
- D'un bêta désendetté de 1,17 (moyenne 1 an des bêta de sociétés cotées comparables au 31 octobre 2022, source : CAPITAL IQ) ;
- D'un coût de la dette avant impôt sur les sociétés de 4,00%, déterminé selon les modalités de financement de la Société, appliquées à la structure financière de la Société à l'horizon du plan d'affaires (2026). Ainsi, le coût du financement correspond aux éléments présentés ci-après :
 - Une base EURIBOR de financement de 2,00%, en vigueur depuis le 2 novembre 2022, conformément aux annonces de la Banque Centrale Européenne du 27 octobre 2022 ;
 - Une marge de 2,00%, déterminé sur la base du ratio de levier financier de la Société à l'horizon du plan d'affaires (2026) ;
- D'un *gearing* cible de 12,3% déterminé sur la base de la structure financière cible de GROUPE FLO à l'horizon de son plan d'affaires, dans une situation où le modèle de la Société est stabilisé et optimal.

Bien que les prévisions présentent un caractère volontariste, nous n'avons pas pris en compte de prime spécifique pour tenir compte du risque de réalisation associé, ni de prime de taille, ce qui est favorable à l'actionnaire et s'inscrit dans une démarche d'extériorisation de la pleine valeur de la Société dans le contexte de retrait obligatoire.

En conséquence, retenir un taux d'actualisation de 9,40% nous semble favorable à l'actionnaire minoritaire dans le contexte.

Calculs de valorisation

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de GROUPE FLO ressort en valeur centrale à 170,0 M€, dont 54,4% résultant de la valeur terminale (à horizon 2030). Compte tenu du montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, le montant des fonds propres s'établit à 137,4 M€, soit 17,95 € par action GROUPE FLO.

Les sensibilités de la valeur des fonds propres par action de GROUPE FLO à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point), du taux de croissance à l'infini (de -0,5 point à +0,5 point) et du taux de marge d'EBITDA (de -1 point à + 1 point), sont présentées ci-après.

Tableau 9 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux de croissance à l'infini et du taux d'actualisation

		WACC				
		8,90%	9,15%	9,40%	9,65%	9,90%
Taux de croissance à l'infini (en %)	2,00%	20,52	19,65	18,85	18,10	17,39
	1,75%	19,97	19,15	18,39	17,67	17,00
	1,50%	19,46	18,68	17,95	17,27	16,63
	1,25%	18,98	18,24	17,55	16,89	16,28
	1,00%	18,53	17,83	17,16	16,54	15,95

Tableau 10 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux de marge d'EBITDA et du taux d'actualisation

		WACC				
		8,90%	9,15%	9,40%	9,65%	9,90%
Marge d'EBITDA (en %)	13,0%	21,34	20,49	19,69	18,94	18,23
	12,5%	20,40	19,59	18,82	18,10	17,43
	12,0%	19,46	18,68	17,95	17,27	16,63
	11,5%	18,52	17,78	17,09	16,43	15,82
	11,0%	17,57	16,87	16,22	15,60	15,02

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une **fourchette de valeurs comprises entre 17,09 € et 18,82 € par action GROUPE FLO, avec une valeur centrale de 17,95€**. Le prix d'Offre fait ainsi ressortir une prime de 22,9% sur la borne basse et une prime de 11,6% sur la borne haute de notre fourchette.

Nous avons également réalisé une simulation selon un scénario de cession de l'ensemble des brasseries, actifs ayant une valeur patrimoniale qui peut différer de leur valeur d'exploitation, à l'horizon du plan d'affaires (2026). Sur la base de prix de cession de 1,5x²⁵ le chiffre d'affaires pour La Coupole et de 1,25x pour les autres brasseries (TERMINUS NORD, VAUDEVILLE, BOFINGER), il ressort une fourchette de valeurs par action GROUPE FLO comprises entre 17,13 € et 18,87 € avec une valeur centrale de 18,00 €, soit des valeurs très proches de celles que nous retenons.

5.4.2 Transaction récente intervenue sur le capital de la Société (à titre principal)

Cette méthode consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital (à l'exclusion de l'analyse du cours de bourse qui constitue un critère d'évaluation distinct examiné par ailleurs).

Concernant GROUPE FLO, nous nous référons à l'Acquisition de Blocs réalisée hors marché le 10 octobre 2022, au cours de laquelle 679.062 actions GROUPE FLO – soit 8,87% du capital social et 5,19% des droits de vote de la Société – détenues par les sociétés SWISSLIFE GESTION PRIVEE et FOCAL ont été acquises par BERTRAND INVEST au prix de 21,00 € par action.

L'Acquisition de Blocs constitue une référence directe, récente et représentative des conditions d'une transaction librement négociée dans la mesure où elle fait suite à un processus de négociation entre parties indépendantes et où elle n'est assortie d'aucune condition annexe. Nous nous sommes fait confirmer qu'il n'existe aucun mécanisme d'ajustement ou de complément de prix au prix payé de 21,00 € par action, qui est ferme et définitif.

Par conséquent, nous retenons la référence à l'Acquisition de Blocs à titre principal.

²⁵ Sur la base d'une analyse des transaction historiques et données publiques

5.4.3 Transactions comparables (à titre secondaire)

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachat total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. La mise en œuvre de cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète sur les cibles et les conditions des transactions.

Il convient toutefois de noter que les multiples extériorisés par l'échantillon retenu peuvent intégrer une prime de contrôle, ainsi qu'une partie de la valeur estimée des synergies pour l'acquéreur, ce qui n'est pas le cas dans le cadre de la présente Offre, dans la mesure où GROUPE BERTRAND détient déjà le contrôle de GROUPE FLO, et que l'opération ne créera pas de synergie significative en complément de celles déjà mises en œuvre et donc appréhendées dans notre évaluation. De ce point de vue, ce critère extériorise généralement des valeurs élevées. En revanche, cette méthode ne prend pas en compte les perspectives de développement et notamment l'amélioration de la rentabilité attendue par le Groupe. Pour ces raisons, cette méthode est présentée uniquement à titre secondaire.

Dans ce cadre, sur les cinq dernières années (depuis 2017), nous avons identifié 5 transactions correspondant aux critères évoqués ci-dessus, toutes situées entre fin 2017 et fin 2018, soit dans un contexte différent de celui d'aujourd'hui. Il s'agit de :

- L'acquisition du groupe espagnol ALSEA IBERIA par FOOD SERVICE PROJECT, annoncée le 31 octobre 2018, qui constitue une référence directe de valorisation. La cible, ALSEA IBERIA, est une filiale espagnole du groupe mexicain ALSEA qui possède diverses concessions et franchises de Restauration commerciale sur place. Cette dernière a été acquise à 100% par FOOD SERVICE PROJECT pour un montant de 575,0 M€, extériorisant un multiple d'EBITDA de 13,2x ;
- L'acquisition de WAGAMAMA par THE RESTAURANT GROUP, annoncé le 30 octobre 2018. La cible, WAGAMAMA, est une chaîne britannique de restauration à table qui se développe notamment par franchise. Cette dernière a été acquise à 100% par The Restaurant Group pour un montant de 627,6 M€, extériorisant un multiple d'EBITDA de 17,8x ;
- L'acquisition de GROUPE GOIKO GRILL par le fonds d'investissement L CATTERON MANAGEMENT LIMITED, qui a été annoncé le 6 juin 2018. La cible, GOIKO GRILL, est une enseigne espagnole de restauration spécialisée dans les burgers, qui possède plusieurs établissements en France et en Espagne. Cette dernière a été acquise à 80% par L CATTERON MANAGEMENT LIMITED pour un montant de 149,0 M€, extériorisant un multiple d'EBITDA de 30,0x ;
- La prise de participation minoritaire du fonds d'investissement NORBERT DENTRESSANGLE INVESTISSEMENTS au capital de BIG MAMMA, en date du 18 avril 2018. La cible, BIG MAMMA, est une chaîne française spécialisée dans la cuisine italienne, possédant des restaurants en France, en Espagne, en Angleterre, en Allemagne ainsi qu'à Monaco. La prise de participation de NORBERT DENTRESSANGLE INVESTISSEMENTS s'élève à 11% pour un montant de 8,6 M€, extériorisant un multiple d'EBITDA de 21,5x ; et

- L'acquisition de BUFFALO GRILL par le fonds d'investissement TDR CAPITAL, annoncé le 16 octobre 2017. L'enseigne BUFFALO GRILL, concurrent direct de HIPPOPOTAMUS, et le leader du marché du *steakhouse* en France, exploitant près de 350 restaurants en 2021. Cette société a été acquise à 100% par TDR CAPITAL sur la base d'une valeur d'entreprise de 400,0 M€, extériorisant un multiple d'EBITDA de 8,4x.

L'échantillon de transactions comparables retenu et les caractéristiques de ces transactions sont présentés ci-après.

Tableau 11 – Présentation de l'échantillon des transactions comparables retenu sur les cinq dernières années

Date de réalisation	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (m€)	xEBITDA
27/12/2018	Alesea Iberia	Espagne	Food Service Project, S.L.	100 %	575	13,2x
24/12/2018	Wagamama Limited	Royaume-Uni	The Restaurant Group Plc	100 %	628	17,8x
27/06/2018	Goiko Grill	Espagne	L Catterton Management Limited	80 %	157	30,0x
18/04/2018	Big Mamma	France	Norbert Dentressangle Investissements	11 %	87	21,5x
31/01/2018	Buffalo Grill	France	TDR Capital	100 %	400	8,4x
Moyenne						18,2x
Médiane						17,8x

Sources : CAPITAL IQ, MERGERMARKET, EPSILON, analyses FINEXSI

Nous précisons que la médiane et la moyenne des multiples d'EBITDA ainsi extériorisés s'établissent respectivement à 17,8x et 18,2x.

Nous avons retenu comme agrégat l'EBITDA pré-IFRS 16 estimé au 31 décembre 2022 de la Société, celui-ci s'établissant pour la première fois à un niveau similaire que ceux observés avant la crise sanitaire liée à la Covid-19 survenue en février 2020. Trois trimestres étant déjà passés, et aucun évènement en cours étant susceptible de perturber les prévisions du dernier trimestre, cet agrégat nous semble être le plus pertinent. Le montant de l'EBITDA pré-IFRS 16 retenu s'élève à 10,1 M€.

Sur ces bases, la valeur de l'action GROUPE FLO ressort dans une fourchette comprise entre 19,22 € et 19,70 €. Le prix d'Offre fait ainsi ressortir des primes comprises entre +9,3% et +6,6% respectivement par rapport à la borne basse et haute, étant rappelé que ce critère est présenté à titre secondaire.

Il convient de préciser que les transactions retenues dans le cadre de la présente évaluation concernent toutes des opérations intervenues dans un environnement pré-Covid, et les multiples induits n'intègrent donc pas l'impact des perturbations que connaît actuellement le secteur. Retenir ces transactions, bien qu'anciennes, est donc favorable à l'actionnaire minoritaire de GROUPE FLO.

A noter que l'acquisition d'AUTOGRILL par DUFREY, annoncée au cours de l'été 2022 et non finalisée à ce jour, et donc non retenue par nos soins, fait ressortir un multiple de valorisation qui ne remettrait pas en cause la fourchette de valorisation présentée ci-avant.

5.4.4 Cours de bourse (à titre secondaire)

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié sous réserve de niveaux suffisants de flottant et de liquidité.

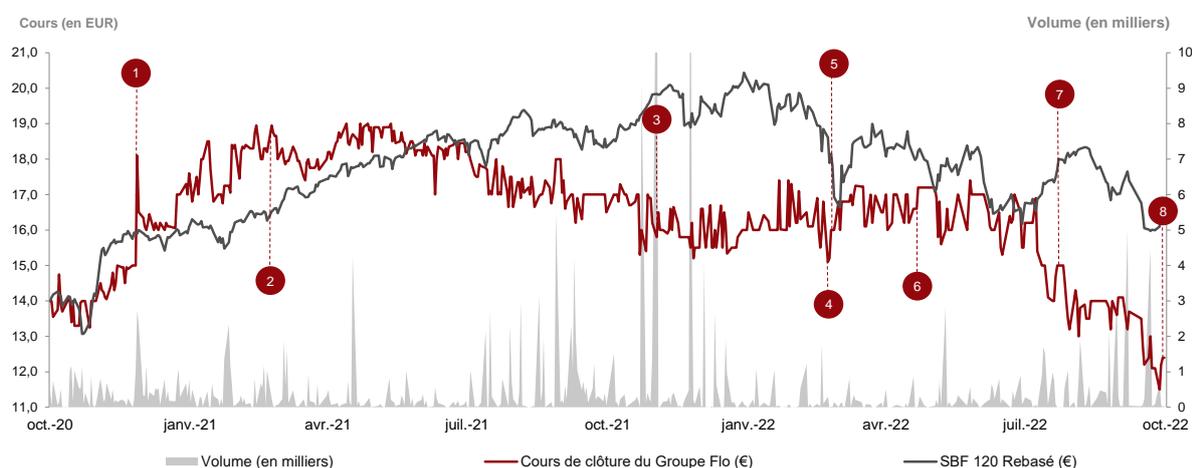
GRUPE FLO est cotée sur le compartiment B d'EURONEXT PARIS (Code ISIN : FR 0014004X25) depuis avril 1998.

Nous avons analysé le cours de bourse sur une période de deux ans précédant l'annonce de l'accord relativement à l'Acquisition de Blocs du 7 octobre 2022. Pour mémoire, à la demande de la Société, la cotation du titre GROUPE FLO avait été suspendue ce même jour à un cours de 12,40 €.

Analyse de l'évolution du cours de bourse de Groupe Flo

Le cours de bourse de GROUPE FLO a évolué comme suit sur une période de deux ans avant l'annonce des modalités de l'Offre du 7 octobre 2022.

Figure 24 – Evolution du cours de l'action GROUPE FLO sur les deux années précédant le 7 octobre 2022



Source : CAPITAL IQ, DEU 2021 et communiqués de presse de la Société, analyses FINEXSI

Sur cette période de deux ans depuis le 7 octobre 2020, le titre GROUPE FLO connaît une baisse de -11,4%, contre une hausse de +17,7% pour le SBF 120. Cette évolution du cours de GROUPE FLO est principalement rythmée par les communications financières du Groupe et par les annonces gouvernementales relatives à la crise sanitaire liée à la Covid-19 imposant des restrictions aux professionnels du secteur de la restauration.

Sur la période de 2 ans analysée, le cours de bourse de la société GROUPE FLO a évolué entre 11,50 € et 19,00 €.

Entre le 7 octobre 2020 et le 18 mai 2021, le cours de bourse de la Société a progressé de +36%, passant de 14,00 € à 19,00 €. Cette croissance s'explique par le regain d'espoir des investisseurs à la suite des annonces gouvernementales ; notamment celle du Premier Ministre en date du 3 décembre 2020 (1), au sujet de la vaccination et d'une possibilité de réouverture des restaurants. L'annonce des résultats annuels 2020 (2), fortement impactés par la crise sanitaire, ralentira la croissance du cours à partir du 4 mars 2021.

Le cours de l'action GROUPE FLO a ensuite été marqué par un recul progressif, jusqu'à atteindre un cours de clôture de 16,20 € au 16 septembre 2021, en raison de la communication des résultats semestriels 2021, fortement affectés par la fermeture des restaurants du 29 octobre 2020 jusqu'au 9 juin 2021.

Les 9 mois suivants septembre 2021, le cours de bourse sera principalement impacté par la communication financière de la Société, et les annonces gouvernementales au sujet de la réouverture des restaurants, même si sur la période, le prix de l'action restera relativement stable. La publication du chiffre d'affaires au troisième trimestre 2021 (3), publié le 4 novembre n'aura qu'un impact modéré sur la cotation du titre GROUPE FLO. En revanche, les annonces de la levée de l'obligation du port du masque chirurgical dans les lieux soumis au pass vaccinal (4) en date du 28 février 2022, et l'annonce des résultats annuels 2021 (5) le 3 mars 2022 ont entraîné une légère augmentation de la valeur de l'action. Cette tendance se confirme lorsque la Société met à disposition son Document d'Enregistrement Universel (6) le 25 avril 2022.

Nous précisons que le regroupement d'actions (100 actions d'une valeur nominale de 0,05 € se transformaient en une action à 5,00 €) du 7 octobre 2021 n'a pas eu d'impact significatif sur le cours de bourse de la Société.

Entre le 14 juillet 2022 et le 6 octobre 2022, le cours de bourse de la Société a chuté de -26,6%, en raison de l'annonce des résultats du premier semestre 2022 (7) en date du 2 août 2022, qui comprend un premier trimestre fragilisé par la poursuite des restrictions résiduelles levées fin-février seulement, et par un second trimestre marquant la reprise de l'activité, mais dans un contexte économique et géopolitique incertain dû au conflit russo-ukrainien.

Le cours de l'action a été suspendu le 7 octobre 2022 (8), à la suite de l'annonce par GROUPE BERTRAND de l'Acquisition de Blocs visant 679.062 actions de GROUPE FLO détenues par les sociétés SWISSLIFE et FOCAL.

Analyse de la liquidité du titre GROUPE FLO

Avant annonce de l'Offre, les coûts moyens pondérés par les volumes (ci-après, désignés « CMPV »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en résultent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

Tableau 12 – Analyse des CMPV et de la liquidité du titre GROUPE FLO au 6 octobre 2022

CMPV ⁽¹⁾	en €/action	Prime / (décote) induite par le prix de l'Offre (21,00 €)	Volumes échangés (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
			Moyens	Cumulés	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (6/10/2022)	12,40	+69,4 %	0,1	0	1	1	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CMPV 1 mois	13,15	+59,7 %	1,0	14	13	189	0,0 %	0,2 %	0,2 %	2,3 %
CMPV 60 jours	13,53	+55,2 %	0,7	33	10	448	0,0 %	0,4 %	0,1 %	5,4 %
CMPV 3 mois	13,58	+54,6 %	0,6	34	9	457	0,0 %	0,4 %	0,1 %	5,5 %
CMPV 6 mois	14,29	+46,9 %	0,5	46	6	656	0,0 %	0,6 %	0,1 %	7,4 %
CMPV 12 mois	15,35	+36,8 %	0,5	119	8	1 827	0,0 %	1,6 %	0,1 %	19,3 %
CMPV 24 mois	16,13	+30,2 %	0,5	228	8	3 681	0,0 %	3,0 %	0,1 %	37,0 %
Plus haut 12 mois (1/6/2022)	17,40	+20,7 %								
Plus bas 12 mois (3/10/2022)	11,50	+82,6 %								
Plus haut 24 mois (18/5/2021)	19,00	+10,5 %								
Plus bas 24 mois (3/10/2022)	11,50	+82,6 %								

(1) Les CMPV sont calculés à compter de la date d'annonce (7 octobre 2022)

Source : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Sur les 12 derniers mois avant annonce, le volume des actions GROUPE FLO échangées est de 119 milliers d'actions (soit environ 500 actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 1,6% et la rotation du capital flottant s'établit quant à elle à 19,3%.

Sur 24 mois d'observation, le volume d'actions échangées passe à 228 milliers d'actions (soit environ 500 actions par jour de cotation), soit une rotation du capital qui s'établit à seulement 3,0% et une rotation du capital flottant à 37,0%.

Sur ces bases, le critère du cours de bourse ne nous semble peu pertinent et ne sera présenté qu'à titre secondaire.

Par ailleurs, l'absence de rationnel identifié sur le décrochage du titre à la suite de la publication des résultats semestriels 2022 (-12% sur quelques jours) est de nature à confirmer le caractère peu pertinent du critère du cours de bourse, étant rappelé que le flottant, post acquisition de blocs s'établit à 8,1% du capital.

Au cours des 24 derniers mois avant la date d'annonce de l'Offre, le cours de l'action GROUPE FLO a oscillé entre un plus haut atteint 18 mai 2021 à 19,0€ et un plus bas atteint le 3 octobre 2022 à 11,50€. Sur la base du cours de clôture précédant l'annonce de l'Offre (le 7 octobre 2022) et du CMPV 60 jours, le prix d'Offre extériorise respectivement une prime de +69,4% et de +55,2%. L'analyse des CMPV sur les douze derniers mois extériorise des primes comprises entre +36,8% et +59,7%.

5.4.5 Comparables boursiers (à titre indicatif)

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

Les sociétés que nous avons identifiées opèrent toutes dans le secteur de la Restauration Commerciale. Néanmoins, celles-ci présentent des mix activités plus ou moins diversifiés. De surcroit, elles disposent de positionnements géographiques et de structures de coûts différents, ce qui peut justifier entre autres des différences de rentabilité opérationnelle.

Pour ces raisons, nous présentons la méthode des comparables boursiers à titre indicatif dans la mesure où il n'existe pas de société qui soit pleinement comparable à GROUPE FLO. Nous avons toutefois identifié 3 sociétés cotées intervenant dans le secteur de la restauration commerciale et présentant une activité similaire à celle de GROUPE FLO.

L'échantillon retenu se restreint aux 3 sociétés suivantes, celles-ci étant considérées comme les plus comparables de GROUPE FLO pour les raisons évoquées ci-après :

- **AUTOGRILL S.P.A.**, société italienne fondée en 1947, est le numéro un mondial de la restauration concédée sur les lieux de voyages. Par l'intermédiaire de ses filiales, AUTOGRILL S.P.A. fournit des services de restauration aux voyageurs en Amérique du Nord (50% du chiffre d'affaires), en Europe (37% du chiffre d'affaires), notamment en Italie (30% du chiffre d'affaires), et dans d'autres pays à l'international (13% du chiffre d'affaires). La société gère environ 4 000 points de vente qui sont exploités en concessions dans les aéroports (55% du chiffre d'affaires), les autoroutes (39% du chiffre d'affaires), les gares, les centres commerciaux, les foires et les attractions culturelles. Elle gère un portefeuille d'environ 300 marques directement (MOTTA, A CAFE, AMO, GRAB&FLY, THE BURGER FEDERATION, TERRITORI D'ITALIA, etc.) ou sous licence (BURGER KING, BUFFALO GRILL, BRIOCHE DOREE, MCDONALD'S etc). AUTOGRILL S.P.A. a réalisé 2.789,7 M€ de chiffre d'affaires au 31 décembre 2021 pour 655,6 M€ d'EBITDA après IFRS 16 (23,5% de marge d'EBITDA après IFRS 16) ;
- **SSP GROUP PLC**, société anglaise fondée en 2016, exploite des points de vente d'alimentations et de boissons dans les aéroports (55% du chiffre d'affaires), les gares (34% du chiffre d'affaires), les aires de service sur les autoroutes, les hôpitaux, les stades sportifs et les zones commerciales. Elle exploite plus de 550 marques directement (HAVEN, UPPER CRUST, CAMDEN FOOD CO, CABIN, RITAZZA) ou sous licence (AJISEN RAMEN, BURGER KING, JAMIE OLIVER, STARBUCKS, YO ! SUSHI) ou sous franchise (MILLIE'S COOKIES, UPPER CRUST, RITAZZA) par l'intermédiaire d'un portefeuille de 2 700 points de vente, notamment des cafés, des sandwicheries, des boulangeries, des restaurants décontractés et des restaurants gastronomiques, situés dans 36 pays, dont la plupart se situe au Royaume-Uni (23% du chiffre d'affaires), en Europe (43% du chiffre d'affaires), en Amérique du Nord (23% du chiffre d'affaires), en Asie-Pacifique et au Moyen-Orient. SSP GROUP PLC a réalisé 843.2 M£ de chiffre d'affaires en 2021 pour -108,3 M£ d'EBITDA retraité de l'impact IFRS 16 (-13,0% de marge d'EBITDA pré-IFRS 16) ;
- **THE RESTAURANT GROUP PLC**, société anglaise fondée en 1954, spécialisée dans la détention et la gestion de restaurants et de bars au Royaume-Uni. Ses marques comprennent FRANKIE & BENNY'S, CHIQUITO, COAST TO COAST, BRUNNING & PRICE, FIREJACKS, et WAGAMAMA. L'entreprise exploite également des concessions qui offrent des services à table, au comptoir, des sandwicheries, des pubs et des bars dans les aéroports. Au 30 décembre 2021, elle exploitait environ 404 restaurants et pubs. THE RESTAURANT GROUP PLC a réalisé 636,6 M£ de chiffre d'affaires au 2 janvier 2022 pour 81,2 M£ d'EBITDA retraité de l'impact IFRS 16 (12,8% de marge d'EBITDA pré-IFRS 16).

Nous avons retenu l'EBITDA pré-IFRS 16 qui est l'agrégat le plus pertinent, tel que communément admis par les évaluateurs et les analystes pour les activités des sociétés du secteur de la Restauration. L'EBITDA permet par ailleurs de limiter l'impact résultant de politiques d'amortissements différents entre les sociétés de l'échantillon.

Les principaux agrégats et multiples des sociétés de l'échantillon sont synthétisés dans le tableau ci-dessous :

Tableau 13 – Présentation de l'échantillon des sociétés cotés comparables retenu

Comparables	Pays	CA 2021 (M€)	VE ⁽²⁾ (M€)	Taux d'EBITDA		xEBITDA pré-IFRS 16	
				2024e	2025e	2024e	2025e
Groupe Flo SA ⁽¹⁾	France	87		8,5 %	10,5 %		
Autogrill S.p.A.	Italie	2 886	2 680	11,3 %	11,5 %	5,0x	4,9x
SSP Group plc	Royaume-Uni	972	2 562	14,1 %	15,6 %	4,9x	4,4x
The Restaurant Group plc	Royaume-Uni	758	543	13,1 %	13,2 %	3,7x	3,6x
Moyenne				13,6 %	14,4 %	4,5x	4,3x
Médiane				13,6 %	14,4 %	4,9x	4,4x

(1) En l'absence de consensus sur GROUPE FLO, les marges d'EBITDA prévisionnelles présentées ci-dessus sont celles issues du plan d'affaires du management.

(2) Les valeurs d'entreprise présentées ci-avant ont été déterminées sur la base de la capitalisation boursière (CMPV 3 mois au 06/10/2022) et de la dernière dette nette pré-IFRS 16 publiée de chaque société

Sources : CAPITAL IQ, MERGERMARKET, EPSILON, analyses FINEXSI

L'analyse de l'évolution des EBITDA prévisionnels 2023e-2025e de GROUPE FLO et de ses comparables met en exergue un décrochage de l'EBITDA de la Société en 2023e, tel qu'estimé par le management, contrairement à ses comparables pour lesquels le consensus d'analyste prévoit une hausse de l'EBITDA la même année.

Dans ces conditions et pour ne pas pénaliser l'actionnaire, nous ne prenons pas en compte les flux 2023 pour la mise en œuvre de cette méthode. En appliquant les multiples moyens et médians d'EBITDA pré-IFRS 16 2024e et 2025e aux agrégats estimés de GROUPE FLO issus du plan d'affaires, et compte tenu des ajustements permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (cf. §5.3.2), la valeur par action GROUPE FLO ressort dans une fourchette comprise entre 4,66 € et 6,35 €. Le prix d'Offre fait ainsi ressortir des primes comprises entre +350,6% et +230,7% respectivement par rapport à la borne basse et haute, étant rappelé que ce critère est présenté à titre indicatif.

Selon nous, la faiblesse des résultats issus du critère des comparables boursiers doit être mise en perspective des difficultés répétées rencontrées par le secteur ces dernières années (gilets jaunes, crise sanitaire, inflation, etc.). Ces valorisations visiblement impactées par de nombreux éléments conjoncturels ne sont pas, selon nous, représentatives de la valeur à considérer dans le cadre d'un retrait obligatoire, qui suppose de se placer dans une perspective de plus long terme. Ces constats renforcent notre appréciation du fait qu'au cas d'espèce, les comparables boursiers ne peuvent pas constituer un critère pertinent d'appréciation du prix d'Offre.

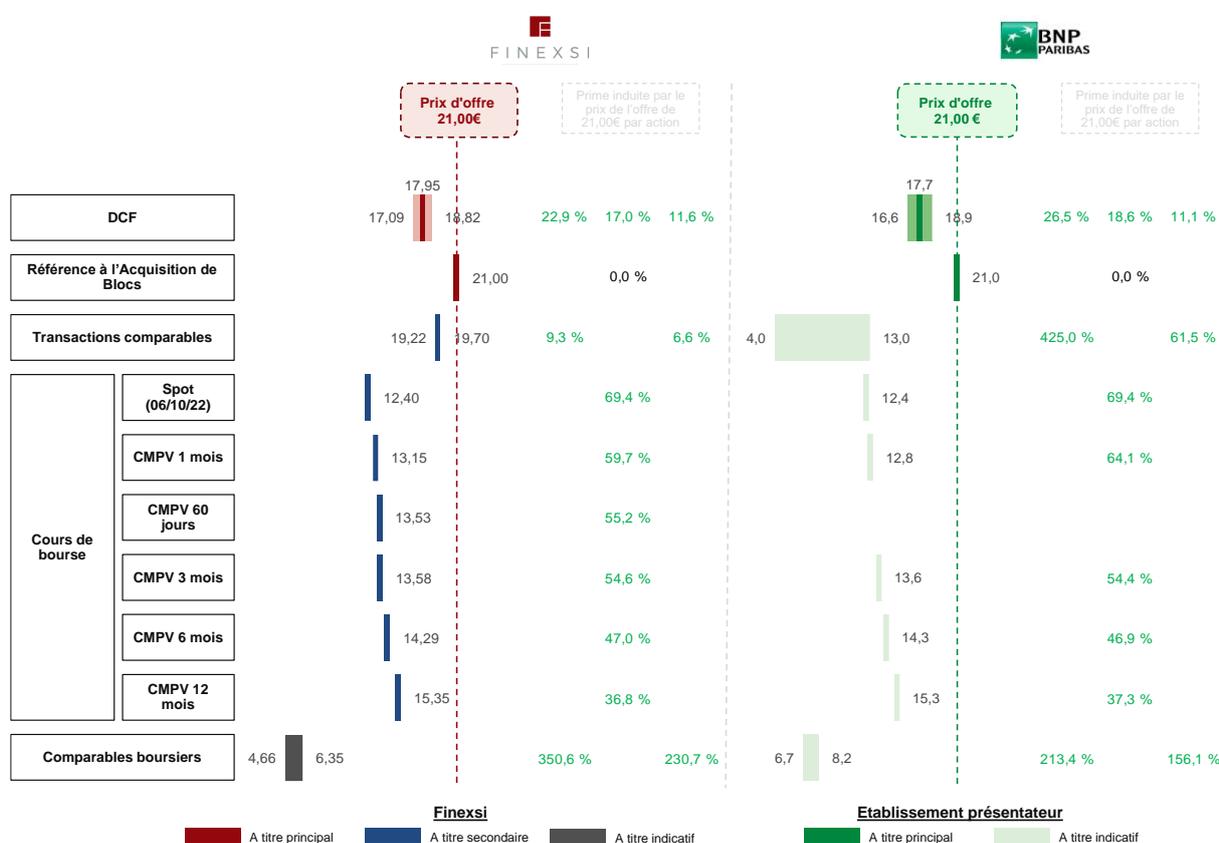
6. Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par l'Etablissement Présentateur

BNP PARIBAS, agissant en tant qu'Etablissement Présentateur de l'Offre, a préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant à la section 3 du Projet de Note d'Information.

Nous avons analysé ces éléments et nous sommes rapprochés des représentants de l'Etablissement Présentateur en charge de l'évaluation pour échanger sur les méthodes et critères d'évaluation retenus.

Les résultats de nos travaux respectifs sont synthétisés ci-après, étant précisé que nous présentons également les primes et décotes extériorisées par le prix d'Offre.

Figure 25 – Synthèse des travaux d'évaluation de FINEXSI et de l'Etablissement Présentateur



Source : Analyses FINEXSI, Projet de Note d'Information du 21 novembre 2022

6.1 Choix des critères d'évaluation

Pour la valorisation de GROUPE FLO, l'Etablissement Présentateur a retenu les mêmes méthodes et références que FINEXSI, à savoir la référence à l'Acquisition de Blocs d'Actions GROUPE FLO par BERTRAND INVEST annoncé le 7 octobre 2022 et la méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (DCF) à titre principal, ainsi que l'analyse du cours de bourse, les transactions comparables et les multiples des comparables boursiers. L'Etablissement Présentateur présente ces 3 dernières méthodes à titre indicatif, quand nous présentons l'analyse du cours de bourse et les transactions comparables à titre secondaire, et les multiples boursiers à titre indicatif.

Comme nous, l'Etablissement Présentateur a écarté les méthodes de l'actif net comptable (ANC), de l'actif net réévalué (ANR), de l'actualisation des dividendes futurs, ainsi que la référence aux objectifs de cours des analystes.

La mise en œuvre des différents critères appelle plusieurs remarques de notre part.

6.2 Mise en œuvre des différents critères

6.2.1 Données de référence

Date de valorisation

Pour la mise en œuvre des différentes méthodes, l'Etablissement Présentateur se positionne au 31 décembre 2022. Nous nous positionnons au 30 juin 2022, date des derniers états financiers disponibles.

Nombre d'actions retenu

Le nombre d'actions retenu par l'Etablissement Présentateur et FINEXSI sont identiques, ce qui n'appelle pas de commentaire de notre part.

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

Pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, l'Etablissement Présentateur a retenu un ajustement total de -24,0 M€. Pour rappel, nous retenons, quant à nous, un ajustement de -32,7 M€.

Les écarts proviennent principalement :

- de la prise en compte par l'Etablissement Présentateur d'un endettement financier net pré-IFRS 16 estimé par le management au 31 décembre 2022 (-41,5 M€), lorsque nous retenons un endettement financier net pré-IFRS 16 au 30 juin 2022, tel qu'il ressort des comptes semestriels (-46,3 M€), étant précisé que nous prenons en compte par ailleurs le flux de trésorerie du 2nd semestre 2022 dans notre approche de la valeur intrinsèque ;

- des dépôts et cautionnements liés aux établissements détenus en propre par la Société pris en compte par l'Etablissement Présentateur pour 2,6 M€ au 30 juin 2022. Nous considérons que ces actifs ne peuvent être assimilés à des éléments de trésorerie disponible en ce qu'ils conditionnent la possibilité d'exploitation par la Société de ses propres établissements ;
- des provisions pour risques nettes d'impôts retenus par l'Etablissement Présentateur pour 1,6 M€, tandis que nous retenons un montant de provisions pour risque nettes d'impôts de 2,1 M€, sur la base du montant de provisions pour risques tel qu'il ressort des comptes semestriels, et d'un taux d'impôt sur les sociétés de 25,0% au 30 juin 2022, conformément à la Loi Finance 2022, hors contribution additionnelle ;
- de la valeur actualisée du stock de déficits reportables retenue à hauteur de 10,2 M€ par la BNPP tandis que nous retenons une valeur de 10,9 M€. Cet écart non significatif est principalement lié à la modélisation et à l'actualisation de la consommation des déficits reportables au-delà de l'horizon explicite du plan d'affaires (i.e post 2026).

6.2.2 Transaction récente sur le capital de la Société

FINEXSI et BNPP ont toutes deux retenues l'Acquisition de Blocs, annoncée le 7 octobre 2022, visant les actions GROUPE FLO, détenus par SWISSLIFE GESTION PRIVEE et FOCAL, pour un prix de 21,00 € par action.

6.2.3 Actualisation des flux de trésoreries prévisionnels

Concernant les prévisions considérées

BNPP, tout comme nous, a utilisé le plan d'affaires pour la période 2022 - 2026 établi par le management, et approuvé par le Conseil d'Administration de GROUPE FLO du 14 octobre 2022.

L'Etablissement Présentateur n'a procédé à aucun ajustement de ce plan d'affaires, tandis que nous avons ajusté, dans un souci de cohérence, le niveau d'investissement estimé en 2026 des dépenses liées aux travaux de rafraîchissement d'un montant équivalent à celui estimé en 2025 (cf. détail ci-dessous).

Par ailleurs, l'Etablissement Présentateur n'a pas réalisé d'extrapolation du plan d'affaires de la Société, tandis que nous avons choisi d'extrapoler celui-ci sur une période de 4 années complémentaires, soit jusqu'en 2030, afin de refléter le potentiel de développement du parc d'établissements et du modèle d'affaires de GROUPE FLO.

Concernant les hypothèses financières

L'Etablissement Présentateur et FINEXSI retiennent un taux de croissance à l'infini de +1,5%.

Concernant le flux normatif :

- FINEXSI se positionne en 2030, à l'issue de la période d'extrapolation, quand la BNPP se situe à l'horizon du plan (i.e. 2026) ;
- FINEXSI retient une marge d'EBITDA normative de 12% en ligne avec BNPP qui retient également une marge d'EBITDA de 12%, correspondant à l'objectif de marge opérationnelle du management à l'horizon du plan d'affaires ;

- l'Etablissement Présentateur retient les mêmes hypothèses que nous en ce qui concerne (i) la variation de BFR, (ii) le taux d'impôts sur les sociétés, et (iii) le montant des autres éléments ayant un impact sur la trésorerie dans leur flux normatif.
- En revanche, la BNPP retient un flux d'investissement normatif égal au flux d'investissement retenu en 2026 dans le plan d'affaires du management, correspondant uniquement aux dépenses de maintenance des établissements détenus en propre, lorsque nous retenons également dans notre flux des dépenses liées à des travaux de rafraîchissement et de rénovations du parc d'établissements de GROUPE FLO, notamment au regard de l'hypothèse de renouvellement des concessions, en cohérence avec le maintien du niveau de chiffre d'affaires du flux normatif considéré.

Analyse du calcul du coût moyen pondéré du capital (CPMC)

Concernant le taux d'actualisation, nous retenons un coût moyen pondéré du capital de 9,40%, très proche de celui retenu par l'Etablissement Présentateur à 9,54%. Les sources d'écart sont les suivantes :

- Un taux sans risque et une prime de risque des actions déterminés sur une moyenne un an pour l'Etablissement Présentateur (respectivement 1,06% et 9,12%), contre une moyenne 3 mois retenue pour FINEXSI (respectivement 2,22% et 6,24%) ;
- Un coût de la dette retenu de 4,75% avant impôt, par l'Etablissement Présentateur, sur la base de la structure de capital actuelle de la Société. Pour notre part, nous avons situé le calcul du coût de la dette en 2026, soit un coût retenu à 4% ;
- le *gearing* de la Société a été estimé à 25,8% par l'Etablissement Présentateur. Par cohérence avec le point ci-avant, nous avons retenu le *gearing* cible à fin 2026, estimé à 12,3%

Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

La BNPP actualise les flux de trésorerie prévisionnels de GROUPE FLO à compter du 31 décembre 2022, tandis que nous retenons une date d'évaluation au 30 juin 2022.

Analyse des sensibilités et des résultats

L'Etablissement Présentateur et FINEXSI ont analysé la sensibilité de la valeur par action GROUPE FLO aux variations combinées du taux de croissance à l'infini et du taux d'actualisation. FINEXSI a également analysé la sensibilité de la valeur par action aux variations combinées de la marge opérationnelle courante normative et du taux d'actualisation et présente une sensibilité fondée sur la valeur patrimoniale des brasseries du Groupe.

La valeur par action retenue par BNPP s'établit à 17,7 € par action GROUPE FLO.

Pour FINEXSI, la valeur par action GROUPE FLO s'établit entre 17,09 € et 18,82 €, avec une valeur centrale de 17,95 € par action.

6.2.4 Analyse du cours de bourse

Comme nous, l'Etablissement présentateur a mis en œuvre une analyse du cours de bourse de la Société à partir du 6 octobre 2022, soit la dernière cotation avant l'annonce de l'accord relativement à l'Acquisition de Blocs.

L'écart entre les CPMV, ainsi que les primes et les décotes extériorisées par le prix d'Offre, que nous présentons, et ceux présentés par l'Etablissement Présentateur sont liés à la prise en compte par la BNPP de CMPV calculés à partir des cours de clôture du titre GROUPE FLO, tandis que nous les calculons à partir des CMPV intradays.

6.2.5 Multiples observés sur des transactions portant sur des sociétés comparables

Comme nous, l'Etablissement Présentateur fonde son analyse sur les multiples d'EBITDA pré-IFRS 16.

L'échantillon de transactions comparables de l'Etablissement Présentateurs est composé de 9 transactions, dont 2 communes avec notre échantillon :

- Transaction entre GRUPO VIPS et ALSEA d'octobre 2018 ;
- Transaction entre WAGAMAMA LIMITED et DUKE STREET THCP d'octobre 2018.

Les 7 autres transactions retenues par l'Etablissement Présentateur ont été exclues par nos soins pour les raisons suivantes :

- Transaction entre AUTOGRILL S.p.A et DUFY AG annoncée en juillet 2022 car cette transaction est toujours en cours et n'est formellement pas réalisée à ce jour. Nous avons néanmoins vérifié, sur la base des informations disponibles, que le multiple issu de cette transaction ne remettait pas en cause la fourchette de valorisation retenue ;
- Transaction entre QUICK et BURGER KING d'août 2021 car l'activité (spécialisé dans le *self-service*) et le positionnement de la cible (ticket moyen inférieur) ne correspondent pas à celle de GROUPE FLO ;
- Transaction entre SWH et CLAYTON DUBILIER & RICE de janvier 2019 en l'absence de données suffisantes sur cette transaction pour permettre une analyse ;
- Transaction entre COSTA COFFEE et COCA COLA GROUP d'août 2018 en raison d'une activité différente de la cible (principalement de la vente de snacks et cafés à emporter) ;
- Transaction entre SUSHI SHOP et AMREST de juillet 2018 en raison d'une activité différente de celle de GROUPE FLO (vente principalement à emporter et en livraison) ;
- Transaction entre PRET A MANGER et BRIDGEPOINT de mai 2018 en raison d'une activité différente car la cible qui se spécialise dans la vente de snacks et boissons à emporter) ; et
- Transaction entre LA PIADINERIA et PERMIRA de décembre 2017 car la cible se spécialise dans le *self-service*.

Nous avons par ailleurs ajouté trois autres transactions à notre échantillon :

- Transaction entre GOIKO GRILL et L CATERON MANAGEMENT LIMITED de juin 2018 ;
- Transaction entre BIG MAMMA et NORBERT DENTRESSANGLE Investissements d'avril 2018 ; et

- Transaction entre BUFFALO GRILL et TDR CAPITAL d'octobre 2017.

L'échantillon sélectionné par l'Etablissement Présentateur extériorise une fourchette de multiples d'EBITDA pré-IFRS 16 compris entre 5,6x et 16,4x, qui sur la base de l'EBITDA pré-IFRS 16 2022e de la Société, extériorise une valeur par action de GROUPE FLO comprise entre 4,0 € et 13,0 €.

Nous retenons pour notre part des multiples médians et moyens qui s'élève respectivement à 17,8x et 18,2x qui, appliqués à l'EBITDA pré-IFRS 16 2022e, extériorisent une valeur par action comprise entre 19,22 € et 19,70 €.

Contrairement à BNP Paribas, nous décidons de retenir cette méthode à titre secondaire en raison d'une plus grande convergence des multiples de notre échantillon de transactions de sociétés comparables.

6.2.6 Multiples observés sur les sociétés cotées comparables

L'Etablissement Présentateur ainsi que FINEXSI ont retenu l'EBITDA pré-IFRS 16 comme agrégat de référence

Nous avons retenu le même échantillon que l'Etablissement Présentateur, à l'exception de la société AUTOGRILL S.P.A qui n'a pas été retenue par ce dernier.

Toutefois, il est à noter que la base de données utilisée par BNP Paribas est différente de celle que nous utilisons. Les consensus sont donc légèrement différents d'une base de données à l'autre.

Notre base de données ne donnant pas de consensus d'EBITDA pré-IFRS 16, nous avons effectué les retraitements nécessaires pour obtenir des agrégats dépollués de la norme IFRS 16.

Comme indiqué ci-avant, compte tenu de la hausse des coûts énergétiques pris en compte dans le plan d'affaires de GROUPE FLO pour 2023, il nous a semblé plus pertinent de retenir 2024 et 2025 comme années de référence. Nos multiples sont ainsi déterminés à partir des EBITDA pré-IFRS 16 2024e et 2025e de la Société. L'Etablissement Présentateur, présente néanmoins dans la synthèse le multiple d'EBITDA pré-IFRS 16 pour l'année 2023e à titre informatif.

Comme nous, BNP Paribas présente cette méthode à titre indicatif uniquement.

7. Analyse des apports connexes à l'Offre

Comme indiqué au paragraphe 1.5 du projet de Note d'Information du 21 novembre 2022, « *hormis l'accord relatif au Transfert de Blocs décrit à la Section 1.2.1 (« Contexte de l'Offre ») du Projet de Note d'Information, le cas échéant, l'Initiateur n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre Publique de Retrait ou son issue, et l'Initiateur n'a pas connaissance de l'existence d'un tel accord.* »

L'analyse de l'Acquisition de Blocs et de ses conséquences sur l'appréciation du prix d'offre a été traitée dans la section 5.4.2 du présent rapport. Nous avons obtenu la confirmation formelle de l'Initiateur que le prix payé de 21,00 € par action est ferme et définitif et n'est assorti d'aucun mécanisme d'ajustement ni d'aucune autre disposition susceptible de conférer des avantages pécuniaires aux cédants.

Nous n'avons eu connaissance d'aucun autre accord conclu ou à conclure avec des actionnaires dans le cadre de la présente Offre, ce qui nous a également été formellement confirmé par l'Initiateur.

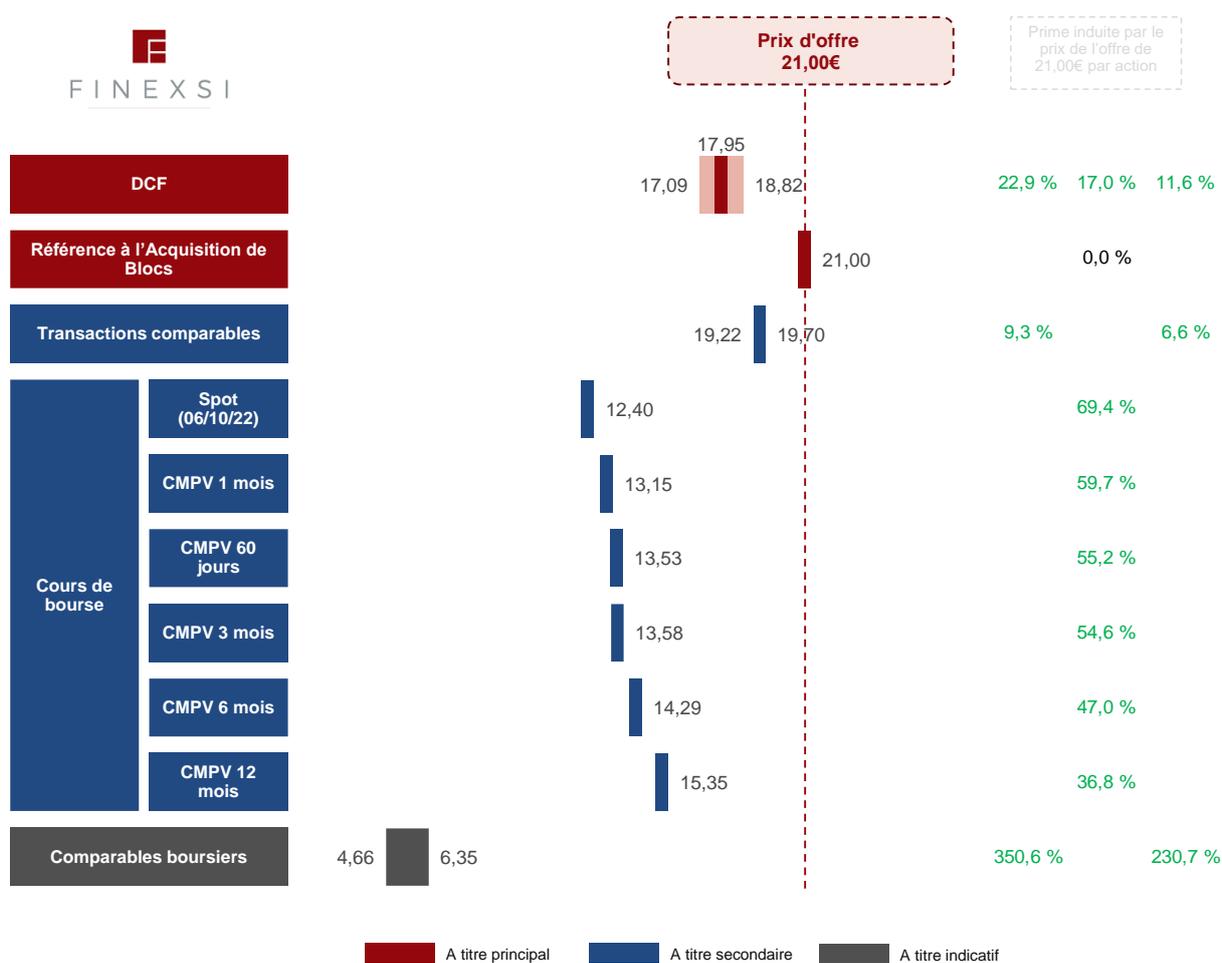
Nous n'avons donc pas connaissance d'accord connexe à l'Offre.

8. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix offert

8.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, le prix de l'Offre, soit 21,00 € par action, fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des différents critères qui ont été retenus.

Figure 26 – Synthèse des travaux d'évaluation de FINEXSI



Source : Analyses FINEXSI

8.2 Conclusion

La présente Offre Publique de Retrait est proposée à l'ensemble des actionnaires de GROUPE FLO au prix de 21,00 € par action et sera suivie d'un Retrait Obligatoire avec une indemnité égale au prix de l'Offre.

Le prix d'Offre correspond au prix de cession des actions détenues par les sociétés SWISSLIFE GESTION PRIVEE et FOCAL dans le cadre de l'Acquisition de Blocs conclue le 7 octobre 2022 représentant globalement 8,87% du capital de la Société.

Il extériorise une prime de +17,0% par rapport à la valeur intrinsèque de la Société selon la méthode du DCF, fondée sur un plan d'affaires ambitieux traduisant son potentiel de développement et considérée à titre principal. Il donne ainsi la pleine valeur de l'action aux actionnaires minoritaires sans qu'ils aient à supporter le risque d'exécution du plan d'affaires.

Il présente également des primes comprises entre +6,6% et +9,3% sur les valeurs issues de transactions comparables réalisées avant la survenance des différentes crises ayant récemment affecté le secteur, représentatives selon nous de valeurs de long terme.

Enfin, il présente une prime significative de +69,4% par rapport au cours de clôture avant annonce de l'Offre, et des primes comprises entre +38,6% et +59,7% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois.

En conséquence, nous sommes d'avis que le prix d'Offre et l'indemnité prévue dans le cadre du Retrait Obligatoire, soit 21,00 € par action, sont chacun équitables d'un point de vue financier pour l'actionnaire de GROUPE FLO.

Fait à Paris le 12 décembre 2022,

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Lucas ROBIN
Associé

PJ : Annexes

9. Annexes

9.1 Présentation du cabinet FINEXSI et déroulement de la mission

L'activité de FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités de commissariat aux comptes, d'acquisitions et cessions d'entreprises, d'apports et fusions, d'évaluation et d'expertise indépendante et d'assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs dont l'essentiel a un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 18 derniers mois

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération	Banque(s) conseil ⁽¹⁾
juin-21	Bourrelier Group	M14	Invest Securities	Offre Publique de Retrait	-
juin-21	Suez	Veolia	HSBC, Crédit Agricole CIB, Morgan Stanley, Bank of America	Offre Publique d'Achat	Goldman Sachs Rothschild & Co
juin-21	Bel	Unibel SA	BNP Paribas	Offre Publique de Retrait	Parella Weinberg Partners
juil.-21	SFL	Immobiliaria Colonial	Morgan Stanley	Offre Publique Mixte Simplifiée	Natixis Partners
août-21	Genkyotex	Calliditas Therapeutics AB	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	-
nov.-21	Prodware	Phast Invest	Banque Degroof Petercam	Offre Publique d'Achat	-
nov.-21	SQLI	DBAY Advisors	Messier & Associés	Offre Publique d'Achat	Rothschild & Co
déc.-21	LV Group	LVMH	Natixis	Offre Publique de Retrait	-
mai-22	Pierre & Vacances Center Parcs	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée et augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription	-
mai-22	Figeac Aero	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée à Tikehau Ace Capital	N/A
mai-22	Ucar	Goa LCD (filiale de Cosmobilis)	Rothschild Martin Maurel	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Rothschild & Co
juil.-22	Nextstage	Nextstage Evergreen	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
août-22	Technicolor Creative Studios	N/A	N/A	Introduction en Bourse et distribution simultanée de 65% des titres aux actionnaires de Technicolor	-
sept.-22	Cast	Financière Da Vinci	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
oct.-22	Bluelinea	Apicil	CIC Market Solutions	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
oct.-22	EDF	Etat français	Goldman Sachs, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Lazard, BNP Paribas, Morgan Stanley
déc.-22	Somfy	J.P.J.S., JP3	Rothschild Martin Maurel, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Natixis, Portzamparc BNP Paribas et Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Rothschild & Cie

⁽¹⁾ : si différent de la banque présentatrice

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 95 K€, hors taxes, frais et débours. Les temps consacrés à cette mission sont de l'ordre de 360h.

Description des diligences effectuées

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- La prise de connaissance détaillée de l'Opération, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'examen de la performance financière historique de GROUPE FLO ;
- L'obtention du plan d'affaires établi par le management de GROUPE FLO qui couvre la période 2022-2026 et qui a fait l'objet d'une validation par le Conseil d'Administration de GROUPE FLO le 14 octobre 2022 ;
- L'examen des transactions intervenues récemment sur le capital de GROUPE FLO et notamment l'Acquisition de Blocs ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de GROUPE FLO, qui comprend notamment :
 - L'analyse des risques et opportunités identifiés pour GROUPE FLO susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;
 - L'analyse de l'information publique disponible ;
 - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - L'analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente ;
 - L'analyse détaillée des comptes, du budget de l'exercice en cours et du plan d'affaires avec le *management* de la Société et les responsables opérationnels, intégrant l'identification des hypothèses structurantes sur lesquelles s'appuie le plan d'affaires de GROUPE FLO et l'appréciation de leur pertinence ;
 - L'identification et l'analyse des sociétés cotées comparables et des transactions comparables récentes sur la base des données publiques disponibles ;
 - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées ;

- Sur ces bases, l'examen du positionnement du prix de l'Offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation retenus ;
- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par BNP PARIBAS en qualité d'établissement présentateur de l'Offre ;
- La restitution au fur et à mesure de nos travaux auprès du Comité ad hoc chargé de superviser l'avancement de notre mission ;
- L'établissement d'un rapport présenté sous forme d'une attestation d'équité exposant les travaux d'évaluation des actions GROUPE FLO et notre opinion quant au caractère équitable du prix d'Offre de 21,00 € par action.

Calendrier de l'étude

14 octobre 2022	Désignation de FINEXSI comme expert indépendant par le Conseil d'Administration de GROUPE FLO
17 octobre 2022	Réunion avec le Comité ad hoc
Semaine du 27 octobre 2022	Réunion de travail et échanges avec la direction financière de GROUPE FLO notamment sur la revue des comptes consolidés au 30 juin 2022, sur la présentation du plan d'affaires de la Société, sur ses perspectives de développement et sur son environnement économique et concurrentiel
7 novembre 2022	Présentation du plan d'affaires de la Société par la direction financière de GROUPE FLO
9 novembre 2022	Réunion avec l'Etablissement Présentateur de l'Offre portant sur son rapport d'évaluation
10 novembre 2022	2 ^{ème} point d'étape avec le Comité ad hoc sur nos analyses préliminaires
10 novembre 2022	Echange avec l'Initiateur à propos des synergies entre GROUPE FLO et GROUPE BERTRAND et à propos du processus d'Acquisition de Blocs
18 novembre 2022	Echange avec l'Initiateur à propos du processus d'Acquisition de Blocs
23 novembre 2022	3 ^{ème} point d'étape avec le Comité ad hoc
Semaine du 28 novembre 2022	Réunions de travail avec la Société sur les sujets de valorisation
8 décembre 2022	Réunion avec le comité ad hoc pour présenter notre projet de rapport
9 décembre 2022	Finalisation du contrôle qualité

12 décembre 2022	<p>Obtention des lettres d'affirmation de la part de l'Initiateur et de la Cible.</p> <p>Remise du rapport d'évaluation et présentation au Conseil d'Administration de GROUPE FLO</p>
------------------	---

Liste des personnes rencontrées ou contactées

GROUPE FLO / GROUPE BERTRAND

- Christophe GASCHIN, Président du Conseil d'Administration de GROUPE FLO
- Alexandre BASSEUR, Directeur Administratif et Financier

Conseil juridique : CABINET GINESTIE MAGELLAN PALEY-VINCENT

- François DEVEDJIAN, Avocat-associé
- Fabienne KEREBEL, Avocate

Comité ad hoc

- Madame Bénédicte HAUTEFORT, Administratrice indépendante
- Madame Christine de GOUVION SAINT-CYR, Administratrice indépendante
- Madame Dominique ESNAULT, Administratrice indépendante

BNP PARIBAS

- Monsieur Olivier RINAUDO, *Managing Director*
- Madame Virginie SCOTTO, Directrice
- Monsieur Thomas HULCOURT-GILLO, Analyste
- Monsieur Hugo SCHRANTZ, Analyste
- Monsieur Antoine JOVENIN, Analyste stagiaire

Sources d'information utilisées

Les principales informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs natures :

Informations communiquées par GROUPE FLO :

- Documentation financière relative à l'Opération ;
- Documentation juridique « Corporate », comptable et financière ;
- Plan d'affaires 2022B - 2026e ;
- Etudes sectorielles et concurrentielles 2021 de GIRA CONSEIL.

Informations de marché :

- Communication financière de GROUPE FLO entre 2017 et 2022 ;
- Communication de GROUPE FLO relative à l'Opération (communiqué de presse) ;
- Cours de bourses, comparables boursiers et transactionnels : CAPITAL IQ, EPSILON et MERGERMARKET ;
- Données de marchés (taux sans risques, prime de risque, bêta, etc.) : CAPITAL IQ, ASSOCIES EN FINANCE, DAMODARAM, DUFF & PHELPS ;
- Données macroéconomiques et sectorielles : études XERFI, études GIRA CONSEIL.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Le signataire, Lucas ROBIN (associé), a notamment été assisté d'Adeline BURNAND (Senior Manager), Célio SIMON (Senior) et Grégoire MICHAUX (Analyste).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, associé du cabinet.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiés au cours de la mission jusqu'à la sortie du rapport. Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'évaluation. Ses diligences ont principalement consisté en :

- La revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet ;
- La revue des analyses et travaux d'évaluation mis en œuvre par l'équipe et des conclusions issues de ces travaux ;
- La revue des documents permettant le fondement de l'opinion de l'associé signataire et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport.

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec l'associé signataire.

9.2 Lettre de mission

GROUPE FLO

PARIS

FINEXSI
A l'attention de
Monsieur Lucas ROBIN
14, rue de Bassano
75116 PARIS

Paris, le 9 novembre 2022

Monsieur,

GROUPE FLO SA (ci-après « GROUPE FLO » ou la « Société ») est la société mère du groupe éponyme GROUPE FLO qui intervient en France sur le marché de la consommation alimentaire hors domicile, au sein de la restauration commerciale, et plus particulièrement du service à table.

Ses actions sont admises aux négociations sur le compartiment B d'EURONEXT Paris.

La Société est détenue depuis 2017 par GROUPE BERTRAND (ci-après « l'Initiateur »), groupe privé français intervenant notamment sur les marchés de la restauration et de l'hôtellerie.

En août 2019, GROUPE BERTRAND détenait 77,2% du capital de la Société en suite de l'acquisition d'un bloc de 6,2% du capital de GROUPE FLO auprès du fonds d'investissement AMIRAL GESTION au prix de 0,208€ par action¹. Le capital social de la Société a depuis fait l'objet d'un regroupement d'actions, selon un ratio de 100 (AGM du 24 juin 2021)

A la suite de cette acquisition de bloc, GROUPE BERTRAND a déposé en novembre 2019 un projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ou « OPAS ») sur le solde des actions GROUPE FLO non détenues, aux mêmes conditions que celles de l'acquisition de bloc et envisageait, le cas échéant, de demander la mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

À l'issue de l'OPAS close le 6 décembre 2019, GROUPE BERTRAND détenait 83,06% du capital et 83,63% des droits de vote de GROUPE FLO. Les conditions requises n'étant alors pas remplies, l'initiateur n'avait pas pu demander la mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

Le 5 juillet 2021, GROUPE BERTRAND a franchi à la hausse le seuil de 90 % des droits de vote de GROUPE FLO (i.e. 90,08%) suite à une attribution de droits de vote double compte tenu de la durée de détention d'un certain nombre d'actions au nominatif (i.e. plus de 4 ans).

Le 7 octobre 2022, GROUPE BERTRAND a annoncé avoir conclu un accord avec la société SWISSLIFE GESTION PRIVEE, ainsi qu'avec la société FOCAL, actionnaires de GROUPE FLO, relativement à l'acquisition auprès de plusieurs actionnaires de blocs d'actions représentant un total de 679.062 actions, soit 8,87% du capital et 5,19% des droits de vote de GROUPE FLO, pour un prix par action de 21,00 euros (« l'Acquisition de Blocs »).

¹ correspondant à un prix actuel de 20,80€.

W

GROUPE FLO

PARIS

A l'issue de cette acquisition, GROUPE BERTRAND détient 91,94% du capital et 95,19% des droits de vote de GROUPE FLO.

Disposant de plus de 90% de GROUPE FLO, GROUPE BERTRAND va déposer un projet d'offre Publique de Retrait (OPR) suivie par un Retrait Obligatoire (RO) sur les actions GROUPE FLO qu'il ne détient pas à l'issue de cette acquisition, à un prix identique à l'Acquisition de Blocs, soit 21,00€ par action. L'objectif sera de retirer GROUPE FLO de la cote.

Dans ce cadre, FINEXSI a été désigné en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration de la Société réuni le 14 octobre 2022, sur la recommandation du comité ad hoc constitué le 12 octobre 2022, afin d'apprécier les conditions financières de l'Offre et son caractère équitable pour les actionnaires de GROUPE FLO.

Vos travaux sont conduits sous la supervision de ce comité *ad hoc*.

C'est dans ces conditions que nous vous faisons parvenir cette lettre de mission dont le contenu a été validé par le comité *ad hoc*.

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

Votre mission consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'OPR-RO et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « Mission »).

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres GROUPE FLO qui sera proposé aux actionnaires minoritaires, et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'OPR-RO. Elle devra permettre au Conseil d'Administration de GROUPE FLO d'apprécier les conditions financières de l'OPR-RO afin de rendre un avis motivé.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions suivantes de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF :

261 - 1 I. « La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

GROUPE FLO

PARIS

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

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

[GROUPE FLO est déjà contrôlée par l'Initiateur lors du lancement de l'OPR] :

261 - 1 II. « *La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-16.* »

[L'objectif de l'Opération est de retirer GROUPE FLO de la cote]

Calendrier envisagé de l'opération

Votre mission s'inscrira dans le calendrier suivant concernant l'Offre, étant rappelé que votre mission a commencé fin octobre 2022.

Semaine du 21/11/2022 :	Date de dépôt par l'initiateur de la note d'information
Début décembre 2022 :	Date prévue de remise de votre rapport
Début décembre 2022 :	Conseil d'Administration de GROUPE FLO pour émettre son avis motivé sur le projet d'Offre
Semaine du 12/12/2022 :	Dépôt du projet de note en réponse
10/01/2023 :	Collège de l'AMF

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du Règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. Vous nous avez confirmé lors de nos échanges que vous disposiez d'ores et déjà de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport.

En outre, dans le cadre d'une offre de fermeture, un délai minimum de 15 jours de bourse doit être respecté entre le dépôt du projet de note d'information par l'initiateur et le dépôt du projet de note en réponse intégrant le rapport de l'expert indépendant.

Le calendrier prévu est conforme à ces délais.



GROUPE FLO

PARIS

Diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par FINEXSI dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du Règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation de l'AMF 2006-15 :

- Des entretiens réguliers avec le management de la Société et le comité *ad hoc* ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de GROUPE FLO (analyse des transactions récentes intervenues sur le capital, DCF, analyse du cours de bourse, comparables boursiers, transactions comparables, etc.) ;
- L'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur de l'OPR-RO ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ;
- La gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.

Le cas échéant, vous serez également amenés à analyser les opérations connexes à l'OPR susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre, conformément aux alinéas 2 et 4 de l'Article 261-1 du règlement précité, et en particulier les éventuels accords conclus dans le cadre de l'acquisition des blocs.

Conflit d'intérêt

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés, sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Veuillez agréer, Monsieur, l'expression de nos salutations distinguées.



Christophe GASCHIN
Président du Conseil d'Administration

Liste des figures

Figure 1 - Historique de GROUPE FLO	19
Figure 2 - Organigramme de GROUPE FLO AU 1 ^{er} septembre 2022	23
Figure 3 - Présentation des activités de GROUPE FLO	24
Figure 4 – Ventilation du chiffre d'affaires 2021 du GROUPE FLO par branche*	25
Figure 5 – Ventilation du parc de restaurants du GROUPE FLO au 31 décembre 2021	25
Figure 6 - Nombre de restaurants HIPPOPOTAMUS depuis 2015.....	26
Figure 7 - Nombre de restaurants Brasseries depuis 2015.....	27
Figure 8 – Répartition du nombre d'établissements de la CAHD par secteur d'activité en 2021 .	28
Figure 9 - Répartition du chiffre d'affaires de la CAHD par secteur d'activité en 2021	28
Figure 10 - Evolution du nombre d'établissements de la CAHD par secteur d'activité entre 2017 et 2021 (en k)	29
Figure 11 - Evolution du chiffre d'affaires de la CAHD par secteur d'activité entre 2017 et 2021 (en Mds €).....	29
Figure 12 - Evolution du nombre d'établissements dans le secteur de la Restauration commerciale entre 2017 et 2021	31
Figure 13 - Evolution du chiffre d'affaires dans le secteur de la Restauration commerciale entre 2017 et 2021.....	31
Figure 14 - Ticket moyen HT en 2022 par enseigne et rapport à la concurrence (en €)	32
Figure 15 - Répartition du nombre d'établissements au sein de la Restauration commerciale en France par typologie d'acteurs en 2021.....	33
Figure 16 - Répartition du chiffre d'affaires au sein de la Restauration commerciale en France par typologie d'acteurs en 2021	33
Figure 17 - Présentation des principales chaînes par sous-segment au sein de la Restauration commerciale en France.....	34
Figure 18 – Chiffre d'affaires des principaux acteurs du sous-segment Grill en 2021 (M€)	35
Figure 19 – Evolution du chiffre d'affaires et du nombre de restaurants détenus en propre par le GROUPE FLO entre 2017 et 2021 (en M€)	38
Figure 20 – Evolution de l'EBITDA (en M€) et de la marge d'EBITDA (en %) de GROUPE FLO entre 2017 et 2021.....	39
Figure 21 – Evolution et ventilation par branche d'activité de l'EBITDA (en M€), de la contribution à l'EBITDA opérationnel (en %), et de la marge d'EBITDA (en %) de GROUPE FLO entre 2017 et 2021.....	39
Figure 22 – Evolution du résultat opérationnel et du résultat net part de GROUPE FLO entre 2017 et 2021 (en M€)	41
Figure 23 – Matrice SWOT de GROUPE FLO	46
Figure 24 – Evolution du cours de l'action GROUPE FLO sur les deux années précédant le 7 octobre 2022.....	58
Figure 25 – Synthèse des travaux d'évaluation de FINEXSI et de l'Etablissement Présentateur ..	63
Figure 26 – Synthèse des travaux d'évaluation de FINEXSI.....	70