

PROJET DE NOTE

SOU MIS A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

PREPARE PAR



EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

DEPOSE PAR PAR LA SOCIETE

HOMAIR INVESTISSEMENT SAS



Le présent projet de note en réponse a été établi et déposé auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (l'« AMF ») le 13 octobre 2014, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du Règlement général de l'AMF. Il fait suite au projet de note d'information établi et déposé par la société Homair Investissement auprès de l'AMF le 13 octobre 2014 conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-16 et 231-18 du Règlement général de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application de l'article 261-1, I et II du Règlement général de l'AMF, le rapport de la société Salustro & Associés, agissant en qualité d'expert indépendant, est annexé au présent projet de note en réponse.

LE PRÉSENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTE SOUMIS A L'EXAMEN DE L'AMF

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites internet de la société Homair Vacances (www.homair-finance.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), et peut être obtenu sans frais auprès de la société Homair Vacances, à son siège social situé au 570, avenue du Club Hippique – Immeuble le Derby – 13090 Aix-en-Provence.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, le document contenant les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la société Homair Vacances, sera déposé auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, selon les mêmes modalités.

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES PRINCIPALES CONDITIONS DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE PAR LA SOCIETE HOMAIR VACANCES.....	4
2.	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OPERATION.....	5
2.1.	1 ^{ère} Acquisition : Acquisition par l'Initiateur de l'intégralité du capital de la société Iliade.....	5
2.2.	2 ^{ème} Acquisition : acquisition par l'Initiateur des actions et BSA Homair Vacances détenus par les personnes agissant de concert avec Iliade	6
2.3.	Motif de l'Offre.....	7
2.4.	Répartition du capital et des droits de vote de la Société et des BSA Erreur ! Signet non défini.	
3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	8
4.	AVIS DE L'EXPERT INDEPENDANT	9
5.	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	9
5.1.	Structure du capital de la Société.....	9
5.2.	Restrictions à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions de la Société, ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	10
5.3.	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce	11
5.4.	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux	11
5.5.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel.....	11
5.6.	Accords entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.....	11
5.7.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de surveillance et Directoire ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	11
5.8.	Pouvoirs du Conseil de surveillance et du Directoire en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	12
5.9.	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	12
5.10.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire et du Conseil de surveillance 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.....	12
6.	ACCORDS OU ELEMENTS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE ET SUR SON ISSUE	13
6.1.	Accord d'Investissement	13
6.2.	Pacte d'Actionnaires de Homair Investissement.....	15

6.3. Contrat d'Acquisition.....	16
6.4. Contrats de liquidité à conclure avec les bénéficiaires d'Actions Gratuites	16
7. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE.....	17
8. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE.....	17
ANNEXE – Rapport de l'expert indépendant.....	Erreur ! Signet non défini.

1. PRESENTATION DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE DEPOSEE PAR LA SOCIETE HOMAIR INVESTISSEMENT SAS

1.1. Présentation de l'Initiateur

Homair Investissement est une société par actions simplifiée au capital de 722.523,40 euros, dont le siège social est situé au 8 rue Lemercier, 75017 Paris, et dont le numéro d'identification est 801 407 800 RCS Paris (l'"**Initiateur**" ou "**Homair Investissement**").

Homair Investissement a été constituée et est contrôlée par CEP IV Investment 1 S.à r.l. ("**CEP IV Investment 1**"), une société de droit luxembourgeois dont l'intégralité des fonds propres est détenue par CEP IV Participations S.à r.l., qui est elle-même contrôlée par un fonds géré par The Carlyle Group.

1.2. Présentation de la société objet de l'offre

Homair Vacances est une société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 12.396.398 euros dont le siège social est situé au 570, avenue du Club Hippique – Immeuble le Derby – 13090 Aix-en-Provence, et dont le numéro d'identification est 484 881 917 RCS Aix-en-Provence ("**Homair Vacances**" ou la "**Société**").

Les actions Homair Vacances sont admises aux négociations sur le marché Alternext d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0010307322.

1.3. Conditions de l'offre publique d'achat déposée par Homair Investissement

En application des articles 234-2 et 235-2 du Règlement général de l'AMF, l'Initiateur a déposé auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de Homair Vacances (l'"**Offre**").

L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société en circulation non détenue directement ou indirectement, à la date de dépôt de l'Offre, par l'Initiateur, à l'exception (i) des 998.900 actions auto-détenues par la Société et (ii) des 93.150 actions sous-jacentes au plan d'attribution gratuite d'actions arrêté par le directoire d'Homair Vacances le 2 avril 2013 et dont ni la période d'acquisition ni la période de conservation n'aura expiré à la date de clôture de l'Offre. Il est précisé néanmoins que dans l'hypothèse où certaines actions gratuites seraient attribuées définitivement et deviendraient cessibles par anticipation pendant la durée de l'Offre pour cause de décès ou d'invalidité du bénéficiaire, ces actions gratuites pourraient également être apportées à l'Offre conformément aux dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce.

Homair Vacances est détenue, à la date du présent projet de note en réponse, (i) à hauteur de 90,72% de son capital par Homair Investissement, et (ii) à hauteur de 1,22% par le public, étant précisé que la Société auto-détient 998.900 actions représentant 8,06% de son capital.

L'Initiateur détenant plus de 50% du capital social et des droits de vote de Homair Vacances, l'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément à l'article 233-1 du règlement général de l'AMF. La durée de l'Offre sera de dix (10) jours de négociation. Elle sera suivie d'une procédure de retrait obligatoire.

2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OPERATION

Aux termes d'un contrat signé le 20 juin 2014 (tel qu'amendé par la suite, le "**Contrat d'Acquisition**"), les actionnaires d'Iliade SAS ("**Iliade**") (à savoir des fonds gérés par Montefiore Investment SAS et Naxicap Partners) et les personnes agissant de concert avec Iliade se sont engagés à céder à l'Initiateur la totalité des actions composant le capital d'Iliade ainsi que les actions et bons de souscription d'actions ("**BSA**") de Homair Vacances qu'ils détenaient en direct, soit l'acquisition directe et indirecte par cette dernière d'environ 90,72% du capital et 92,55% des droits de vote théoriques d'Homair Vacances (l'"**Acquisition**").

Le 20 juin 2014, Homair Vacances a annoncé la signature du Contrat d'Acquisition, en précisant (i) que celui-ci prévoyait un mécanisme d'ajustement du prix de cession de sorte que le prix de cession définitif serait déterminé ultérieurement et devrait être compris entre 8,50 euros et 8,80 euros, et (ii) que l'Acquisition restait soumise à des conditions suspensives usuelles et notamment à l'obtention d'autorisations en matière de contrôle des concentrations et à la réalisation de l'acquisition par le groupe Homair Vacances de 100% du capital de la société Eurocamp Limited.

Le 10 septembre 2014, Homair Vacances a annoncé avoir finalisé l'acquisition d'Eurocamp suite notamment à l'approbation des autorités de la concurrence du Royaume-Uni (CMA).

Compte tenu de la réalisation des conditions suspensives prévues dans le Contrat d'Acquisition, la société Homair Investissement a procédé à l'acquisition indirectement et directement des actions et BSA Homair Vacances en deux temps :

- Le 25 septembre 2014 : acquisition de 100% du capital et des droits de vote de Iliade (la "**1ère Acquisition**") ;
- Le 8 octobre 2014 : acquisition des actions et BSA Homair Vacances détenus par les personnes agissant de concert avec Iliade (des dirigeants et anciens dirigeants de Homair Vacances et Montefiore Investment) (la "**2ème Acquisition**").

2.1. 1^{ère} Acquisition : Acquisition par l'Initiateur de l'intégralité du capital de la société Iliade

Le 25 septembre 2014, Homair Investissement a procédé à l'acquisition de 100% du capital et des droits de vote de Iliade, qui détenait seule 10.280.128 actions représentant 82,93% du capital et 86,56% des droits de vote de Homair Vacances, 2.962.896 BSA 1, 569.467 BSA 3 et 468.698 BSA 4, auprès de :

- FPCI Hotels & Leisure III, fonds professionnel de capital investissement géré par Montefiore Investment SAS, qui détenait 40,99% du capital et des droits de vote de Iliade ;
- FPCI Montefiore Investment II, fonds professionnel de capital investissement géré par Montefiore Investment SAS, qui détenait 18,24% du capital et des droits de vote de Iliade ;

- Banque Populaire Développement, qui détenait 22,66% du capital et des droits de vote de Iliade ;
- FPCI CapEntrepreneurs, fonds professionnel de capital investissement géré par capAtria SAS, qui détenait 6,17% du capital et des droits de vote de Iliade ;
- FPCI Naxicap Secondary Opportunities III, fonds professionnel de capital investissement géré par Naxicap Partners SA, qui détenait 11,94% du capital et des droits de vote de Iliade.

Les prix par action Homair Vacances et par BSA résultant par transparence de cette opération s'élevaient à :

- 8,6949 euros par action Homair Vacances ;
- 7,9049 euros par BSA 1 ;
- 6,4049 euros par BSA 3 ;
- 3,9049 euros par BSA 4.

Chaque BSA 1 donne le droit de souscrire, contre le paiement d'un prix d'exercice de 1 euro, à une action de Homair Vacances de 1 euro de valeur nominale. Les BSA 1 sont exerçables jusqu'au 5 janvier 2016 sans condition.

Chaque BSA 3 donne le droit de souscrire, contre le paiement d'un prix d'exercice de 2,5 euros, à une action de Homair Vacances de 1 euro de valeur nominale. Les BSA 3 sont exerçables jusqu'au 11 février 2019 sous condition de présence effective du titulaire dans la Société à la date d'exercice.

Chaque BSA 4 donne le droit de souscrire, contre le paiement d'un prix d'exercice de 5 euros, à une action de Homair Vacances de 1 euro de valeur nominale. Les BSA 4 sont exerçables jusqu'au 28 janvier 2021 sous condition de présence effective du titulaire dans la Société à la date d'exercice.

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, l'Initiateur a déclaré, le 1^{er} octobre 2014, auprès de l'AMF avoir franchi en hausse, le 25 septembre 2014, les seuils de 50% du capital et des droits de vote de Homair Vacances. Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF, le 2 octobre 2014, sous le numéro 214C2051.

2.2. 2^{ème} Acquisition : acquisition par l'Initiateur des actions et BSA Homair Vacances détenus par les personnes agissant de concert avec Iliade

Le 8 octobre 2014, en vertu du Contrat d'Acquisition, la société Homair Investissement a procédé à l'acquisition des actions et BSA Homair Vacances détenus par les personnes agissant de concert avec Iliade (étant précisé que Monsieur Jérôme Faucheur de Battisti a apporté l'intégralité de ses actions Homair Vacances ainsi que 30.000 BSA 3 à Homair Investissement à des valeurs d'apport égales à leur prix dans le cadre de l'Acquisition, et a cédé le solde de ses BSA à Homair Investissement) :

	Nombre d'actions Homair Vacances	BSA 1	BSA 3	BSA 4	BSA 1 - 2013	BSA 2 - 2013
<i>Eric Bismuth</i>	45 033	27 828				
<i>Daniel Elalouf</i>	14 122	9 276				
<i>Jean-Marc Espalioux</i>	90 152					
<i>Anne Espalioux</i>	19 699					
<i>Daniel Guez</i>	1 221		318 781			
<i>SARL Pèbre</i>	795 710					
<i>Jérôme Faucheur de Battisti</i>	407		159 391		420 000	180 000
<i>Naxicap Partners</i>						
<i>Alain Calmé</i>				531 302	450 000	300 000
<i>Alain Calmé Conseil</i>					250 000	
<i>Jérôme Destoppeleir</i>					280 000	120 000
<i>Eric Larelle</i>					70 000	30 000
<i>Nicholas Riggs</i>					70 000	30 000
<i>Françoise Boissin</i>			7 970			
Total	966 344	37 104	486 142	531 302	1 540 000	660 000

La 2^{ème} Acquisition a été réalisée aux mêmes prix par action Homair Vacances et par BSA 1, BSA 3 et BSA 4 que les prix résultant de la 1^{ère} Acquisition, soit :

- 8,6949 euros par action Homair Vacances ;
- 7,9049 euros par BSA 1 ;
- 6,4049 euros par BSA 3 ;
- 3,9049 euros par BSA 4.

Par ailleurs, le prix par BSA 1-2013 s'élève à 1,9049 euro, et le prix par BSA 2-2013 à 0,10 euro.

Chaque BSA 1- 2013 donne le droit de souscrire, contre le paiement d'un prix d'exercice de 7 euros, à une action de Homair Vacances de 1 euro de valeur nominale. Les BSA 1 - 2013 seront exerçables du 2 avril 2018 au 2 avril 2020 sous condition de présence effective du titulaire dans la Société à la date d'exercice.

Chaque BSA 2- 2013 donne le droit de souscrire, contre le paiement d'un prix d'exercice de 10 euros, à une action de Homair Vacances de 1 euro de valeur nominale. Les BSA 2 - 2013 seront exerçables du 2 avril 2018 au 2 avril 2020 sous condition de présence effective du titulaire dans la société à la date d'exercice.

2.3. Motif de l'Offre

Conformément à la réglementation boursière et en application notamment des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a déposé la présente Offre.

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le conseil de surveillance de la société Homair Vacances s'est réuni le 10 octobre 2014 afin d'examiner les conditions de l'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt qu'elle représente pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

A cette réunion Monsieur Pierre-Olivier Desplanches (Président), Monsieur Eric Bismuth, Monsieur Martin Vial, Madame Barbara Imbs (par visioconférence) étaient présents, Monsieur Jonathan Zafrani était représenté par Monsieur Pierre-Olivier Desplanches, et Monsieur Alain Calmé (Président du Directoire) assistait également au conseil.

La séance était présidée par Monsieur Pierre-Olivier Desplanches en sa qualité de Président.

« Les membres du Conseil de Surveillance ont pris connaissance des documents suivants :

- *Le projet de note d'information établi par Homair Investissement contenant notamment (i) les motifs et intentions de cette dernière et (ii) la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'offre publique d'acquisition qui sera suivie d'une procédure de retrait obligatoire (l'« **Offre** ») préparée par Portzamparc Société de Bourse, banque présentatrice de l'Offre ;*
- *Le rapport établi par Salustro & Associés, représenté par M. Olivier Salustro, en date du 10 octobre 2014, en sa qualité d'expert indépendant ; et*
- *le projet de note en réponse de la Société prévu par l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF.*

M. Olivier Salustro, du cabinet Salustro & Associés, a été nommé expert indépendant dans le cadre de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF. Il a à ce titre établi un rapport d'expertise sur les conditions financières de l'Offre. M. Olivier Salustro expose aux membres du Conseil les diligences qu'il a effectuées dans ce cadre. Aux termes de ses travaux, M. Olivier Salustro conclut que le prix offert de 8,70 € par action de la Société est équitable.

Après avoir remercié M. Olivier Salustro pour son exposé, et après examen des documents, les membres du Conseil de Surveillance ont procédé à un échange de vues sur l'ensemble de ces éléments. Messieurs Pierre-Olivier Desplanches et Eric Bismuth et Madame Barbara Imbs indiquent au Conseil de Surveillance qu'ils sont également membres des organes sociaux de Homair Investissement (tout comme Monsieur Jonathan Zafrani qui est représenté).

Les membres du Conseil de Surveillance constatent que le prix de l'Offre est de 8,70 € et fait ainsi ressortir une prime de 4,1% sur le cours moyen pondéré 1 mois et de 6,3% sur le cours moyen pondéré 3 mois au 25 septembre 2014. Le cabinet Salustro & Associés, représenté par M. Olivier Salustro, agissant en qualité d'expert indépendant en application des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, ayant procédé à une approche d'évaluations multicritères et examiné l'ensemble des conditions du projet d'Offre, a ainsi conclu au caractère équitable pour les actionnaires du prix par action proposé par l'Initiateur. Le Conseil de Surveillance relève que l'Offre représente une opportunité de liquidité immédiate et intégrale pour l'ensemble des actionnaires de la Société, cette opportunité étant offerte au même prix que le prix de cession des actionnaires majoritaires lors de la cession d'un bloc de contrôle à l'Initiateur.

En outre, le Conseil de Surveillance constate que Homair Investissement entend soutenir le développement stratégique de la Société, en s'appuyant sur l'équipe de direction de la Société.

À la lumière des éléments qui précèdent, le Conseil de Surveillance, après en avoir délibéré et statuant à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, approuve le projet d'offre publique tel qu'il lui a été présenté et considère qu'il est conforme aux intérêts de Homair Vacances, de ses actionnaires et de ses salariés. En conséquence, le Conseil de Surveillance recommande aux actionnaires d'apporter leurs titres à l'Offre, qu'il juge équitable, et précise que leurs titres seront, quel que soit le résultat de l'offre publique d'acquisition, transférés à Homair Investissement dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire, moyennant une indemnisation identique au prix de l'offre nette de tous frais.

Par ailleurs, le Conseil de Surveillance prend acte du fait que les actions auto-détenues ne sont pas visées par l'Offre.

Les membres du Conseil de Surveillance ne détenant pas de titres de la Société, à l'exception des actions de membre du Conseil de surveillance qu'ils détiennent conformément aux statuts, ils ne sont pas en mesure de faire part d'une intention d'apporter ou non leurs titres à l'Offre. »

4. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

La Société a désigné en date du 8 septembre 2014 la société Salustro & Associés, représentée par Monsieur Olivier Salustro, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire qui suivra, dans le cadre des dispositions de l'article 261-1 I et II du Règlement général de l'AMF.

L'expert indépendant a remis son rapport le 10 octobre 2014, lequel est annexé au présent projet de note en réponse.

5. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

5.1. Structure du capital de la Société

A la date du présent projet de note en réponse, le capital social d'Homair Vacances s'élève à 12.396.398 euros et est divisé en 12.396.398 actions ordinaire de 1,00 euro de valeur nominale chacune et est réparti de la façon suivante :

	Capital		Droit de vote		BSA 1	BSA 3	BSA 4	BSA 1 - 2013	BSA 2 - 2013
<i>Homair Investissement via Iliade</i>	10 280 128	82,93%	19 168 951	90,00%	2 962 896	569 467	468 698		
<i>Homair investissement en direct</i>	966 344	7,80%	966 344	4,54%	37 104	486 142	531 302	1 540 000	660 000
Total Homair Investissement directement et indirectement	11 246 472	90,72%	20 135 295	94,53%	3 000 000	1 055 609	1 000 000	1 540 000	660 000
Auto-contrôle	998 900	8,06%	998 900	4,69%					
Flottant	151 026	1,22%	165 518	0,78%					
Total	12 396 398	100,00%	21 299 713	100,00%	3 000 000	1 055 609	1 000 000	1 540 000	660 000

Il est en outre rappelé l'existence de 93.150 actions sous-jacentes au plan d'attribution gratuite d'actions arrêté par le directoire d'Homair Vacances le 2 avril 2013 et dont ni la période d'acquisition ni la période de conservation n'aura expiré à la date de clôture de l'Offre (les "**Actions Gratuites**"). Il est précisé néanmoins que dans l'hypothèse où certaines Actions Gratuites seraient attribuées définitivement et deviendraient cessibles par anticipation pendant la durée de l'Offre pour cause de décès ou d'invalidité du bénéficiaire, ces Actions Gratuites pourraient également être apportées à l'Offre conformément aux dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce.

5.2. Restrictions à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions de la Société

L'article 12 des statuts prévoit une obligation de déclaration à la Société du franchissement du seuil de 2% du capital ou de tout multiple de ce pourcentage. A défaut, à la demande d'un ou plusieurs actionnaires possédant, ensemble ou séparément, 5% au moins du capital et/ou des droits de vote de la Société, les actions sont privées de droit de vote pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à la date de régularisation de l'identification et le paiement du dividende sera différé jusqu'à cette date. En outre, au cas où l'actionnaire inscrit méconnaîtrait sciemment l'obligation d'information de franchissement de seuil vis-à-vis de la Société, le tribunal de commerce dans le ressort duquel la Société a son siège pourra, sur demande de la Société ou d'un ou plusieurs actionnaires détenant au moins 5% du capital, prononcer la privation totale ou partielle, pour une durée totale ne pouvant excéder 5 ans, des droits de vote attachés aux actions ayant fait l'objet d'une demande d'information de la Société et éventuellement et pour la même période, du droit au paiement du dividende correspondant.

Aucune disposition des statuts ne limite la libre négociabilité des actions composant le capital social de la Société.

Enfin, il a été porté à la connaissance de la Société que les actionnaires de Homair Investissement ont conclu le 25 septembre 2014 un pacte d'actionnaires relatif à Homair Investissement tel que décrit à la section 6.2.

5.3. Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

A la date du présent projet de note en réponse, le capital de la Société est réparti comme indiqué au point 5.1 ci-dessus.

5.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux

La Société n'a émis aucun titre comportant des droits de contrôle spéciaux, sous réserve des droits de vote double prévus par l'article 13 des statuts de la Société.

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

La Société n'a pas mis en place de système d'actionnariat du personnel dans lequel les droits de contrôle ne sont pas exercés par le personnel.

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

Il a été porté à la connaissance de la Société que les actionnaires de Homair Investissement ont conclu le 25 septembre 2014 un pacte d'actionnaires relatif à Homair Investissement tel que décrit à la section 6.2.

L'Initiateur a indiqué qu'il proposerait aux titulaires d'Actions Gratuites (les "**Titulaires**") un contrat de liquidité consistant en une promesse d'achat et une promesse de vente, en application duquel l'Initiateur pourra, à compter de l'expiration de la période de conservation applicable, acquérir auprès des Titulaires les Actions Gratuites reçues. Dans le cas où les Actions Gratuites ne seraient pas acquises par l'Initiateur au cours de la période d'exercice applicable, les détenteurs d'actions gratuites pourront les vendre à l'Initiateur. Ce contrat de liquidité sera conclu selon les modalités et aux conditions habituelles pour ce type d'accords.

À l'exception du pacte d'actionnaires et du projet de contrat de liquidité mentionnés ci-dessus, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et/ou à l'exercice des droits de vote.

5.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire sont décrites à l'article 15 des statuts. Le Directoire est composé de deux membres au moins et de cinq membres au plus, nommés par le Conseil de Surveillance. Les membres du Directoire sont nommés, pour une durée de six années et sont toujours rééligibles. Nul ne peut être nommé membre du Directoire s'il est âgé de plus de 67 ans. Le membre du Directoire en fonction venant à dépasser cet âge est réputé démissionnaire d'office à l'issue de la plus prochaine réunion du Conseil de Surveillance.

Toute décision relative à la modification des statuts de la Société ou de l'une de ses filiales ne pourra être prise par le Directoire qu'après avoir été préalablement autorisées par le Conseil de Surveillance de la Société statuant à la majorité simple de ses membres.

5.8. Pouvoirs du Directoire en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

L'assemblée générale mixte du 13 février 2014 a autorisé le Directoire, conformément aux dispositions des articles L.225-209 et suivants du Code de commerce, à acquérir des actions de la Société. Le Directoire peut faire usage de cette autorisation pendant une période de dix-huit (18) mois à compter de l'assemblée générale.

L'Assemblée Générale a décidé :

- de fixer le prix unitaire maximum d'achat par action (hors frais et commissions) à 7€, avec un plafond global de 13 M€,
- que le nombre maximum d'actions pouvant être achetées ne pourra, à aucun moment, excéder 10 % du nombre total d'actions,

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

A la connaissance de la Société, l'Offre n'entraîne pas de modifications d'accords conclus par la Société ou l'exercice de clauses de changement de contrôle, pouvant porter significativement atteinte aux intérêts de la Société.

5.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire 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

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accords au sein de la Société prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire ou les salariés, s'ils démissionnaient ou étaient licenciés sans cause réelle et sérieuse, ou si leur emploi prenait fin en raison d'une offre publique.

6. ACCORDS OU ELEMENTS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE ET SUR SON ISSUE

6.1. Accord d'Investissement

Les opérations suivantes ont été réalisées en vertu d'un accord d'investissement (l'"**Accord d'Investissement**") conclu le 25 septembre 2014 entre CEP IV Participations S.à r.l., CEP IV Investment 1, les fonds Montefiore Investment III, MI HV et MI HV UK, trois fonds professionnels de capital investissement gérés par Montefiore Investment SAS (les "**Fonds Montefiore**"), M. Daniel Guez, la société Pèbre SARL contrôlée par M. Daniel Guez ("**Pèbre**"), et les dirigeants et cadres suivants de Homair Vacances et de ses filiales : Alain Calmé, Jérôme Faucheur de Battisti, Philippe de Trémiolles, Eric Larelle, Nicholas Riggs, Darren Marsh et Stijn Depraeter (les "**Managers**") :

- le 25 septembre 2014, Homair Investissement a procédé à des augmentations de capital par émission d'actions ordinaires et d'actions de préférence A (les "**Actions de Préférence A**"), et à une émission d'obligations convertibles en Actions de Préférence A (les "**OCA**"), souscrites en numéraire (i) par CEP IV Investment 1 à hauteur d'un prix de souscription total de 98.500.640 euros, (ii) par les Fonds Montefiore à hauteur d'un prix de souscription total de 40.204.040 euros, (iii) par la société Manager Skinner 1 SAS ("**MS 1**", préalablement financée en fonds propres par CEP IV Investment 1 et les Fonds Montefiore) à hauteur d'un prix de souscription total de 1.990.420 euros et (iv) par la société Manager Skinner 2 SAS ("**MS 2**", préalablement financée en fonds propres par CEP IV Investment 1 et les Fonds Montefiore) à hauteur d'un prix de souscription total de 213.900 euros ;
- le 25 septembre 2014, CEP IV Investment 1 a en outre octroyé à Homair Investissement une avance en compte courant ne portant pas intérêt d'un montant de 10.000.000 d'euros ;
- le 8 octobre 2014, M. Jérôme Faucheur de Battisti a apporté à Homair Investissement 407 actions et 30.000 BSA 3 de Homair Vacances, et Homair Investissement a émis en rémunération de ces apports 19.568 actions ordinaires de Homair Investissement, que Jérôme Faucheur de Battisti a ensuite apporté à MS 1 (à hauteur de 13.358 actions ordinaires de Homair Investissement) et à MS 2 (à hauteur de 6.210 actions ordinaires de Homair Investissement) ;
- le 8 octobre 2014, la totalité des 27.600 actions ordinaires de Homair Investissement détenues par MS 2, représentant un prix de souscription de 276.000 euros, a été convertie en autant d'actions de préférence B (les "**Actions de Préférence B**").

Par ailleurs, en vertu de l'Accord d'Investissement

- Pèbre s'est engagée à acquérir le 17 octobre 2014, auprès de CEP IV Investment 1 et des Fonds Montefiore, des actions ordinaires et des Actions de Préférence A de Homair Investissement à leur prix de souscription, pour un prix total de 1.000.000 d'euros ;
- les Managers se sont engagés à acquérir le 17 octobre 2014, auprès de CEP IV Investment 1 et des Fonds Montefiore, des actions de MS 1 et MS 2 à leur prix de souscription, pour un prix total de 1.904.320 euros.

Les OCA visées ci-dessus portent intérêt à un taux égal à 8% par an et lesdits intérêts sont capitalisés chaque année à la date anniversaire de la date de leur émission. Le remboursement du montant en principal et en intérêts des OCA interviendra (i) à la date du dixième anniversaire de la date

d'émission des OCA ou (ii) à la date de cession ou d'introduction en bourse de Homair Investissement ou (iii) à la date d'ouverture d'une liquidation de Homair Investissement. Chaque OCA est convertible à tout moment en Action de Préférence A à raison d'une Action de Préférence A pour une OCA.

Les Actions de Préférence A visées ci-dessus bénéficient d'un dividende précipitaire cumulatif de 8% de leur prix de souscription capitalisé par an, et en cas de liquidation à une quote-part de l'actif net de liquidation égale à leur prix de souscription majoré du montant dudit dividende précipitaire cumulatif capitalisé, à l'exclusion de tout autre droit économique ; elles ne disposent d'aucun droit de vote.

Les Actions de Préférence B donnent droit à une quote-part des dividendes et de l'actif net de liquidation en cas de liquidation, de cession ou d'introduction en bourse de Homair Investissement, qui sera variable en fonction du taux de rendement interne ou du multiple d'investissement obtenu par les actionnaires de Homair Investissement au titre de leur investissement dans Homair Investissement. Hors les cas de liquidation, de cession ou d'introduction en bourse de Homair Investissement, les Actions de Préférence B ne confèrent aucun droit économique. Il est précisé que le prix d'émission des Actions de Préférence B a fait l'objet d'une évaluation par le cabinet Squareness.

A l'issue de l'ensemble de ces investissements, la répartition des différentes valeurs mobilières émises par l'Initiateur sera la suivante :

	Actions ordinaires		Actions de cat.A		Actions de cat.B		Obligations convertibles	
<i>CEP IV Investment 1</i>	4 888 550	69,43%					4888550	71%
Total Carlyle	4 888 550	69,43%					4 888 550	71%
<i>Montefiore Investment III</i>	998 342	14,18%					998342	14%
<i>MI HV</i>	707 425	10,05%					707425	10%
<i>MI HV UK</i>	290 917	4,13%					290917	4%
Total Montefiore	1 996 684	28,36%					1 996 684	29%
<i>Manco 1*</i>	106 200	1,51%	106200	68%				
<i>Manco 2*</i>				0%	27600	100%		
Total Mancos	106 200	1,51%	106 200	68%	27 600	100%		
<i>Pebre</i>	50 000	0,71%	50000	32%				
Total D.Guez	50 000	0,71%	50 000	32%				
TOTAL	7 041 434	100%	156 200	100%	27 600	100%	6 885 234	100%

En outre, à l'issue de l'ensemble de ces investissements, les Managers détiendront 86,9% du capital de MS 1 et 92,5% du capital de MS 2, le solde du capital de ces sociétés étant détenu par CEP IV Investment 1 et les Fonds Montefiore.

6.2. Pacte d'Actionnaires de Homair Investissement

CEP IV Investment 1, les Fonds Montefiore, M. Daniel Guez, Pèbre, MS 1, MS 2 et les Managers (ensemble, les "**Parties**") ont conclu le 25 septembre 2014 un pacte d'actionnaires relatif à Homair Investissement, pour une durée de quinze ans, ayant pour objet principal d'organiser les règles entre les associés de l'Initiateur en application des principales clauses suivantes (le "**Pacte**").

– Règles applicables à la gouvernance au niveau de l'Initiateur

Homair Investissement est dirigée par un président, assisté d'un directoire, placé sous le contrôle d'un conseil de surveillance. Monsieur Alain Calmé est président de Homair Investissement et président du directoire, nommé par le conseil de surveillance. Les autres membres du directoire sont désignés par le conseil de surveillance sur proposition du président de Homair Investissement.

Le conseil de surveillance de Homair Investissement est composé de trois ou de cinq à neuf membres, parmi lesquels une majorité de membres est désignée au sein d'une liste proposée par CEP IV Investment 1 et un ou deux membres sont désignés au sein d'une liste proposée par les Fonds Montefiore. A la demande de CEP IV Investment 1, le conseil de surveillance peut également comprendre un membre indépendant. Le président du conseil de surveillance est désigné parmi les membres désignés au sein de la liste proposée par CEP IV Investment 1.

Certaines décisions importantes prises par Homair Investissement et ses filiales requièrent l'autorisation préalable du conseil de surveillance de l'Initiateur. Ces décisions portent notamment sur la désignation et la révocation du président et des membres du directoire (ainsi que leur rémunération), l'adoption du budget annuel de l'Initiateur, la réalisation d'opérations (investissements, désinvestissements, acquisitions, cessions) dépassant certains seuils, le recours à l'endettement ou la modification des contrats de financement existants, la constitution de garanties, les émissions de titres au profit des dirigeants, les distributions de dividendes.

En outre, les décisions portant sur (i) les émissions de titres donnant accès, directement ou indirectement au capital de l'Initiateur, (ii) les décisions de modification des statuts de l'Initiateur, (iii) les conventions réglementées, (iv) certaines opérations d'investissement, d'acquisition ou de cessions d'actifs, (v) la souscription de certaines dettes et (vi) certaines opérations de fusion, scission ou restructurations, sont soumises à l'accord préalable du membre du conseil de surveillance (ou d'un des membres, selon le cas) désigné(s) au sein de la liste proposée par les Fonds Montefiore.

– Règles applicables aux transferts des titres

Le Pacte prévoit les mécanismes de liquidité suivant portant sur les titres de l'Initiateur :

- Un principe d'inaliénabilité des titres Homair Investissement, prenant fin (i) le 25 septembre 2015 s'agissant des titres détenus par CEP IV Investment 1, les Fonds Montefiore et Pèbre, et (ii) le 25 septembre 2024 s'agissant des titres détenus par MS 1 et MS 2 ;
- Un droit de préemption au profit de CEP IV Investment 1 ou les Fonds Montefiore en cas cession de titres par les Fonds Montefiore, CEP IV Investment 1 ou Pèbre ;

- un droit de cession conjointe proportionnel au profit de CEP IV Investment 1 ou des Fonds Montefiore (selon le cas), de Pèbre et de MS 1 en cas de cession de titres par les Fonds Montefiore ou CEP IV Investment 1 n'ayant pas fait l'objet d'une préemption ;
- un droit de cession conjointe total au profit des Fonds Montefiore, de Pèbre, de MS 1 et de MS 2 en cas de cession ou de perte du contrôle de Homair Investissement par CEP IV Investment 1 ;
- un droit pour CEP IV Investment 1 et, dans certaines circonstances, pour les Fonds Montefiore, de provoquer la cession de 100% des titres de Homair Investissement.

CEP IV Investment 1 bénéficie en outre d'une promesse de vente consentie par les Managers sur les titres qu'ils détiennent dans MS 1 et MS 2 en cas de cessation de leurs fonctions au sein de Homair Investissement et de ses filiales ou de violation importante des accords d'actionnaires, le prix d'exercice de la promesse variant selon les cas de départ ou de violation et la date du départ.

En outre, les Managers bénéficiant d'Actions Gratuites ont consenti à Homair Investissement une promesse de vente sur lesdites Actions Gratuites, exerçable à compter de la date de cessibilité desdites actions gratuites. En cas d'exercice de ces promesses, le prix par action Homair Vacances sera égal au prix par action résultant de l'Acquisition, soit 8,6949 euros.

6.3. Contrat d'Acquisition

Ce contrat a organisé l'Acquisition, sous réserve de la réalisation des conditions suspensives décrites à la section 2.

Le détail des titres acquis et du prix payé est décrit à la section 2.

6.4. Contrats de liquidité à conclure avec les bénéficiaires d'Actions Gratuites

Comme indiqué à la section 5.6, l'Initiateur a indiqué qu'il proposerait aux titulaires d'Actions Gratuites un contrat de liquidité consistant en une promesse d'achat et une promesse de vente.

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

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'Homair Vacances requises par l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

8. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

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

Homair Vacances

Représentée par Monsieur Alain Calmé, Président du Directoire

ANNEXE : RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

HOMAIR VACANCES SA

Offre publique d'achat simplifiée initiée par Homair
Investissement visant les actions
de Homair Vacances SA

Attestation d'équité

Dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, « l'Offre », initiée par Homair Investissement (« l'Initiateur ») sur les titres de Homair Vacances SA (la « Société » ou « Homair Vacances ») qu'elle ne détient pas, SALUSTRO & ASSOCIES a été chargé, en qualité d'expert indépendant, aux termes de la lettre de mission en date du 28 juillet 2014, de se prononcer sur le caractère équitable pour les actionnaires minoritaires du prix de l'Offre de 8,70 € par action Homair Vacances SA, dans le cadre de l'Offre et en vue de la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire (« RO »).

Cette désignation et le présent rapport s'inscrivent dans le cadre des articles 261-1.I, 261.1.II, 261.3 et 237-16 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Il est précisé que la présente attestation d'équité s'entend au sens de l'article 262-1.I et 262-1.II du Règlement Général de l'AMF.

- **Indépendance**

SALUSTRO & ASSOCIES est indépendant des sociétés Homair Vacances SA et Homair Investissement, et plus généralement de l'ensemble des groupes Homair et Carlyle parties prenantes à l'Offre, de leurs actionnaires, ainsi que de Portzamparc, établissement présentateur de l'Offre :

- il n'a aucun lien juridique ou financier avec Homair Vacances SA et Homair Investissement ;
- il ne se trouve dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006.

Conformément à l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de SALUSTRO & ASSOCIES avec les personnes concernées par l'Offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans l'exercice de cette mission.

La présentation de SALUSTRO & ASSOCIES figure en annexe 1.

- **Diligences réalisées**

Le détail de nos travaux figure en annexe 7 et leur calendrier en annexe 8. Leur rémunération est précisée en annexe 9.

Les diligences effectuées ont principalement consisté en :

- un examen du contexte et des sociétés participant à l'opération envisagée,
- une analyse de la structuration de l'Offre sur la base du document de présentation de l'Offre établi par Homair Investissement et d'entretiens avec les représentants de Homair Vacances SA, Homair Investissement et leurs conseils (détails en annexe 5),
- la mise en œuvre d'une approche de valorisation multicritère. Au-delà de l'analyse du cours de bourse de Homair Vacances SA, a été prise en considération la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie, recoupée avec une évaluation élaborée sur la base d'un échantillon de sociétés dites

comparables. Enfin, la transaction récente portant sur les titres de Homair Vacances SA a été retenue à titre de référence récente,

- une analyse critique de l'évaluation présentée par la société initiatrice et l'établissement présentateur,
 - la rédaction d'un rapport exposant notre opinion sur le caractère équitable du prix offert.
- **Affirmations obtenues de Homair Vacances SA**

Nous avons obtenu une lettre d'affirmation des dirigeants de Homair Vacances SA, confirmant les éléments et informations essentiels à l'accomplissement de notre mission.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons ni audité ni revu les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

1. Présentation de l'opération

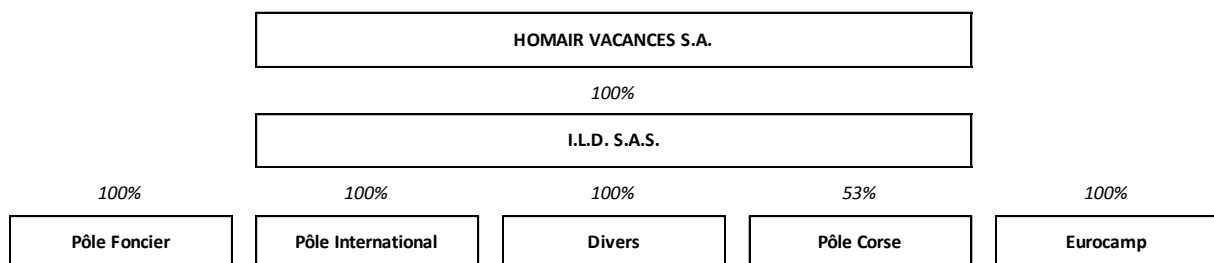
1.1 Sociétés concernées par l'opération

Cible

La société Homair Vacances SA (Homair Vacances) a été constituée en novembre 2005 et a pour objet social la prise de participation dans toutes sociétés françaises ou étrangères, ainsi que la réalisation de prestations de services au profit des entreprises en général, et de ses filiales, en particulier ; toutes prestations liées à la gestion des participations et notamment les prestations administratives, financières et commerciales ; et en général toutes opérations financières, commerciales, civiles, mobilières et immobilières pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet ci-dessus. Son siège social est situé au 570, avenue du club hippique, 13090 Aix-en-Provence.

Elle a été introduite en bourse en 2007, au prix de 5,10 € par action. Ses titres sont admis aux négociations sur marché Alternext d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0010307322.

La société Homair Vacances est la tête du Groupe Homair (« Groupe Homair »), dont l'organigramme juridique simplifié peut être résumé comme suit :



Le solde du pôle Corse est détenu par des associés historiques qui détenaient une partie des terrains en Corse.

Initiatrice

La société Homair Investissement (« l'Initiateur »), autrefois dénommée CA4INFRA 2 a été créée en avril 2014. Elle détient directement et indirectement à travers la société Iliade 90,7% du capital de Homair Vacances, étant précisé que Homair Vacances auto-détient 998 900 de ses propres actions, représentant 8,06% de son capital.

1.2 Contexte et termes de l'opération

Le Groupe Homair a procédé au rachat du Groupe Eurocamp. Cette opération a été finalisée le 10 septembre 2014. Avec cette opération, Homair Vacances conforte sa position pan-européenne dans l'hôtellerie de plein-air, avec près de 15 600 mobile-homes disposés sur environ 300 campings principalement situés en France, Espagne, Italie et Croatie. A l'occasion de cette reprise, l'endettement du Groupe a été restructuré.

Le 25 septembre 2014, la société Homair Investissement, initiatrice de l'Offre, a acquis la totalité du capital et des droits de vote de la société Iliade qui détenait directement 10 280 128 actions Homair Vacances correspondant à 82,93% du capital et 86,56% des droits de vote.

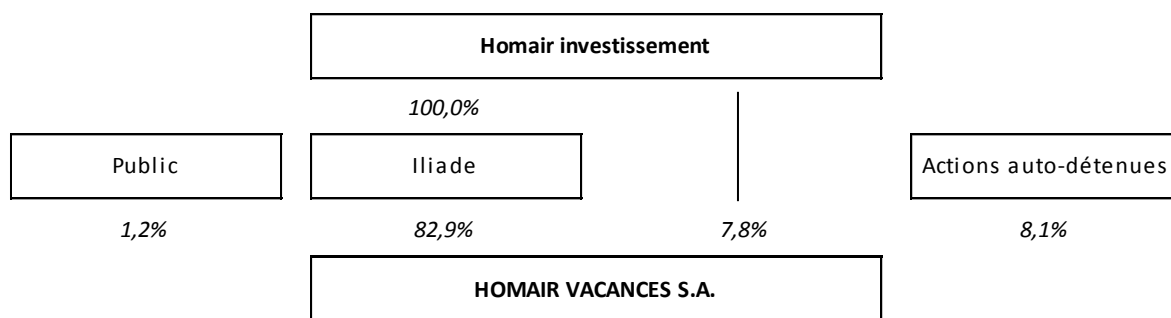
Le 8 octobre 2014, l'initiateur a acquis ou s'est vu apporter l'intégralité des actions et bons de souscription d'actions (BSA) de Homair Vacances détenus par les personnes agissant de concert avec Iliade et dont les participations étaient les suivantes :

Homair Vacances	Capital		Droits de vote		BSA 1	BSA 3	BSA 4	BSA 1 - 201	BSA 2 - 2013	Total BSA
Iliade	10 280 128	82,9%	19 168 951	86,6%	2 962 896	569 467	468 698			4 001 061
<i>Eirc Bismuth</i>	45 033	0,4%	90 066	0,4%	27 828					27 828
<i>Daniel Elalouf</i>	14 122	0,1%	18 008	0,1%	9 276					9 276
<i>Jean-Marc Espalioux</i>	90 152	0,7%	90 152	0,4%						-
<i>Anne Espalioux</i>	19 699	0,2%	19 699	0,1%						-
<i>Daniel Guez</i>	1 221	0,0%	2 442	0,0%		318 781				318 781
<i>Pèbre Sarl</i>	795 710	6,4%	1 591 420	7,2%						-
<i>Jérôme Faucheur de Battisti</i>	407	0,0%	814	0,0%		159 391		420 000	180 000	759 391
<i>Alain Calmé</i>		0,0%		0,0%			531 302	450 000	300 000	1 281 302
<i>Alain Calmé Conseil</i>		0,0%		0,0%				250 000		250 000
<i>Jérôme Destoppeleir</i>		0,0%		0,0%				280 000	120 000	400 000
<i>Eric Larelle</i>		0,0%		0,0%				70 000	30 000	100 000
<i>Nicolas Riggs</i>		0,0%		0,0%				70 000	30 000	100 000
<i>Françoise Boissin</i>		0,0%		0,0%		7 970				7 970
Sous-total concert hors Iliade	966 344	7,8%	1 812 601	8,2%	37 104	486 142	531 302	1 540 000	660 000	3 254 548
Total concert	11 246 472	90,7%	20 981 552	94,7%	3 000 000	1 055 609	1 000 000	1 540 000	660 000	7 255 609

Ainsi, au 8 octobre, la répartition du capital est la suivante :

Homair Vacances	Nb. AO	% CS
<i>Iliade (Homair Investissement)</i>	10 280 128	82,9%
<i>Homair Investissement</i>	966 344	7,8%
Homair Investissement (direct + indirect)	11 246 472	90,7%
Actions auto-détenues	998 900	8,1%
Public	151 026	1,2%
Total	12 396 398	100%

A l'issue de l'opération, l'organigramme du Groupe est le suivant (la structure du Groupe sous Homair Vacances étant inchangée) :



En application de la réglementation boursière, à la suite du franchissement de seuil de 50% du capital et droits de vote, la société Homair Investissement, qui détient désormais directement et indirectement 90,7% du capital de la société Homair Vacances, a déposé un projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée au prix de 8,70 € par action Homair Vacances portant sur l'intégralité des actions Homair Vacances non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur ou auto-détenues, soit sur un total de 151 026 actions avec l'intention de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant les actions Homair Vacances non présentées à cette Offre .

C'est dans ce contexte que le cabinet SALUSTRO & ASSOCIES a été désigné Expert Indépendant par le Conseil de Surveillance qui s'est tenu le 8 septembre 2014.

2. Présentation de l'activité de Homair Vacances SA

2.1 Histoire de la société Homair Vacances

Daniel Guez a fondé en 1989 la société ILD initialement orientée vers l'aménagement de terrains de loisirs pour les collectivités locales avant d'être centrée sur la gestion de campings. Dès 1994, les premiers mobile-homes (MH) sont implantés dans les campings. A la suite d'opérations de croissance externe, la société se développe et consolide sa position grâce à l'internationalisation de ses emplacements et de sa clientèle.

En 2006, peu après sa création, Homair Vacances alors gérée par Montefiore Investment, au travers de deux FCPR, acquiert en partenariat avec Daniel Guez la société ILD. En 2007, la société fait son entrée en bourse sur Alternext au prix de 5,10 € par action.

En 2011, Homair Vacances acquiert la société Al Fresco (plus de 1 000 MH) auprès de TUI Travel PLC. Al Fresco offre des MH d'un standing supérieur à ceux proposés par Homair Vacances, se traduisant notamment par un RevPar (REVENUE Per Available Room) plus élevé et une clientèle internationale.

En 2012, Banque Populaire Développement, société du Groupe Natixis, a acquis près de 41% d'Iliade, holding de contrôle du Groupe Homair au prix de 7€ par titre Homair Vacances. En 2012 et 2013, la société a émis deux emprunts obligataires et diversifié ses financements au travers, notamment de l'externalisation d'une partie de son foncier.

En novembre 2013, le programme de désengagement du foncier permet à Homair Vacances de racheter environ 7,74% de son capital auprès du FCPR Ekkio Capital 1, de la SA Avenir Tourisme, de la SAS Unexo et de Monsieur Serge Mesguich. Le Rachat d'Actions a été réalisé à un prix unitaire de 5,75 € par action Homair Vacances. Parallèlement, la société Iliade a acheté environ 10,37% du capital d'Homair Vacances auprès des mêmes vendeurs, pour le même prix unitaire.

En janvier 2014, Homair Vacances a proposé à ses actionnaires de racheter leurs titres au prix unitaires de 5,75€. Conformément à la réglementation applicable, cette Offre Publique de Rachat d'Actions (« OPRA ») a fait l'objet d'une expertise indépendante ; l'Expert a conclu au caractère équitable de l'OPRA. 712 583 actions, soit 5,44%, ont été apportées puis annulées portant le capital de la société à 12 396 398 € divisés en 12 396 398 actions de 1€ de nominal.

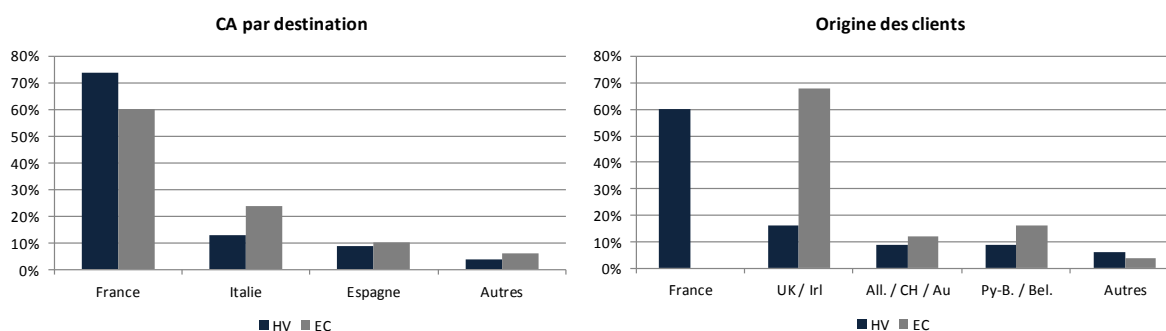
En 2014, Homair a acquis Eurocamp auprès du groupe anglais Holidaybreak. Cette opération a été approuvée par les autorités de la concurrence du Royaume-Uni (CMA). Suite à cette opération, le Groupe dispose d'une flotte de près de 15 000 MH répartis sur environ 300 campings principalement situés en France, Espagne, Italie et Croatie.

2.2 Métier et activité de Homair Vacances

Homair Vacances est un spécialiste des séjours de vacances en mobile-homes qui sont proposés à ses clients au travers de plusieurs canaux de commercialisation : Internet, agences de voyage et téléphone. Les ventes sont soit directement réalisées auprès des vacanciers (plus de 85%) soit auprès des comités d'entreprises, en France exclusivement.

Le Groupe dispose d'un site Internet de promotion et de réservation multilingue depuis 2003 et recrute ses clients via Internet (emailing, retargeting, etc.).

Le groupe dispose d'une flotte de 15 600 MH (8 800 pour HV sur 148 campings et 6 800 pour EC sur 170 campings) répartis dans une dizaine de pays européens. Le groupe réalise la majorité de son CA en France, ses clients étant principalement originaires de France (HV) et du Royaume-Uni (EC) :



Source : Management

Certaines prestations annexes peuvent être proposées, comme des ventes de voyage (ferry, Eurostar, avion, etc.) notamment aux clients originaires du Royaume-Uni.

Le Groupe propose ainsi une grande variété de types (mer, campagne, montagne) et de pays de destinations permettant d'adresser une clientèle diversifiée.

Le Groupe exploite les sites selon deux modèles distincts :

- Sites en propre : Homair est propriétaire du fonds de commerce de certains campings et exploite l'ensemble des emplacements du site. En 2014, le groupe exploite ainsi une vingtaine de campings pour environ 4 000 Mobile-Home. Le Groupe a initié en 2012 une politique d'externalisation foncière qui se traduit par la cession du foncier et donc le paiement de loyers ; les fonds de commerces restent la propriété d'Homair Vacances. Le Groupe a ainsi cédé en septembre 2014 le foncier du camping-village 4 étoiles « La Baie des Anges » situé à La Ciotat (13) au Groupe BNP.
- Partenariats de services : le Groupe loue des emplacements, sur lesquels il place des MH dont il est propriétaire, via des contrats à durée déterminée dont la durée varie entre 1 et 10 ans. Le loyer est fixé par parcelle et ne dépend pas du remplissage ou de la fréquentation. Ce modèle est moins lourd en termes d'investissements et de charges dans la mesure où le camping conserve l'animation et l'entretien du camping.

Les prestations proposées sur les différents sites varient selon le niveau du camping, le profil des clients et le mode d'exploitation.

Le Groupe a mené une politique d'investissements importante dès le début des années 2000 afin de s'équiper de mobile-homes dont la durée de vie est plus longue. L'entretien et la rénovation permettent de porter la durée de vie des MH à une vingtaine d'années.

2.3 Référentiel comptable et principales options retenues

Au moment de l'Offre, le Groupe n'a pas établi de comptes consolidés couvrant l'ensemble du périmètre Homair et Eurocamp.

La Société Homair Vacances clôture ses comptes au 30 septembre et publie des comptes consolidés sous le référentiel comptable français. Toutes les méthodes préférentielles recommandées par le règlement CRC 99-02 et applicables au Groupe ont été retenues pour l'établissement des comptes à l'exception de la constitution d'une provision pour engagement de retraite et assimilés qui ont été estimés à 95 K€ au 31 mars 2014 pour le seul périmètre Homair (hors Eurocamp) et dont le montant est précisé en Engagements Hors Bilan.

Le périmètre Eurocamp ne faisait pas l'objet d'un palier de consolidation dans le Groupe Holidaybreak. Des comptes consolidés *pro forma* au 31 mars 2014 ont cependant été établis et revus par le cabinet Deloitte en tant qu'auditeur indépendant.

Dans le cadre de la reprise d'Eurocamp par Homair Vacances, des diligences financières sur le périmètre acheté ont été réalisées. Elles n'ont pas mis à jour, à notre connaissance, d'éléments particuliers susceptibles d'avoir un impact positif ou négatif significatif sur la valeur d'Homair Vacances dans le cadre de l'Offre.

2.4 Analyse de la rentabilité historique

Comme décrit précédemment, le Groupe Homair n'a pas établi de comptes consolidés couvrant l'ensemble du périmètre. Afin de permettre une analyse de la rentabilité historique, nous avons sommé les comptes historiques détaillés dans la Management Presentation après avoir converti les agrégats Eurocamp aux taux de change € / £ annuels moyens constatés. Les données ainsi obtenues ne sont donc pas assimilables à des comptes consolidés et ne sont ici présentées qu'à titre informatif. Ces éléments présentent les principales tendances de l'activité du Groupe et n'ont pas vocation à remplacer une lecture détaillée des comptes.

Les taux suivants ont ainsi été retenus :

£ / €	2010	2011	2012	2013
Taux de change moyen	1,17	1,15	1,23	1,18

Source : fxtop

A partir des données transmises par le management de Homair Vacances et relatives à Eurocamp, nous obtenons, après conversion aux taux de change présentés ci-dessus des agrégats EC, les tendances suivantes aux 30 septembre 2011, 2012 et 2013:

Somme HV + EC	2011	2012	2013
Croissance du CA (N/N-1)	6,0%	3,8%	-1,7%
EBITDA en % du CA	24,9%	21,6%	22,4%
EBIT en % du CA	13,4%	9,9%	10,1%
Croissance du RevPar (N/N-1)	0,7%	7,6%	1,2%

Au 30 septembre 2014, le Groupe anticipe un CA de l'ordre de 179 M€ pour un EBITDA de 40 M€.

Les variations de CA observées masquent deux tendances distinctes :

- une forte croissance du CA du périmètre HV de plus de 50% depuis 2010. L'acquisition d'Al Fresco en 2011 a contribué à cette amélioration, ainsi qu'une forte politique d'investissements (augmentation du parc de plus de 2 000 MH) et d'amélioration du RevPar (+ 16% sur la période) ;
- une décroissance du CA du périmètre EC de près de 10% entre 2010 et 2013. Cette évolution est liée à la diminution de la flotte exploitée (baisse d'environ 1 500 MH entre 2010 et 2013, en raison des mises au rebut des MH les plus anciens) malgré une hausse du RevPar de plus de 12% sur la période.

L'évolution des marges d'EBITDA et d'EBIT entre 2010 et 2013 est marquée par une diminution importante entre 2011 et 2012 de plus de 3 points de CA chacune. Cette évolution est liée à la croissance des charges de marketing et à la stratégie d'externalisation du foncier se traduisant par une augmentation des charges de loyer.

La diminution de la marge d'EBIT sur la période concernée résulte de la variation de la marge d'EBITDA et de la politique d'investissements menée par le Groupe Homair qui impacte les amortissements.

2.5 Structure financière

Comme mentionné *supra*, le Groupe n'a pas établi de comptes consolidés. Le Groupe Holidaybreak, auprès duquel Homair a racheté Eurocamp, ne réalisait pas de palier de consolidation au niveau d'Eurocamp. Des comptes consolidés *pro forma* au 31 mars 2014 ont cependant été établis (absence d'informations historiques).

En l'absence d'informations plus précises, nous ne sommes pas en mesure de présenter de bilans historiques. Nous nous sommes néanmoins attachés à comprendre les principales composantes de la structure financière du nouveau Groupe. Les éléments présentés ci-après correspondent aux comptes publiés par Homair au 30 septembre 2012 et 2013 et au 31 mars 2014. Pour ce qui concerne Eurocamp, nous avons converti le bilan consolidé établi dans le cadre de l'opération au taux de change du 31 mars 2014. Les résultats obtenus ne sauraient être assimilés à un bilan *pro forma* dès lors qu'aucun retraitement de consolidation n'a été réalisé.

En M€	2012	2013	2014*
Actif immobilisé			
HV	104,0	103,4	102,6
EC	nc	nc	62,9
BFR			
HV	(7,2)	(3,3)	(8,4)
EC	nc	nc	69,8
Actif économique	96,8	100,1	226,9
Capitaux propres			
HV	43,6	44,2	17,5
EC	nc	nc	172,1
Provisions			
HV	0,0	-	-
EC	nc	nc	3,9
Dettes nettes			
HV	53,2	56,0	76,7
EC	nc	nc	(43,3)
Capitaux investis	96,8	100,1	226,9

* Données consolidées au 30 septembre 2011, 2012 et 2013 et au 31 mars 2014

L'actif immobilisé est majoritairement composé, pour les deux sous-ensembles, des actifs corporels de Mobile-home.

Le Besoin en Fonds de Roulement du Groupe est structurellement négatif dans la mesure où le Groupe encaisse les paiements des clients au moment de la réservation. Au 31 mars 2014, les créances intragroupes d'Eurocamp s'établissent à 96 M€. Retraité de ces créances, le BFR d'EC s'établit à (27) M€. Le niveau moyen, considéré comme normatif par le management, ressort à environ 10% du chiffre d'affaires au 30 septembre.

Eurocamp n'était pas endetté au moment de son rachat par Homair. Dans le cadre du rachat d'Eurocamp, le Groupe a procédé au refinancement de sa dette auprès de Natixis. Les éléments de bilan présentés ci-dessus ne tiennent pas compte de ce refinancement.

Le risque de change (€ / £) lié à l'acquisition d'Eurocamp est en cours d'analyse par le Groupe et la mise en place d'une politique de couverture est à l'étude.

3. Evaluation

Dans le cadre de notre mission, et conformément aux recommandations de l'AMF du 19 octobre 2006 en ce qui concerne l'expertise indépendante, nous avons opté pour une évaluation multicritère fondée sur la mise en œuvre de plusieurs méthodes d'évaluation.

3.1 Méthodes écartées

Les méthodes suivantes ont été écartées de l'approche multicritère :

Objectifs de cours de bourse

La société n'est suivie par aucun analyste ; aucun objectif de cours n'est dès lors formulé. Le recours à cette méthode n'est donc pas possible.

Actualisation des dividendes

Cette méthode n'apparaît pas pertinente dans la mesure où, d'une part la Société n'a jusqu'à présent pas mis en œuvre une politique suivie de distribution de dividendes et, d'autre part la capacité distributive de la Société est dépendante de la politique qui sera mise en œuvre dans les prochaines années. A titre informatif, il est rappelé que la société n'a pas distribué de dividendes au cours de trois derniers exercices.

Méthode de l'actif net comptable (ANC)

La Société détient des actifs dont la valeur comptable ne reflète pas nécessairement la valeur réelle actuelle. Cette méthode a donc été écartée de nos travaux.

Méthode de l'actif net réévalué (ANR)

La méthode de l'actif net réévalué (ANR) consiste à valoriser les fonds propres d'une société à partir de la valeur de marché de ses actifs et ses passifs. La société ne détient pas d'actifs hors exploitation significatifs. S'agissant des actifs d'exploitation, leur valeur résulte des flux futurs de trésorerie qui leurs sont rattachés. Dès lors, leur valorisation séparée ferait double emploi avec la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie retenue et présentée infra. En conséquence, la méthode de l'ANR ne paraît pas adaptée.

Transactions comparables du secteur

Cette approche consiste à appliquer les multiples observés lors de transactions comparables récentes pour obtenir la valeur par action de la société. Nous avons étudié les transactions récentes du secteur sur lequel intervient la Société et avons identifié les Offres Publiques d'Achat en cours sur les titres Club Med.

En mai 2013, Gaillon Invest a déposé une offre publique d'achat au titre de laquelle la société s'engageait à racheter les actions et OCEANes émises par le Club Med à un prix respectif de 17,50 € et 19,79€. Global Resorts a déposé en juin 2014 une offre concurrente au prix de 21 € par action Club Med et 22,41 € par OCEANE. En septembre 2014, Gaillon Invest II, a fait part de sa contre-proposition qui s'établit à 22 € par action et 23,23 € par OCEANE.

Néanmoins, en raison du contexte particulier de ces opérations, et compte tenu de l'absence de résultat à ce jour, nous avons exclu ces offres de notre analyse. A titre informatif, appliqués à Homair Vacances, les multiples issus de ces offres valorisent la Société entre 7,2€ et 7,9€ par action.

3.2 Méthodes retenues

Les méthodes suivantes ont été retenues dans le cadre de la mise en œuvre de l'évaluation multicritère de la société :

- Cours de bourse ;
- Référence à la transaction récente survenue sur les actions Homair Vacances ;
- Comparables boursiers ;
- Actualisation des flux de trésorerie.

3.3 Données utilisées communes aux différentes méthodes

Date de l'évaluation

L'annonce de l'Offre a été réalisée par la société le **25 septembre 2014**, nous retenons cette date pour nos travaux d'évaluation.

Compte tenu de la proximité de la date de clôture des comptes du Groupe Homair, **nous retenons comme date d'évaluation le 30 septembre 2014 pour l'actualisation des flux de trésorerie.**

Nombre de titres

Nous retenons un total de **18 086 257 titres** correspondant au total des titres composant le capital social de la société, soit 12 396 398 titres, diminué des titres auto-détenus, soit 998 900 titres, augmenté du nombre d'actions gratuites émises et majoré du nombre de BSA non caducs exerçables et susceptibles d'avoir un effet dilutif :

Décomposition du nombre de titres Homair Vacances retenu	
Nombre de titres émis par Homair Vacances SA	12 396 398
Actions auto détenues	(998 900)
Nombre d'actions gratuites	93 150
Nombre de BSA	6 595 609
Nombre de titres retenus dans le cadre de nos travaux	18 086 257

Le détail des BSA est le suivant :

Homair Vacances	BSA 1	BSA 3	BSA 4	BSA 1 - 201	BSA 2 - 2013	Total BSA	Total BSA
Exerçables ?	Oui	Oui	Oui	Oui	Non	Total	Exerçables
Iliade	2 962 896	569 467	468 698			4 001 061	4 001 061
<i>Eirc Bismuth</i>	27 828					27 828	27 828
<i>Daniel Elalouf</i>	9 276					9 276	9 276
<i>Jean-Marc Espalioux</i>						-	-
<i>Anne Espalioux</i>						-	-
<i>Daniel Guez</i>		318 781				318 781	318 781
<i>Pèbre Sarl</i>						-	-
<i>Jérôme Faucheur de Battisti</i>		159 391		420 000	180 000	759 391	579 391
<i>Alain Calmé</i>			531 302	450 000	300 000	1 281 302	981 302
<i>Alain Calmé Conseil</i>				250 000		250 000	250 000
<i>Jérôme Destoppeleir</i>				280 000	120 000	400 000	280 000
<i>Eric Larelle</i>				70 000	30 000	100 000	70 000
<i>Nicolas Riggs</i>				70 000	30 000	100 000	70 000
<i>Françoise Boissin</i>		7 970				7 970	7 970
Sous-total concert hors	37 104	486 142	531 302	1 540 000	660 000	3 254 548	2 594 548
Total concert	3 000 000	1 055 609	1 000 000	1 540 000	660 000	7 255 609	6 595 609

A la date de l'évaluation et compte tenu des prix d'exercice, les BSA 2 -2013 ne sont pas exerçables, portant le nombre de BSA exerçables à 6 595 609. Il est précisé que les BSA détenus par les membres du concert hors Iliade ont été acquis par l'Initiateur le 8 octobre 2014.

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

Au 25 septembre 2014, l'endettement financier net du Groupe Homair, en ce compris Eurocamp, s'établit à **(137,6) M€, traduisant une situation de trésorerie négative :**

Au 25 septembre 2014	En M€
Dettes financières	(182,2)
Trésorerie	27,5
Minoritaires	(2,8)
Indemnités fin de carrière	(0,2)
Trésorerie exercice des BSA	20,0
Endettement financier net	(137,6)

Les intérêts minoritaires portent exclusivement sur l'ancien périmètre Homair Vacances, le périmètre Eurocamp étant détenu à 100% à tous les niveaux. Il s'agit de la somme des intérêts minoritaires constatés au 30 septembre 2013 en capitaux propres majorés de la quote-part de résultat net. En l'absence de comptes arrêtés au 30 septembre 2014, la quote-part de résultat constatée en 2014 et revenant aux minoritaires n'a pas été ici retraitée.

Les indemnités de fin de carrière ne sont pas comptabilisées mais ont été estimées à 95 K€ pour le Groupe Homair au 30 septembre 2013 et à 57 K€ pour Eurocamp au 31 mars 2014.

La trésorerie relative à l'exercice des BSA correspond aux sommes que la société percevrait si les BSA exerçables étaient exercés.

En l'absence d'information à jour et détaillée sur l'imposition différée (notamment pour ce qui concerne l'impact du rachat d'Eurocamp), nous n'incluons pas ces éléments dans l'endettement financier net à la date de l'évaluation. A titre informatif, au 30 septembre 2013, le solde net d'imposition différée du Groupe Homair s'établissait à (3,5) M€ et aurait un impact négatif sur la valeur par titre.

Plan d'affaires

Le plan d'affaires a été réalisé par le management du Groupe Homair en mars 2014 dans le cadre des opérations décrites précédemment. Il a été partagé avec les actionnaires historiques et transmis à Carlyle dans le processus de négociation de l'acquisition d'Homair Vacances. C'est également à partir de ce plan que le refinancement du Groupe a été défini.

Le plan a été construit, pour la période 2014 à 2018, par agrégation des différents pôles (Homair, Al Fresco, Eurocamp, siège, etc.) et tient compte des synergies attendues dans le cadre de la reprise d'Eurocamp. Le plan retenu pour Homair (hors Eurocamp), est globalement proche de celui utilisé dans le cadre de l'OPRA du mois de février 2014.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons ni audité ni revu les données prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Croissance du CA

Le plan d'affaires proposé par le management repose sur des hypothèses de croissance du chiffre d'affaires de l'ordre de 5% à 6% par an. Cette croissance est principalement tirée par l'amélioration du RevPar (effet prix) qui croît de 15% entre 2014 et 2018 et l'augmentation du nombre de mobile-homes exploités (+9% entre 2014 et 2018).

Afin d'atteindre ces objectifs de croissance, le Groupe souhaite améliorer les taux de remplissage en présaison, principalement dans les MH du périmètre Homair. Le Groupe anticipe également des investissements dans des Mobile-homes de standing élevé dont les prix facturés aux clients seront supérieurs.

Les taux de croissance retenus sont globalement cohérents avec ceux observés sur le périmètre Homair au cours des années passées.

Marque d'EBITDA

Le Groupe anticipe une amélioration de l'ordre de 8 points de la marge d'EBITDA entre 2014 et 2018 qui passe de 23% en 2014 à 31% en 2018. Cette amélioration est liée aux éléments suivants :

- Stabilité des loyers versés aux campings en pourcentages du chiffre d'affaires ;
- Exploitation et maintenance des mobile-home diminuée grâce à l'amélioration de la logistique (gestion des entrepôts de stockage pour le petit matériel) et à la diminution du nombre de saisonniers employés sur sites pour l'accueil des vacanciers et le ménage des MH ;
- Diminution du poids des charges de marketing en pourcentage du CA de près de 4 points au travers de la baisse du personnel, la rationalisation des campagnes publicitaires et la mutualisation des ressources ;
- Réduction des charges administratives et informatiques grâce à l'harmonisation des logiciels et la diminution des charges de personnel.

Investissements

Le Groupe anticipe un programme d'acquisition de nouveaux mobile-home traduisant ses prévisions de croissance de chiffre d'affaires. Ce programme repose à la fois sur le renouvellement des MH en fin de vie et sur une diversification des gammes de mobile-homes.

Le Groupe n'est plus désormais propriétaire du foncier que de deux campings et n'a pas anticipé leur cession dans le plan d'investissements.

Enfin, la généralisation à Eurocamp de la politique de rénovation développée par Homair Vacances permettra au Groupe d'augmenter la durée de vie moyenne des MH et donc de réduire les investissements nécessaires sur le périmètre Eurocamp.

Globalement, les niveaux d'investissement prévus au plan d'affaires sont cohérents avec les données historiques et avec les prévisions de croissance du Groupe.

Marque d'EBIT

La marge d'EBIT évolue favorablement à l'horizon du plan d'affaires en raison de l'amélioration de la marge d'EBITDA. Les amortissements représentent en moyenne 13,3% du CA.

Atterrissage 2014

L'atterrissage 2014 anticipe un léger retard en termes de CA (-3%) et d'EBITDA (-6%) se traduisant par une diminution de la marge d'EBITDA de l'ordre d'un demi-point de CA en raison des principaux éléments suivants

- Impact de la hausse de TVA en France
- Nombre de réservations « last minute » inférieur aux prévisions
- Cession de la marque Ecamp par Eurocamp

Selon le management, ces éléments ne remettent pas en cause le plan d'affaires et celui-ci n'a pas été ajusté pour tenir compte des décalages décrits ci-dessus.

Synergies prises en compte

Les principales synergies attendues par le rapprochement entre Eurocamp et Homair Vacances reposent sur les éléments suivants :

- Maintenance, entretien et rénovation des mobile-homes alignés sur les techniques utilisées par Homair Vacances afin d'améliorer la durée de vie des MH Eurocamp permettant une diminution des investissements en nouveaux MH nécessaires pour maintenir la flotte. Le modèle de gestion des investissements, tant d'entretien que de développement, actuellement mis en œuvre par Homair Vacances permet des synergies importantes une fois déployé chez Eurocamp (de l'ordre de 17 M€ par an en moyenne à l'horizon du plan d'affaires) ;
- Amélioration des performances liées aux démarches marketing mises en œuvre ;
- Harmonisation des logiciels permettant une diminution des charges IT.

Conclusion

Il ressort de ces éléments que le plan d'affaires reste d'actualité à la date de nos travaux et n'est pas, selon le management, remis en question par le léger décalage de rentabilité observé en 2014 par rapport aux agrégats prévisionnels. Le management anticipe une amélioration de la rentabilité, notamment en marge d'EBITDA et d'EBIT, rendue possible par la mise en place des meilleures pratiques observées chez Homair Vacances ou Eurocamp. Le plan d'investissement traduit la volonté du Groupe de consolider son implantation internationale et de pérenniser sa position européenne.

Dans la mesure où le plan d'affaires qui nous a été transmis a été utilisé par Carlyle pour déterminer la valeur de reprise du Groupe et par les banques dans le cadre du refinancement d'Homair Vacances, nous l'avons donc retenu en l'état sans y opérer de retraitement et n'avons pas non plus extrapolé les flux qui pourraient être attendus au-delà de l'horizon analysé par le management.

Néanmoins, compte tenu du caractère volontariste de ce plan, notamment en termes de croissance de la marge d'EBITDA (+7,7 points de CA à l'horizon du plan), nous avons étudié la sensibilité des résultats obtenus en retenant les hypothèses suivantes :

- maintien de la croissance de l'activité au niveau historique constaté chez Homair Vacances, soit 7% par an ;
- maintien du taux de marge d'EBITDA ressortant de l'agrégation des données Eurocamp et Homair Vacances, soit 23% du CA (cf. § 2.4 de ce rapport).

Cette étude de sensibilité permettra de donner une indication de la valeur du Groupe Homair si les synergies attendues par le management ne parvenaient pas à être mises en œuvre.

3.4 Référence au cours de bourse

Contexte boursier

L'action Homair Vacances est admise aux négociations depuis 2007, sur le marché Alternext d'Euronext Paris.

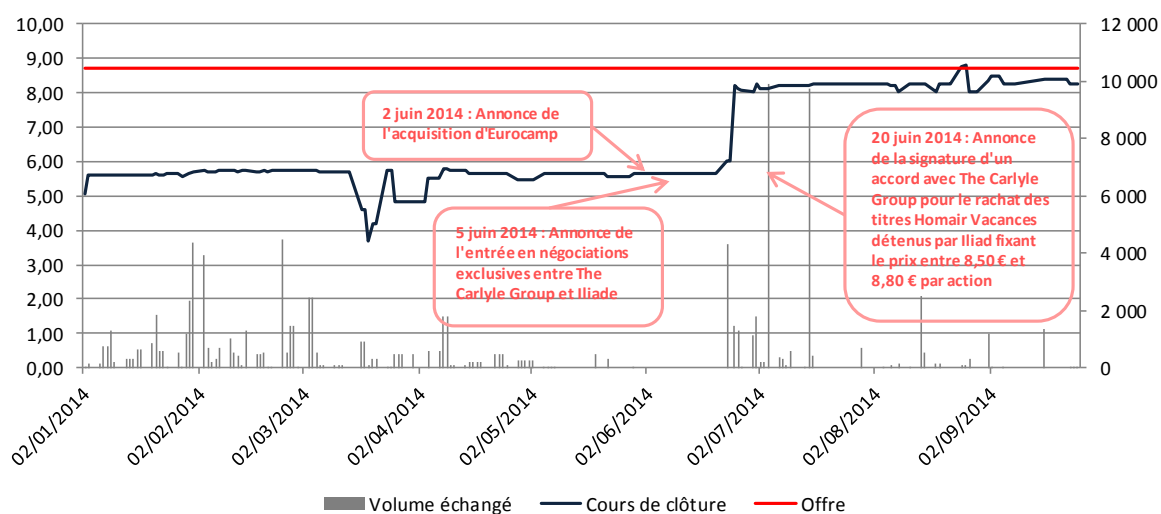
Au cours des 12 derniers mois, soit entre le 26 septembre 2013 inclus et le 25 septembre 2014 inclus, les volumes échangés ont représenté 2,2% des titres émis par la cible, soit une moyenne de 950 titres par jour de bourse. Les 248 047 titres échangés au cours de cette période représentent 1,6 fois le flottant.

A noter également, que l'Offre Publique de Rachat d'Actions initiée par la cible au début de l'année 2014 est susceptible de perturber la lecture du cours de bourse.

Compte tenu de la relative faiblesse de ces niveaux, nous estimons que la référence au cours de bourse ne peut être considérée comme centrale mais est ici mise en œuvre à titre de recoupement.

Évolution boursière

Le graphique ci-dessous montre l'évolution du cours de bourse et des volumes échangés au cours des 10 derniers mois :



On constate à la lecture de ce graphique, que le cours de clôture est en dessous du niveau d'offre depuis le 1^{er} janvier 2014, à l'exception de deux occurrences (le 25 et le 26 août où 100 titres ont été échangés lors de chacune de ces journées, pour un cours de clôture respectif de 8,75 € et 8,79 €).

Cours de bourse pondérés

À partir des cours de bourse et des volumes échangés arrêtés au 25 septembre 2014, date du communiqué indiquant le prix de l'Offre, des cours de bourse moyens pondérés ont pu être calculés sur différentes périodes.

Durée	CMP	Nb titres échangés	Soit en % du capital	Soit en % du flottant
Cours de clôture (25/09/2014)	8,24	19	0,0%	0,0%
5 jdB	8,24	57	0,0%	0,0%
10 jdB	8,39	1 406	0,0%	0,9%
1 mois	8,36	3 291	0,0%	2,2%
3 mois	8,18	33 697	0,3%	22,3%
Annonce Accord*	7,95	39 469	0,3%	26,1%
Annonce Négociations*	7,95	39 469	0,3%	26,1%
Annonce Reprise Eurocamp*	7,95	39 469	0,3%	26,1%

* Pour mémoire, Homair Vacances a annoncé que son actionnaire majoritaire de l'époque, Iliade, était entré en négociations exclusives avec The Carlyle Group pour la cession d'une participation majoritaire le 4 juin 2014 et le 20 juin 2014 qu'un accord avait été trouvé fixant le prix entre 8,50€ et 8,80 € par action Homair Vacances. L'annonce de la reprise d'Eurocamp par Homair Vacances a été faite par communiqué de presse le 2 juin 2014

Ces cours peuvent être comparés à l'Offre :

Méthode - en € par action HV	Valeur	Prime
Cours de bourse		
Cours de clôture (25/09/2014)	8,24	5,58%
CMPV 5 jdB	8,24	5,58%
CMPV 10 jdB	8,39	3,65%
CMPV 1 mois	8,36	4,10%
CMPV 3 mois	8,18	6,30%
CMPV Annonce Accord*	7,95	9,47%
CMPV Annonce Négociations*	7,95	9,47%
CMPV Annonce Reprise Eurocamp*	7,95	9,47%

* Pour mémoire, Homair Vacances a annoncé que son actionnaire majoritaire de l'époque, Iliade, était entré en négociations exclusives avec The Carlyle Group pour la cession d'une participation majoritaire le 4 juin 2014 et le 20 juin 2014 qu'un accord avait été trouvé fixant le prix entre 8,50€ et 8,80 € par action Homair Vacances. L'annonce de la reprise d'Eurocamp par Homair Vacances a été faite par communiqué de presse le 2 juin 2014

Nous retenons les cours moyens pondérés par les volumes compris entre le 25 septembre, date de communication du prix de l'Offre, et le 2 juin 2014, date de l'annonce de l'acquisition d'Eurocamp.

Le CMPV depuis le 3 juin 2014, premier jour de cotation suivant l'annonce du rachat d'Eurocamp, s'établit à 7,95 €, aucun titre n'ayant été échangé entre cette date et le 20 juin 2014. La prime offerte s'élève donc à 9,47%.

Le prix de l'Offre fait ressortir une **prime comprise entre 3,65% et 9,47%** selon l'horizon retenu.

3.5 Référence aux transactions récentes

Comme décrit précédemment, au paragraphe 1.2, l'Initiateur a récemment pris le contrôle d'Iliade qui détient près de 83% des titres émis par Homair Vacances. Peu après, Homair Investissement a également racheté une partie des titres détenus par le concert (cf. *supra*). Le prix par action Homair Vacances extériorisé dans le cadre de cette transaction s'établit à 8,6949€.

Les documents mis à notre disposition ne prévoient pas de mécanisme de complément de prix ; le prix unitaire extériorisé par ces transactions peut dès lors être retenu à titre de référence.

Le prix de l'Offre de 8,70 € fait ressortir une **prime de 0,1%** par rapport au prix retenu lors de ces deux transactions, à savoir 8,6949 € par action Homair Vacances.

Méthode - en € par action HV	Valeur	Prime
Transactions récentes		
Rachat d'Iliade par Homair Investissement	8,69	0,1%
Rachat des titres détenus par le Concert par Homair Investissement	8,69	0,1%

Nous avons exclu de nos travaux l'offre publique de rachat d'actions (OPRA) initiée par Homair Vacances sur ses propres actions au mois de février 2014, dans la mesure où elle ne tient pas compte de la reprise d'Eurocamp par Homair Vacances. Cette offre avait été réalisée au prix de 5,75 € par action Homair Vacances. Pour les mêmes raisons, nous ne retenons pas le rachat par Homair Vacances de 7,74% de son capital auprès du FCPR Ekkio Capital 1, de la SA Avenir Tourisme, de la SAS Unexo et de Monsieur Serge Mesguich. Le Rachat d'Actions a été réalisé à un prix unitaire de 5,75 € par action Homair Vacances. Parallèlement, la société Iliade avait acheté environ 10,37% du capital d'Homair Vacances auprès des mêmes vendeurs, pour le même prix unitaire.

3.6 Comparables boursiers

Sociétés comparables

La société Homair Vacances est un acteur de l'hôtellerie de plein air, nous avons identifié certaines sociétés comparables :

Société - en M€	Capi. Boursière	CA 2013	EBITDA 2013	en % du CA	EBIT 2013	en % du CA
Homair Vacances S.A.	107	71	20	28%	7	9%
Pierre et Vacances SA	217	1 307	30	2%	(31)	-2%
Club Mediterranee S.A.	719	1 400	87	6%	23	2%
I Grandi Viaggi SpA	27	61	(2)	-3%	(7)	-11%
Melia Hotels International SA	1 519	1 352	224	17%	53	4%
TUI Travel PLC	5 638	18 011	859	5%	333	2%
Kuoni Reisen Holding AG	801	4 620	159	3%	89	2%
Thomas Cook Group plc	2 232	11 147	284	3%	1	0%
Royal Caribbean Cruises Ltd.	11 726	5 791	1 171	20%	618	11%
Compagnie des Alpes S.A.	385	678	150	22%	29	4%
Voyageurs du Monde	143	335	18	5%	14	4%

Société - en M€	Capi. Boursière	CA 2012	EBITDA 2012	en % du CA	EBIT 2012	en % du CA
Homair Vacances S.A.	107	66	19	28%	7	10%
Pierre et Vacances SA	217	1 419	34	2%	(11)	-1%
Club Mediterranee S.A.	719	1 447	106	7%	16	1%
I Grandi Viaggi SpA	27	67	(2)	-3%	(7)	-10%
Melia Hotels International SA	1 519	1 362	233	17%	107	8%
TUI Travel PLC	5 638	18 178	713	4%	465	3%
Kuoni Reisen Holding AG	801	4 839	123	3%	116	2%
Thomas Cook Group plc	2 232	11 932	673	6%	27	0%
Royal Caribbean Cruises Ltd.	11 726	5 827	1 151	20%	633	11%
Compagnie des Alpes S.A.	385	678	157	23%	162	24%
Voyageurs du Monde	143	286	15	5%	13	5%

Source : Infinancials

Notre échantillon est composé de sociétés hôtelières, de tours operators et d'un croisiériste afin de reconstituer une image complète du secteur du tourisme en Europe.

Il ressort de ces éléments que la société Homair Vacances surperforme en partie les sociétés comparables incluses dans cet échantillon en 2012 et 2013, soit avant la reprise d'Eurocamp. Par ailleurs, les prévisions du Groupe, tant en termes de CA qu'en termes d'EBITDA (taux de marge de l'ordre de 30%) et d'EBIT (taux de marge de l'ordre de 16%) sont au-dessus des niveaux du marché. Aussi, nous ne retenons pas de décote de taille.

Une présentation détaillée de ces sociétés est incluse en annexe de ce rapport.

Agrégats retenus

Nous avons exclu de notre analyse les multiples de CA en raison des différences de rentabilité observées au sein de l'échantillon retenu.

Nous retenons les multiples d'EBITDA et d'EBIT afin de traduire d'une part, la rentabilité des sociétés indépendamment de leur politique d'investissement / amortissement et d'autre part, la rentabilité avant prise en compte de la politique financière de la société.

Nous ne retenons pas le multiple de PER en raison des différences de structures financières des sociétés composant l'échantillon, comme le traduit le tableau ci-dessous :

Structure - données 2013	Net debt / Shareholder Eq.	Net debt / EBITDA
Pierre et Vacances SA	64%	8,7
Club Mediterranee S.A.	27%	1,5
I Grandi Viaggi SpA	16%	(5,9)
Melia Hotels International SA	96%	5,0
TUI Travel PLC	-3%	(0,1)
Kuoni Reisen Holding AG	-18%	(0,7)
Thomas Cook Group plc	84%	1,8
Royal Caribbean Cruises Ltd.	89%	4,9
Compagnie des Alpes S.A.	60%	2,8
Voyageurs du Monde	-132%	(3,8)
Mediane	43%	1,6
Moyenne	28%	141%
Minimum	-132%	-591%
Maximum	96%	866%

Source : Infinancials

Multiples observés

A partir de l'échantillon présenté ci-dessus, pour des données boursières moyennes sur les 12 derniers mois au 25 septembre 2014 (données Infinancials), les multiples suivants sont observés :

Société	EV / EBITDA			EV / EBIT		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Pierre et Vacances SA	6,4x	5,3x	4,4x	17,8x	11,2x	9,1x
Club Mediterranee S.A.	6,7x	5,8x	5,1x	29,0x	16,1x	10,3x
I Grandi Viaggi SpA	20,3x	8,1x		nm	nm	
Melia Hotels International SA	11,8x	10,1x	9,6x	20,1x	15,4x	14,9x
TUI Travel PLC	5,2x	4,8x	4,4x	6,8x	6,2x	5,9x
Kuoni Reisen Holding AG	7,5x	6,4x	5,7x	14,2x	9,9x	8,5x
Thomas Cook Group plc	5,5x	4,5x	4,1x	8,2x	6,3x	5,6x
Royal Caribbean Cruises Ltd.	10,1x	8,7x	7,7x	18,0x	14,5x	12,3x
Compagnie des Alpes S.A.	5,3x	5,0x	4,7x	14,7x	12,9x	12,0x
Voyageurs du Monde	2,8x	2,8x	2,6x	3,8x	3,7x	3,5x
Médiane	6,5x	5,6x	4,7x	14,7x	11,2x	9,1x
Moyenne	8,2x	6,2x	5,4x	14,7x	10,7x	9,1x
Minimum	2,8x	2,8x	2,6x	3,8x	3,7x	3,5x
Maximum	20,3x	10,1x	9,6x	29,0x	16,1x	14,9x

Source : Infinancials

Agrégats de Homair Vacances utilisés

Nous avons retenu l'EBITDA et l'EBIT constatés en 2014 et prévisionnels pour 2015 et 2016 afin de pouvoir prendre en compte la création de valeur attendue dans le cadre de la reprise d'Eurocamp. En effet, les synergies anticipées par le management montent en puissance entre 2014 et 2015 et sont totalement prises en compte en 2016.

Résultats

Nous avons appliqué les multiples médians aux données issues du plan d'affaires.

L'endettement financier a ensuite été retraité afin de permettre d'extérioriser une valeur par titre :

Soit par titre - en €	2014	2015	2016
EBITDA	6,81	8,45	7,77
EBIT	5,41	9,07	8,58

Il ressort de ces éléments que la valeur déterminée à partir des multiples médians d'EBITDA et d'EBIT issus de l'échantillon des comparables boursiers retenu s'établit entre 5,41 € et 9,07 €, permettant de dégager une prime par rapport à l'Offre comprise entre -4,11% et +60,9%.

Méthode - en € par action HV	Valeur	Prime
Comparables boursiers		
x EBITDA		
2014	6,81	27,8%
2015	8,45	2,9%
2016	7,77	11,9%
x EBIT		
2014	5,41	60,9%
2015	9,07	-4,1%
2016	8,58	1,4%

Nous retenons une **valeur centrale de 7,77 €** par action Homair Vacances pour les multiples d'EBITDA et de **8,58 €** par action Homair Vacances pour les multiples d'EBIT.

3.7 Actualisation des flux futurs de trésorerie

L'actualisation des flux futurs de trésorerie, aussi appelée DCF, Discounted Cash Flows, consiste à évaluer une entreprise à partir de ses perspectives de développement. Les flux prévisionnels de trésorerie liés à l'activité, et nets des investissements nécessaires à l'exploitation et à la croissance de la société, sont actualisés à un taux dit Coût Moyen Pondéré du Capital, ou Weighted Average Cost of Capital, WACC, tenant compte de la

rentabilité attendue du capital et du coût d'opportunité de la dette. La valeur des capitaux propres est obtenue après retraitement de l'endettement financier net.

FLUX DE TRESORERIE UTILISES

Les flux de trésorerie que nous retenons reposent sur le plan d'affaires 2014-2018 réalisé par le management de la Société et décrit précédemment.

Les flux ont été calculés à partir d'un EBIT annuel retraité des éléments suivants :

- IS au taux de 34,43% ;
- Amortissements ;
- Investissements ;
- Variations de l'Excédent de Fonds de Roulement (EFR). L'EFR a été calculé par nos soins comme correspondant à 30 jours de chiffre d'affaires (moyenne historique constatée pour les 3 derniers exercices Homair Vacances ; le management nous a confirmé que cette tendance était comparable chez Eurocamp).

TAUX D'ACTUALISATION

Le taux d'actualisation retenu repose sur les paramètres suivants :

- Le taux sans risque correspond au taux OAT TEC 10 au 25 septembre 2014, soit 1,29% ;
- Le Bêta s'établit à 1,4 et correspond au bêta médian ré-endetté de l'échantillon de comparables présenté ci-avant ajusté au R² (20%). Le levier (D/E) retenu est de 63% et a été déterminé à partir des comptes historiques d'Homair Vacances et d'Eurocamp et du niveau de dette nette au 25 septembre 2014. Les données de marché (bêtas) source ont été extraites de la base de données Infinancials ;
- La prime de risque prospective retenue s'élève à 5,91% en septembre 2014 et est issue de la base de données ID MidCaps ;
- Une prime de risque spécifique de 4,07% issue de l'étude empirique réalisée par Erik Peek en collaboration avec Duff & Phelps « a study of differences in returns between large and small caps in Europe », pour les entreprises en France et au Benelux ;
- Le coût de la dette avant impôts ressort à 3,7% et a été déterminé à partir des financements du Groupe Homair Vacances à la date de l'évaluation (pour mémoire, la dette du Groupe a été renégociée dans le cadre des opérations décrites précédemment) ;
- Le coût de la dette après impôts tient compte de la moindre déductibilité des charges financières ;
- Le poids de la dette ($D / (E + D)$) a été déterminé à partir du levier reconstitué comme décrit *supra*.

Le levier retenu a été déterminé comme suit :

Décomposition du levier retenu	
Capitaux propres HV 31.03.2014 hors résultat	31,0
Capitaux propres EC 2014	172,1
Résultat net 2014 (estimé - EBIT fiscalisé)	10,5
Capitaux propres 2014 (estimés)	213,6
Dette retenue (dette nette hors minoritaires)	134,8
D / E	63%
D / (D+E)	39%

A noter qu'au 31 mars 2014, les capitaux propres d'Homair Vacances tiennent compte du résultat de l'OPRA de février 2014.

Compte tenu de ces éléments, le coût du capital ressort à 9,5%.

Décomposition du coût du capital		
Taux sans risque	1,3%	Taux OAT au 25/09/2014
Prime de risque	5,9%	Prime constatée au 1er septembre 2014 - Idmidcaps
Bêta	1,42	Bêta médian sectoriel réendetté
Prime spécifique	4,1%	Taille (Eric Peek - Etude empirique - Entreprises Européennes - prime France + Bénélux)
Coût du capital	13,77%	
Coût de la dette	3,7%	Taux moyen pondéré observé (contrats de financement et obligations)
Coût d'opportunité de la dette	2,8%	
Poids du capital	61,3%	Calcul selon gearing avec capitaux propres reconstitués
Poids de la dette	38,7%	Calcul selon gearing avec capitaux propres reconstitués
Taux d'actualisation	9,5%	

FLUX TERMINAL ET CROISSANCE PERPETUELLE

Le taux de croissance à l'infini retenu est de 2% et traduit le potentiel de croissance du Groupe, notamment au travers de l'amélioration du RevPar.

La valeur terminale a été déterminée par capitalisation à partir des paramètres présentés ci-dessus. Le flux terminal a été calculé à partir de la dernière année du plan établi par le management :

- Croissance du CA au taux de croissance perpétuelle ;
- Maintien du niveau de marge d'EBITDA prévisionnel (stable sur les trois dernières années du plan) ;
- IS théorique de 34,43% ;
- Annulation des amortissements et des investissements considérés comme convergents vers l'infini ;
- Absence de prise en compte de variation du BFR, considéré comme tendant vers zéro à l'infini.

L'évaluation est réalisée au 30 septembre 2014.

RESULTATS OBTENUS ET SENSIBILITE

À partir du plan d'affaires présenté plus haut, nous obtenons une **valeur centrale**, avec la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie, de l'ordre **de 8,59 € par action Homair Vacances**.

Méthode - en € par action HV	Valeur	Prime
Actualisation des flux de trésorerie		
Actualisation des flux de trésorerie	8,59	1,3%

La sensibilité à la variation du taux d'actualisation, de la croissance à l'infini et de la marge d'EBITDA normative se présente comme suit :

En € par titre		Taux d'actualisation				
		9,04%	9,29%	9,54%	9,79%	10,04%
Taux de croissance à l'infini	1,25%	8,35	7,82	7,31	6,84	6,39
	1,50%	8,81	8,24	7,71	7,21	6,74
	1,75%	9,30	8,70	8,14	7,61	7,11
	2,00%	9,82	9,19	8,59	8,03	7,51
	2,25%	10,39	9,71	9,07	8,48	7,92
	2,50%	11,00	10,27	9,59	8,96	8,37
	2,75%	11,65	10,87	10,15	9,47	8,85

En € par titre		Taux d'actualisation				
		9,04%	9,29%	9,54%	9,79%	10,04%
Marge d'EBITDA	28,6%	7,98	7,43	6,91	6,42	5,96
	29,1%	8,60	8,01	7,47	6,96	6,48
	29,6%	9,21	8,60	8,03	7,49	6,99
	30,1%	9,82	9,19	8,59	8,03	7,51
	30,6%	10,44	9,77	9,15	8,57	8,02
	31,1%	11,05	10,36	9,71	9,11	8,54
	31,6%	11,67	10,95	10,27	9,64	9,05

Il ressort de cette analyse que la valeur par action d'Homair Vacances est particulièrement sensible au niveau de marge normative retenu. En effet, un décalage d'un point de marge d'EBITDA conduit à une variation de la valeur par action Homair Vacances de l'ordre de 1,12 €.

Comme mentionné précédemment, nous avons également testé la sensibilité des résultats obtenus à partir d'un plan d'affaires modifié et reposant sur les hypothèses suivantes :

- maintien de la croissance de l'activité au niveau historique constaté chez Homair Vacances ;
- maintien du taux de marge d'EBITDA ressortant de l'agrégation des données Eurocamp et Homair Vacances en 2014, soit 23% du CA (cf. § 2.4 de ce rapport).

Nous obtenons des résultats compris entre 3,81 € et 5,34 €. Ces résultats permettraient d'offrir une prime comprise entre 63% et 128%.

3.8 Synthèse des résultats obtenus

En synthèse, nous obtenons les résultats suivants :

Méthode - résultats en € par titre	Synthèse de résultats					
	Résultats en € par action			Prime / décote		
	Bas	Centrale	Haute	Bas	Centrale	Haute
Cours de bourse						
Cours de clôture (25/09/2014)		8,24			5,6%	
CMPV 5 jdB		8,24			5,6%	
CMPV 10 jdB		8,39			3,7%	
CMPV 1 mois		8,36			4,1%	
CMPV 3 mois		8,18			6,3%	
CMPV Annonce Accord*		7,95			9,5%	
CMPV Annonce Négociations*		7,95			9,5%	
CMPV Annonce Reprise Eurocamp*		7,95			9,5%	
Comparables boursiers						
EBITDA	6,81	7,77	8,45	27,8%	11,9%	2,9%
EBIT	5,41	8,58	9,07	60,9%	1,4%	-4,1%
Transaction récente						
Rachat d'Iliade par Homair Investissement		8,69			0,1%	
Rachat des titres détenus par le Concert par Homair Investissement		8,69			0,1%	
Actualisation des flux de trésorerie						
DCF	7,47	8,59	9,77	16,5%	1,3%	-11,0%

* Pour mémoire, Homair Vacances a annoncé que son actionnaire majoritaire de l'époque, Iliade, était entré en négociations exclusives avec The Carlyle Group pour la cession d'une participation majoritaire le 4 juin 2014 et le 20 juin 2014 qu'un accord avait été trouvé fixant le prix entre 8,50€ et 8,80 € par action Homair Vacances. L'annonce de la reprise d'Eurocamp par Homair Vacances a été faite par communiqué de presse le 2 juin 2014

Ces résultats font ressortir une prime comprise entre 60,9% et 0,1% sur le cours de bourse, la référence aux transactions récentes, les multiples et l'actualisation des flux de trésorerie, et une décote comprise entre -4,1% et -11 % sur les multiples et l'actualisation des flux futurs de trésorerie. En Valeur centrale, l'Offre fait ressortir une prime comprise entre 0,1% et 15,2%.

4. Analyse du rapport d'évaluation de l'établissement présentateur – PORTZAMPARC

Les résultats et travaux de l'établissement présentateur sont détaillés dans la note d'information de l'Offre. Le tableau ci-dessous reprend, pour chacune des méthodes retenues, les résultats obtenus par l'établissement présentateur et ceux que nous obtenons :

Méthode - résultats en € par titre	Résultats obtenus						Prime / décote par rapport au Prix de l'Offre de 8,7 €					
	Etab. présentateur			Expert indépendant			Etab. présentateur			Expert indépendant		
	Bas	Centrale	Haute	Bas	Centrale	Haute	Bas	Centrale	Haute	Bas	Centrale	Haute
Cours de bourse												
Cours de clôture (25/09/2014)		8,24			8,24			5,6%			5,6%	
CMPV 5 jdB		-			8,24			na			5,6%	
CMPV 10 jdB		-			8,39			na			3,7%	
CMPV 1 mois		8,36			8,36			4,1%			4,1%	
CMPV 3 mois		8,18			8,18			6,3%			6,3%	
CMPV Annonce Accord*		-			7,95			na			9,5%	
CMPV Annonce Négociations*		-			7,95			na			9,5%	
CMPV Annonce Reprise Eurocamp*		-			7,95			na			9,5%	
CMPV 6 mois		7,68			-			13,3%			na	
CMPV 1 an		5,87			-			48,2%			na	
Comparables boursiers												
EBITDA	2,89	3,88	4,87	6,81	7,77	8,45	201,0%	124,2%	78,6%	27,8%	11,9%	2,9%
EBIT	2,96	4,09	5,22	5,41	8,58	9,07	193,9%	112,7%	66,7%	60,9%	1,4%	-4,1%
Transactions récentes												
Rachat d'Iliade par Homair Investissement		8,69			8,69			0,1%			0,1%	
Rachat des titres détenus par le Concert par Homair Investissement		8,69			8,69			0,1%			0,1%	
Actualisation des flux de trésorerie												
DCF	7,53	8,08	8,67	7,47	8,59	9,77	15,5%	7,7%	0,3%	16,5%	1,3%	-11,0%

* Pour mémoire, Homair Vacances a annoncé que son actionnaire majoritaire de l'époque, Iliade, était entré en négociations exclusives avec The Carlyle Group pour la cession d'une participation majoritaire le 4 juin 2014 et le 20 juin 2014 qu'un accord avait été trouvé fixant le prix entre 8,50€ et 8,80 € par action Homair Vacances. L'annonce de la reprise d'Eurocamp par Homair Vacances a été faite par communiqué de presse le 2 juin 2014

Il ressort de ces éléments que les approches mises en œuvre par l'établissement présentateur sont équivalentes à celles que nous avons appliquées.

Éléments communs aux différentes approches d'évaluation mises en œuvre

Date de l'évaluation

L'établissement présentateur retient les mêmes dates que nous, à savoir 25 septembre 2014 pour ce qui concerne le cours de bourse et 30 septembre 2014 pour l'actualisation des flux de trésorerie.

Endettement

Nous retenons un endettement financier légèrement différent que l'établissement présentateur compte tenu de l'absence de prise en compte par ce dernier des engagements de fin de carrière .

Nombre d'actions

Nous retenons le même nombre de titres que la banque conseil, à savoir 18 086 257 actions correspondant à la somme des actions en circulation nette des actions auto-détenues, majorée des BSA exerçables et des actions gratuites.

Cours de bourse

Nous ne retenons pas exactement les mêmes durées de calcul, dans la mesure où nous considérons qu'avant l'annonce de la reprise d'Eurocamp, le cours de bourse n'est pas susceptible d'intégrer la totalité de la valeur du nouvel ensemble ainsi constitué. Néanmoins, lorsque les durées sont communes, nous obtenons les mêmes résultats que l'établissement présentateur.

Comparables boursiers

Agrégats retenus

Nous retenons les mêmes agrégats que la banque conseil, à savoir l'EBITDA et l'EBIT que nous considérons comme représentatifs de la création de valeur du Groupe.

Nous retenons les agrégats 2014, 2015 et 2016 afin de permettre la prise en compte des effets des synergies attendues par le Groupe dans le cadre de la reprise d'Eurocamp, alors que l'établissement présentateur ne retient que les années 2014 et 2015.

Echantillon

Nous retenons un échantillon différent de celui retenu par l'établissement présentateur.

Les sociétés communes sont Club Méditerranée, Compagnie des Alpes, Kuoni Reisen, Pierre et Vacances, TUI Travel, Thomas Cook et Voyageurs du Monde. A ces sociétés, nous avons ajouté I Grandi Viaggi, Melia Hotels et Royal Caribbean Cruises dans le but de reconstituer un échantillon représentatif de l'industrie du Tourisme en Europe.

Multiples appliqués

Nous retenons les multiples médians observés sur l'échantillon de sociétés comparables alors que l'établissement présentateur retient, pour sa part, les multiples moyens.

Enfin, nous ne retenons aucune décote.

Transactions récentes sur le capital

Nous retenons les mêmes transactions que l'établissement présentateur et obtenons les mêmes résultats.

Actualisation des flux de trésorerie

Flux actualisés

L'établissement présentateur retient le même plan d'affaires que nous et n'y a pas non plus apporté de retraitement particulier. Il a en revanche extrapolé les flux pour les années 2019 à 2024 en retenant un taux de croissance de l'activité en diminution progressive vers 1,5% et une marge opérationnelle (marge d'EBIT) en diminution progressive et convergeant vers un taux normatif de 13,0%.

Taux d'actualisation

Bien que déterminé différemment, nous retenons un taux d'actualisation assez proche de celui utilisé par l'établissement présentateur.

Décomposition du coût du capital	Etablissement présentateur	Expert indépendant
Taux sans risque	1,3%	1,3%
Prime de marché actions	5,9%	5,9%
Bêta désendetté	0,94	1,01
D/E	1,43	0,63
Bêta réendetté	2,30	
Prime de taille	0,26	
Bêta	2,56	1,42
Prime spécifique	0,0%	4,1%
Coût du capital	16,4%	13,8%
Coût de la dette avant impôts	5,8%	3,7%
Coût d'opportunité de la dette	4,3%	2,8%
Poids du capital	41,0%	61,3%
Poids de la dette	59,0%	38,7%
Taux d'actualisation	9,6%	9,5%

La principale divergence observée tient au gearing. L'établissement présentateur a déterminé le gearing à partir de la capitalisation boursière alors que nous avons estimé les capitaux propres du Groupe au 30 septembre 2014.

Taux de croissance à l'infini

L'établissement présentateur retient un taux de croissance à l'infini de 1,5% correspondant au taux moyen attendu à long terme de l'économie européenne. Nous retenons un taux de 2% qui traduit la capacité du Groupe à maintenir un niveau de croissance élevé.

5. Opérations connexes

A la suite du rachat de leurs participations, directes ou indirectes, dans la société Homair Vacances, certaines personnes du concert (les fonds Montefiore et certaines personnes physiques) ont réinvesti une partie des sommes perçues afin d'être partie prenante à la réorganisation de l'actionnariat du Groupe Homair. Ces réinvestissements correspondent à des opérations connexes.

Le capital d'Homair Investissement, à la suite des opérations sera réparti comme suit :

Homair Investissement	Actions ordinaires		Actions catégorie A		Actions catégorie B		Oblig. convertibles	
Carlyle	4 888 550	69,4%		0,0%		0,0%	4 888 550	71,0%
Montefiore	1 996 684	28,4%		0,0%		0,0%	1 996 684	29,0%
Manager Skinner 1	106 200	1,5%	106 200	68,0%		0,0%		0,0%
Manager Skinner 2		0,0%		0,0%	27 600	100,0%		0,0%
Pèbre Sarl	50 000	0,7%	50 000	32,0%		0,0%		0,0%
Total	7 041 434	100,0%	156 200	100,0%	27 600	100,0%	6 885 234	100,0%

Les managers partie prenante à l'opération ont apporté ou cédé leurs actions et Bons de Souscription en Actions Homair Vacances à Homair Investissement. Une partie des sommes perçues au titre de ces cessions a été ou sera prochainement réinvestie par certains managers dans deux structures dédiées, les « Mancos » : Manager Skinner 1 et Manager Skinner 2. Il est précisé que certains managers de Homair Vacances qui ne sont pas cédants vont également investir dans ces sociétés. Les fonds Montefiore ont également réinvesti aux côtés de Carlyle dans Homair Investissement (en actions ordinaires et obligations convertibles Homair Investissement et en actions ordinaires des Mancos).

Ces réinvestissements vont également de pair une prise de risque significative, liée à une structure d'endettement lourde, qui se traduit par un coût du capital de Homair Investissement plus élevé que celui de Homair Vacances.

Documentation étudiée

Afin d'apprécier les opérations connexes, nous avons effectué une revue des documents suivants :

- Accord d'investissement ;
- Securityholders' agreement (pacte d'actionnaires de Homair Investissement) ;
- Projet de rapport du Commissaire aux Apports ;
- Rapport du Commissaire aux Avantages Particuliers ;
- Rapport d'évaluation des actions de préférence Ratchet à émettre par CA4 Infra 2 (devenue Homair Investissement) correspondant aux Actions B.

Aux actions A et aux actions B sont attachés des droits et obligations particuliers. Conformément à la réglementation applicable, au moment de la création de ces catégories d'actions, un Commissaire aux Avantages Particuliers a été désigné afin d'apprécier les droits particuliers attachés aux actions de préférence.

Celui-ci a conclu son rapport en ces termes « En conclusion de nos travaux, les avantages particuliers décrits ci-avant, et explicitement exposés dans le Projet de Statuts n'appellent pas d'observation particulière de notre part ».

Les droits financiers attachés aux actions A sont comparables à ceux attachés aux obligations convertibles, lesquelles sont convertibles en actions A.

Actions B

Les droits des actions B émises par Homair Investissement incluent notamment une rétrocession d'une partie de l'éventuelle plus-value de cession que les investisseurs financiers pourraient réaliser en cas de sortie. Le calcul de la plus-value extériorisée dans le cadre de cette éventuelle sortie inclut le montant capitalisé des obligations convertibles détenues à la date de la sortie. Le montant de la rétrocession dépend à la fois du TRI observé au moment de la sortie (donc du prix de cession) et de la date à laquelle la cession serait réalisée. Les managers ayant investi dans les Mancos ont également conclu un accord avec l'investisseur financier au titre duquel ils consentent une option de vente (« Call Option ») relative aux actions qu'ils détiennent dans les Mancos.

Un évaluateur indépendant a été mandaté aux fins d'évaluer les actions B. Ses travaux reposent sur une hypothèse de sortie à un horizon de 5 ans (moyenne issue d'un échantillon d'opérations réalisées par Carlyle dans le passé) et sur un multiple de sortie. Compte tenu de l'absence de diversification possible pour les détenteurs d'actions B, une décote de 22% a été retenue. L'évaluateur a mis en œuvre deux méthodes d'évaluation distinctes (Monte Carlo et Black & Scholes). Ses travaux concluent à une valeur des actions B de l'ordre de 276 K€. Ce somme correspond au prix de souscription des actions B dans le cadre de l'opération.

Dans le cadre de nos travaux, nous avons également procédé à la réévaluation de ces actions à partir de la valeur d'Homair Investissement déterminée en fonction de celle d'Homair Vacances (définie par application à l'EBITDA prévisionnel de chaque année d'un multiple de 5,6x correspondant à la moyenne des multiples observés sur notre échantillon de sociétés comparables – cf. *supra*) et de la valeur de la dette relative aux Obligations Convertibles, considérées, dans nos travaux, comme non converties. La valeur de la dette tient compte des intérêts capitalisés. Nous retenons une volatilité de 25% correspondant à la volatilité médiane de notre échantillon de sociétés comparables. Nous avons ensuite appliqué aux résultats par année obtenus les probabilités de sortie identifiées et faisant ressortir un horizon moyen de 5 ans (déterminé par l'évaluateur indépendant à partir d'un échantillon de transactions réalisées par les Investisseurs Financiers).

Les résultats que nous obtenons sont équivalents à ceux présentés par l'évaluateur dès lors que nous observons une valeur par action B de 9,99€, pour un prix payé de 10€.

Obligations Convertibles et actions A

6 885 234 Obligations Convertibles ont été émises par Homair Investissement le 25 septembre 2014 au prix unitaire de 10 € chacune et porteront intérêt à hauteur de 8% l'an. Les intérêts seront capitalisés et rémunérés au même taux. A moins qu'elles n'aient été converties ou remboursées, les OC seront amorties au pair (majoré des intérêts composés) pour la totalité le 25 septembre 2024. Chaque OC est convertible en une action A.

Homair Investissement peut, à tout moment décider du remboursement anticipé de ces Obligations qui ne pourraient dès lors plus être exercées. Réciproquement, les porteurs d'Obligations Convertibles peuvent à tout moment convertir leurs titres de dette en action A.

Afin de nous assurer de l'absence de complément de prix éventuel, nous avons évalué les Obligations Convertibles émises par Homair Investissement.

La valeur des Obligations Convertibles est composée (i) d'une partie relative à la dette composée du nominal et des intérêts capitalisés et (ii) d'une partie optionnelle traduisant la possibilité attachée aux titres d'être convertis, à un prix d'exercice de 10€, en actions A. Dès lors que le rendement des actions A est plafonné à celui de l'Obligation Convertible (soit un taux d'intérêt de 8% par an, intérêts capitalisés), la partie optionnelle de l'Obligation Convertible ne conduit pas, en cas d'exercice, à une création de valeur complémentaire.

La valeur de l'Obligation Convertible peut dès lors être assimilée à celle des intérêts actualisés majorée de la valeur du nominal au moment du remboursement. Nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital d'Homair Investissement, soit 10,1% pour estimer la valeur actualisée des flux. Le taux d'actualisation a été déterminé à partir des mêmes données que celles utilisées pour celui d'Homair Vacances, mais avec le levier financier d'Homair Investissement calculé d'une part, à partir de la dette composée des OC et du prêt actionnaire (soit 78,9 M€) et d'autre part des capitaux propres de la société (soit 72,2 M€). Nous retenons un coût de la dette avant impôts de 7% (taux pondéré).

Les résultats ainsi obtenus sont proches du prix de souscription des Obligations Convertibles (10 €), dès lors que leur valeur ressort entre 9,3 € et 9,9 € selon le niveau du taux d'actualisation retenu.

En conséquence, **nous sommes d'avis que les Opérations Connexes ne constituent pas**, pour Montefiore et une partie des managers, **un complément de prix** par rapport au produit lié à la cession de leurs actions Iliade ou Homair Vacances.

6. Attestation d'équité

Il ressort de nos travaux que le prix de l'Offre :

- fait ressortir une prime comprise entre 3,7% et 9,5% par rapport aux cours de bourse d'Homair Vacances;
- fait ressortir une prime / décote comprise entre -4,1% et +60,9% en application de la méthode des comparables boursiers ;
- fait ressortir une prime de 0,1% par rapport aux transactions récentes réalisées sur le capital de la société ;
- fait ressortir une prime / décote comprise entre -11, % et +16,5% avec la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

Ainsi, et ce dans le contexte économique et boursier actuel particulièrement tendu diminuant la visibilité de la Société tant sur ses performances futures que sur le devenir du marché sur lequel elle opère, nous sommes d'avis que le prix proposé par Homair Investissement dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire, visant les actions de la Société Homair Vacances SA d'un montant de 8,70 € par action est équitable pour les actionnaires minoritaires.

Le 10 octobre 2014

SALUSTRO & ASSOCIES

Olivier Salustro

ANNEXES

1. Présentation de SALUSTRO & ASSOCIES

SALUSTRO & ASSOCIES intervient dans tous les domaines liés à l'audit ou à l'analyse financière et à l'évaluation d'entreprises, dans le cadre de :

- missions légales de commissariat aux apports et à la fusion ;
- missions contractuelles d'expertise indépendante, d'évaluation d'entreprises et d'arbitrage.

SALUSTRO & ASSOCIES, constitué d'une équipe restreinte de professionnels animés par Olivier Salustro, dispose d'une expérience reconnue des opérations dites de place qui mettent en jeu des questions liées à l'équité entre actionnaires.

2. Indépendance

SALUSTRO & ASSOCIES n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec la société concernée par l'opération ou ses conseils et ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'opération, ni aucune créance ou dette sur la société concernée par l'opération ou toute personne contrôlée par cette société au sens de l'article 233-3 du Code de commerce.

SALUSTRO & ASSOCIES ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts avec la société concernée par l'opération et ses conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Au cours de vingt-quatre derniers mois, SALUSTRO & ASSOCIES déclare n'avoir jamais participé à une opération publique présentée PORTZAMPARC, établissement présentateur de la présente Offre.

En conformité avec l'alinéa avec l'alinéa II de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, SALUSTRO & ASSOCIES atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur, connu de lui, avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

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

Le cabinet SALUSTRO & ASSOCIES n'adhère, au moment de la rédaction de ce rapport à aucune association professionnelle indépendante reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), en application de l'article 236-1 du règlement général de cette dernière.

Il envisage néanmoins d'adhérer prochainement à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants. Cette association est agréée par l'AMF.

Le cabinet SALUSTRO & ASSOCIES s'est doté d'un code de déontologie prévoyant notamment des procédures et règles de conduite destinées à garantir et protéger l'indépendance du cabinet afin d'éviter les situations de conflits d'intérêt.

Il s'est également doté des procédures et méthodes de travail permettant de contrôler, pour chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant qu'ils ne soient émis.

4. Expertises Indépendantes réalisées par le cabinet SALUSTRO & ASSOCIES

Au cours des 24 derniers mois, le cabinet SALUSTRO & ASSOCIES a réalisé une mission d'expertise indépendante : Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur les actions GARDEIL. Initiateur : UNICHIPS INTERNATIONAL BV. Banque présentatrice : Banque DELUBAC & Cie.

5. Interlocuteurs

Pour réaliser notre mission nous nous sommes entretenus avec les personnes suivantes :

De la société Homair Vacances

Alain Calmé

Jérôme Destoppeleir

Du groupe Carlyle

Alexandre Fortoul

Thomas Rajsbaum

De Portzamparc, établissement présentateur

Vincent Le Sann

Cyrille Gonthier

Hortense Vourc'h

Romain Freismuth

Jean-Baptiste Barenton

Arnaud Guérin

Du cabinet Weil, Gotshal & Manges, avocats conseil

Alexandre Duguay

De Easton Corporate Finance, conseil financier

Nicolas Saint-Pierre

Charlotte Trinh-Duc

6. Liste des documents utilisés

Dans le cadre de nos travaux, nous avons demandé et obtenu les documents suivants :

Actionnariat

Répartition du capital et des droits de vote de la société Homair Vacances SA au 30 juin 2014 et à la date d'évaluation (y compris l'auto-détention).

Éléments financiers et juridiques

Rapports des Commissaires aux Comptes, quand applicable - Compte de résultat, bilan, annexes de la société et de l'initiateur au 30 septembre 2012 et 2013

Rapports de gestion aux mêmes dates

Diligences réalisées au moment de la reprise d'Eurocamp

Documentation relative à la transaction Carlyle

Évaluation

Plan d'affaires et hypothèses de construction

Transactions récentes sur le capital de la société

Rapport l'établissement présentateur

7. Diligences réalisées

Prise de connaissance générale de l'opération ;

Acceptation de la mission ;

Identification des risques et orientation de la mission, notamment méthodes d'évaluation retenues et écartées ;

Demande et collecte des informations et données, notamment financières et de marché, nécessaires à nos travaux ;

Mise en œuvre des travaux d'évaluation – à titre principal et à titre de recoupement :

- Analyse du cours de bourse : liquidité et évolution du cours ;
- Comparables boursiers : définition de l'échantillon, analyse des principaux agrégats ;
- Actualisation des flux futurs de trésorerie : analyse des flux, détermination du taux d'actualisation et du taux de croissance perpétuelle ;
- Référence à l'acquisition des titres par le Groupe Carlyle : étude de la transaction, de la détermination du prix et des autres éléments contractuels ;

Prise de connaissance du rapport de l'établissement présentateur, analyse et compréhension des divergences ;

Obtention d'une lettre d'affirmation des représentants de la société ;

Revue indépendante ;

Conclusion et rédaction du rapport.

8. Équipe

La mission a été réalisée sous la responsabilité d'Olivier Salustro, Associé signataire, en collaboration avec Marie-Amélie Lecoq, manager dédié à ce type de missions. Vincent Reynier, associé, a réalisé le contrôle qualité.

9. Calendrier

- 9 septembre : réunion téléphonique de présentation de l'opération envisagée
- 18 septembre : réunion téléphonique de lancement, définition du calendrier
- Du 18 septembre au 25 septembre : prise de connaissance générale, étude du secteur, analyse financière et analyse du plan d'affaires
- 26 septembre : entretien avec le management de la cible pour analyse du plan d'affaires, des comptes historiques, des perspectives, etc.

- Du 29 septembre au 3 octobre : choix des méthodes d'évaluation, détermination des paramètres financiers, travaux d'évaluation et analyse de la sensibilité
- 3 octobre: transmission à SALUSTRO & ASSOCIES du projet de rapport d'évaluation de l'établissement présentateur
- 8 octobre : présentation du projet de conclusion de l'Expert Indépendant
- 10 octobre : diffusion et signature de la lettre d'affirmation par les représentants de la Société, signature et émission de notre rapport.

10. Rémunération

Notre rémunération s'élève à 34.000 € HT au titre de cette mission.

11. Présentation détaillée des sociétés comparables incluses dans l'échantillon retenu

Société - en M€	Capitalisation	CA 2013	EBITDA 2013	EBIT 2013	FactSet Business Summary
Homair Vacances S.A.	107	71	20	7	Homair Vacances SA engages in the operation of mobile homes for vacation and the provision of outdoor holiday accommodation services, It operates at the crossroad of two markets: e-commerce for travel distribution and vacation stays in mobile homes, It selects and runs vacation sites according to site attractiveness, landscape environment, swimming pool, entertainment, kids club, restaurant, and on-site or neighborhood sports, It distributes its offers via catalogue, internet, and call center, It publishes paper catalogue in different languages which are distributed ahead of the season, It offers online booking and online payment and operates its own call center, The company was founded by Daniel Guez on November 9, 2005 and is headquartered in Aix-en-Provence, France
Pierre et Vacances SA	217	1 307	30	(31)	Pierre & Vacances SA develops leisure and holiday concepts, It offers seaside, mountain, countryside and city-centre destinations and also operates a tourism network with homes and apartments, The company operates its business through two segments: Tourism and Property Development, The Tourism segment operates residences and villages through Pierre & Vacances Villages Clubs, Maeva, Center Parcs, Sunparks and Aparthotels Adagio brands in Europe, The Property Development segment engages in the construction and marketing of hotel rooms, apartments and new or renovated houses to individual investors, This segment also develops the Les Senioriales, which builds and markets residences, The company was founded by Gérard Brémond in 1967 and is headquartered in Paris, France.
Club Mediterranee S.A.	719	1 400	87	23	Club Méditerranée SA engages in the development, management, and operation of hotels and resorts, It offers vacation deals, cruise ship sailing, fine dining, sports activities, child care, and spa services, The company was founded by Gilbert Trigano and Gérard Blitz in 1950 and is headquartered in Paris, France,
I Grandi Viaggi SpA	27	61	(2)	(7)	I Grandi Viaggi SpA engages in the travel and leisure sector, It operates through the following segments: Hotel Property Management, Resort Marketing, and Tour Operator, The Hotel Property Management segment deals with the management and administration of buildings, The Resort Marketing segment endorses the resort properties of the company, The Tour Operating segment deals with organizing travels and tours, The company was founded in 1931 and is headquartered in Milan, Italy,

Société - en M€	Capitalisation	CA 2013	EBITDA 2013	EBIT 2013	FactSet Business Summary
Melia Hotels International SA	1 519	1 352	224	53	Meliá Hotels International SA owns and operates hotels, The company operates through four segments: Hotel Business, Asset Management, Vacation Club Business and Management & Structure, The Hotel Business segment includes the results from leased or owned hotel units, The Asset Management segment comprises of gains from the turnover of assets, development, and real estate operations, The Vacation Club Business segment includes the earning from time-shares at vacation complexes, The Management & Structure segment relates to the revenues from fees received in respect of the operation of hotels under management or franchise arrangements, structural costs, and other operating activities related to leisure or recreation, It also operates in three business areas, including Hotels, Asia Pacific, Real Estate and Club Meliá, The company was founded by Gabriel Escarrer Juliá in 1956 and is headquartered at Palma de Mallorca, Spain,
TUI Travel PLC	5 638	18 011	859	333	TUI Travel Plc operates as a leisure travel group, It operates through four business sectors: Mainstream, Accommodation & Destinations, Specialist & Activity and Emerging Markets, The Mainstream sector consists of the following source markets: UK & Ireland, Germany, France, Corsair, the Nordic countries, Canada, Belgium & Morocco, the Netherlands, Austria, Switzerland, Poland, Southern Europe and the hotels division, The Specialist & Activity sector operates under six divisions: Adventure, Education, Marine, North American Specialist, Sport and Specialist Holidays Group, The Accommodation & Destinations sector provides a range of services in destinations to tour operators, travel agents, corporate clients and direct to the consumer worldwide, It offers online accommodation and inbounds services, The Emerging Markets sector is a growing portfolio of travel businesses in the source markets of Russia, the Ukraine, India and China, The company was founded on September 3, 2007 and is headquartered in Crawley, the United Kingdom,
Kuoni Reisen Holding AG	801	4 620	159	89	Kuoni Reisen Holding AG provides global travel-related services, The company operates its business through three segments: Destination & Accommodation Services, Tour Operating and Visa Processing Services, The Destination & Accommodation Services segment operates as a wholesaler and supplier in the procurement and supply of services, It provides hotel accommodation and land components, and travel services at destinations to online & offline travel agencies, tour operators, and aggregators via its distribution system, The Tour Operating segment engages in the outbound leisure travel services from European and Asian source markets, It offers a variety of individual and packaged holidays to end consumers and online & offline travel agencies, The Visa Processing Services engages in the outsourcing and technology services for diplomatic missions and governments worldwide that outsource the non-judgemental, administrative parts of the visa application, and other consular processes, Kuoni Reisen Holding was founded by Alfred Kuoni in 1906 and is headquartered in Zurich, Switzerland,
Thomas Cook Group plc	2 232	11 147	284	1	Thomas Cook Group Plc provides leisure travel services, It offers its holiday services through its network of travel stores, websites, and call centers, The company's principal brands include Thomas Cook, Airtours, Neckermann, Condor, Ving, Direct Holidays, and Sunquest, Thomas Cook Group was founded on June 19, 2007 and is headquartered in London, the United Kingdom,

Société - en M€	Capitalisation	CA 2013	EBITDA 2013	EBIT 2013	FactSet Business Summary
Royal Caribbean Cruises Ltd.	11 726	5 791	1 171	618	Royal Caribbean Cruises Ltd, is a global cruise vacation company, It operates five wholly-owned brands Royal Caribbean International, Celebrity Cruises, Pullmantur, Azamara Club Cruises and Croisières de France, These brands offer an array of onboard activities, services and amenities, including simulated surfing, swimming pools, sun decks, beauty salons, exercise and spa facilities, ice skating rinks, in-line skating, basketball courts, rock climbing walls, miniature golf courses, gaming facilities, lounges, bars, Las Vegas-style entertainment, cinemas and Royal Promenades, which include interior shopping, dining and an entertainment boulevard, Royal Caribbean Cruises was founded in 1968 and is headquartered in Miami, FL,
Compagnie des Alpes S.A.	385	678	150	29	Compagnie des Alpes SA engages in operating ski areas and leisure parks, It operates in two segments: Ski Areas & Leisure Parks, The Ski Areas segment focuses on ski trail works, including signage, The Leisure Parks segment offers three main types of activities such as theme parks, nature and animal parks and tourist attractions, The company was founded on January 26, 1989 and is headquartered in Boulogne-Billancourt, France,
Voyageurs du Monde	143	335	18	14	Voyageurs du Monde SA offers tour packages and voyages, It offers adventure trips, group trips, personalized individual trips, business trips and standard guided tours, Voyageurs du Monde also offers flight and accommodation reservations services, The company was founded on April 11, 1979 and is headquartered in Paris, France,