

NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR



EN REPOSE
A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
VISANT LES ACTIONS DE BACCARAT
INITIEE PAR
FORTUNE LEGEND LIMITED



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») a apposé son visa n° 18-560 en date du 11 décembre 2018 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Baccarat et engage la responsabilité de son signataire.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation du prix ou de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Ledouble, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur les sites Internet de Baccarat (www.baccarat-finance.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), et peut être obtenue sans frais auprès de :

Baccarat
11 place des Etats-Unis
75116 Paris

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment, juridiques, financières et comptables de Baccarat seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée.

Un communiqué sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L’OFFRE.....	3
1.1 Présentation de l’Offre.....	3
1.2 Contexte et motifs de l’Offre.....	4
1.2.1 Acquisition du Bloc.....	4
1.2.2 Répartition du capital et des droits de vote théoriques de Baccarat	5
1.2.3 Composition du conseil d’administration.....	7
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D’ADMINISTRATION DE BACCARAT.....	7
2.1 Rappel des décisions préalables du conseil d’administration relatifs à l’Offre	7
2.2 Avis motivé du conseil d’administration.....	8
2.3 Intention de la Société quant aux actions auto-détenues	12
2.4 Intention des membres du conseil d’administration de la Société.....	12
3. RAPPORT DE L’EXPERT INDEPENDANT	13
4. ACCORDS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE SUR L’APPRECIATION OU L’ISSUE DE L’OFFRE.....	13
4.1 Promesse irrévocable et contrat de cession d’actions	13
4.2 Accord conclu avec Mme Daniela Riccardi	13
4.3 Contrat de licence hôtelière	14
5. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D’OFFRE PUBLIQUE	15
5.1 Structure du capital de la Société	15
5.2 Restrictions à l’exercice des droits de vote et au transfert d’actions	15
5.3 Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l’article L. 233-11 du Code de commerce.....	15
5.4 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l’objet d’une déclaration de franchissement de seuil ou d’une déclaration d’opération sur titres en application des articles L. 233-7 et 233-12 du Code de commerce.....	15
5.5 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	15
5.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d’actions et à l’exercice des droits de vote.....	15
5.7 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d’actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	16
5.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d’administration et à la modification des statuts de la Société.....	16
5.8.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d’administration	16
5.8.2 Règles applicables à la modification des statuts.....	16
5.9 Pouvoirs du conseil d’administration, en particulier en matière d’émission ou de rachat de titres ...	16
5.10 Accord conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	16
5.11 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs de la Société et ses salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d’offre publique	17
6. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE..	17
7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE.....	18
ANNEXE 1.....	19

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 2° et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, Fortune Legend Limited, société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, ayant son siège social situé 124, boulevard de Pétrusse, L-2330 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B218582 (l'« **Initiateur** » ou « **Fortune Legend Ltd** »), détenue par Fortune Fountain Holding Group Co., Limited, société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, ayant son siège social situé 124, boulevard de Pétrusse, L-2330 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B218410, elle-même détenue par New Anchor Limited, société régie par le droit de Hong Kong, ayant son siège social situé Suites 1005-1008, 10/F, One Exchange Square, 8 Connaught Place, Central, Hong Kong, immatriculée à Hong Kong sous le numéro 2436575 (« **New Anchor Limited** »), elle-même filiale de Fortune Fountain Capital Limited, société régie par le droit de Hong Kong, ayant son siège social situé Suites 1005-1008, 10/F One Exchange Square, 8 Connaught Place, Central, Hong Kong, immatriculée à Hong Kong sous le numéro 2420768 (« **FFCL** » et, ensemble avec ses filiales et affiliés, en ce compris New Anchor Limited, « **Fortune Fountain Capital** » ou « **FCC** »)¹, offre irrévocablement aux actionnaires de Baccarat S.A., société anonyme de droit français au capital de 20.767.825 euros, ayant son siège social situé rue des Cristalleries, 54120 Baccarat, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nancy sous le numéro 760 800 060 et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000064123, code mnémonique « BCRA » (« **Baccarat** » ou la « **Société** »), d'acquérir au prix unitaire de 222,70 euros (coupon attaché) par action, sous réserve des termes et conditions de l'Offre rappelés ci-après, la totalité des actions de la Société qui ne sont pas déjà détenues par l'Initiateur ou assimilées à celles-ci, soit un nombre de 93.167 actions représentant 11,22% du capital social et des droits de vote de la Société² (l'« **Offre** »).

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur le 20 juin 2018 de 737.546 actions et autant de droits de vote de la Société (représentant 88,78 % du capital et des droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total de 830.713 actions représentant autant de droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF) par voie d'acquisition d'un bloc hors marché (l'« **Acquisition du Bloc** ») auprès des sociétés suivantes :

- 554.213 actions, représentant 66,72 % du capital et des droits de vote de la Société, auprès de SDL Investments I S.à r.l. (« **SDL Investments** ») et de BCAT Holdings L.L.C. (« **BCAT** »), (ensemble « **SDL** ») ; et
- 183.333 actions, représentant 22,07 % du capital et des droits de vote de la Société auprès de CP Crystal Luxco S.à r.l. (« **CP Crystal** ») ;

(ensemble, les « **Cédants** »).

¹ Fortune Fountain Capital est contrôlée par Mmes Jiaru Chu Coco et Liangping Wang Anna.

² Sur la base d'un nombre total de 830.713 actions et 830.713 droits de vote théoriques de la Société, en application des dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Les acquisitions précitées ont été réalisées le 20 juin 2018, pour un montant total de 164.251.494,20 euros, soit 222,70 euros par action Baccarat. Le prix d'acquisition a été payé comptant à la date d'acquisition.

A la date du dépôt de l'Offre, Fortune Legend Ltd détient 737.546 actions et autant de droits de vote de la Société, représentant 88,78 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société.

En conséquence, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non déjà détenues par l'Initiateur à la date de l'Offre, soit 93.167 actions, représentant 11,22 % du capital social et des droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 830.713 représentant autant de droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF, à un prix par action de 222,70 euros, identique à celui payé aux Cédants pour l'Acquisition du Bloc.

L'Offre qui sera réalisée conformément à la procédure simplifiée prévue par les dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF sera ouverte pendant au moins dix (10) jours de négociation.

L'Offre a été présentée par Société Générale (l'« **Établissement Présentateur** ») pour le compte de l'Initiateur le 13 novembre 2018. Société Générale garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, le contenu et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

La présentation et les caractéristiques de l'Offre sont décrites respectivement aux sections 1 et 2 de la note d'information ayant reçu le visa n° 18-559 le 11 décembre 2018 (la « **Note d'Information** »).

L'Initiateur a indiqué ne pas avoir l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'un retrait obligatoire portant sur les actions de la Société à l'issue de l'Offre, ni de demander à Euronext Paris la radiation des actions de la Société.

1.2 Contexte et motifs de l'Offre

1.2.1 Acquisition du Bloc

Le 1^{er} juin 2017, SDL Investments, BCAT (entités affiliées à Starwood Capital Group) et CP Crystal (entité affiliée à L Catterton) ont conclu avec New Anchor Limited (entité affiliée à FFCL) une promesse irrévocable d'achat (*Put Option Agreement*) portant (i) sur la totalité des actions qu'ils détiennent dans la Société, soit 737.546 actions et droits de vote de la Société, représentant 88,78 % du capital social et des droits de vote de la Société, et (ii) des prêts d'actionnaires du groupe Starwood pour un montant en principal de 27,4 millions d'euros (la « **Promesse** »).

La signature de cette promesse irrévocable d'achat a fait l'objet d'un communiqué de presse le 2 juin 2017. Cette publication a marqué l'ouverture d'une période de pré-offre qui a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 2 juin 2017 sous le numéro 217C1129.

Fortune Fountain Capital a également annoncé qu'à la suite de la réalisation de l'Acquisition du Bloc, elle déposerait, conformément à la réglementation, une offre publique obligatoire, au même prix par action, visant les actions de la Société sans que cette opération ne vise à retirer Baccarat de la cote.

L'avis favorable du Comité central d'entreprise de Baccarat sur le projet d'Acquisition du Bloc a été obtenu en date du 28 septembre 2017, au terme d'un processus d'information-consultation initié le 14 juin 2017.

Par un courrier en date du 29 septembre 2017, les Cédants ont notifié à New Anchor Limited leur souhait d'exercer l'option d'achat dont ils bénéficiaient.

L'Initiateur, en tant que filiale indirecte de la société New Anchor Limited qui bénéficiait de la promesse irrévocable d'achat telle que décrite ci-dessus, s'est substitué à cette dernière suite au transfert par New Anchor Limited de tous ses droits et obligations au titre de la Promesse conclue le 1^{er} juin 2017. Cette substitution a été notifiée aux Cédants en date du 11 octobre 2017.

Le 19 octobre 2017, Fortune Legend Ltd et les Cédants ont conclu un contrat de cession d'actions portant sur l'Acquisition du Bloc par Fortune Legend Ltd.

La réalisation de l'Acquisition du Bloc était soumise à diverses conditions suspensives et de réalisation et notamment à des formalités auprès de la Commission nationale pour la Réforme et le Développement de la République populaire de Chine ou de ses homologues locaux compétents (NDRC) ainsi que du Ministère du commerce de la République populaire de Chine ou de ses homologues locaux compétents (MOFCOM) relatives aux investissements directs à l'étranger (ODI) et à la procédure d'enregistrement au contrôle des changes auprès du Bureau National du Contrôle des Changes de la République populaire de Chine (SAFE). Ce processus réglementaire en Chine s'est achevé en 2018 avant la réalisation de l'Acquisition du Bloc.

L'Acquisition du Bloc a été réalisée le 20 juin 2018 et a fait l'objet d'un communiqué de presse publié le 21 juin 2018 par Fortune Legend Ltd et les Cédants ainsi que par la Société.

Le Comité central d'entreprise de la Société sera également informé des modalités de l'Offre dans le cadre d'une réunion prévue le 14 novembre 2018 au titre du dépôt de l'Offre auprès de l'AMF.

1.2.2 Répartition du capital et des droits de vote théoriques de Baccarat

Répartition du capital et des droits de vote de Baccarat avant l'Acquisition du Bloc

Avant la réalisation de l'Acquisition du Bloc, le capital social de Baccarat s'élevait, à la connaissance de la Société, à 20.767.825 euros, divisé en 830.713 actions ordinaires d'une valeur nominale de 25 euros chacune.

Le tableau ci-dessous présente, à la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de la Société avant la réalisation de l'Acquisition du Bloc, le 20 juin 2018 :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote (*)	% des droits de vote
SDL Investments	553.413	66,61 %	553.413	66,61 %
BCAT	800	0,10 %	800	0,10 %
Sous total SDL	554.213	66,71 %	554.213	66,71 %
CP Crystal Luxco S.à r.l.	183.333	22,07 %	183.333	22,07 %
Sous total Cédants	737.546	88,78 %	737.546	88,78 %
Consellior SAS	53.240	6,41 %	53.240	6,41 %
M. Allan Green	170	0,02 %	170	0,02 %
Sous total Consellior et affiliés	53.410	6,43 %	53.410	6,43 %
Public	39.757	4,79 %	39.757	4,79 %
Total	830.713	100 %	830.713	100 %

(*) Conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

Répartition du capital et des droits de vote de Baccarat à la suite de l'Acquisition du Bloc

Au 5 décembre 2018, le capital social de Baccarat s'élève à 20.767.825 euros, divisé en 830.713 actions ordinaires de 25 euros de valeur nominale chacune, conférant 830.713 droits de vote. Il est rappelé que la Société n'a pas mis en place de droits de vote double.

Le tableau ci-après présente, à la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de la Société au 5 décembre 2018 :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote (*)	% des droits de vote
Fortune Legend Ltd (**)	737.546	88,78 %	737.546	88,78 %
Consellior SAS	53.555	6,45 %	53.555	6,45 %
M. Allan Green	170	0,02 %	170	0,02 %
Sous total Consellior et affiliés	53.725	6,47 %	53.725	6,47 %
Public	39.442	4,75 %	39.442	4,75 %
Total	830.713	100 %	830.713	100 %

(*) Conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

(**) Fortune Legend Ltd est contrôlée par la société de droit de Hong Kong Fortune Fountain Capital Limited, elle-même contrôlée par Mmes Jiaru Chu Coco et Liangping Wang Anna.

1.2.3 Composition du conseil d'administration

La composition du conseil d'administration de la Société a été modifiée le 19 juin 2018 afin de tenir compte de la nouvelle composition de son actionariat à l'issue de la réalisation de l'Acquisition du Bloc.

M. Zhen Sun, M. Kevin Sims, Mme Laurence Nicolas et Mme Yuting Hu ont été cooptés au sein du conseil d'administration de la Société. Ces nominations ont été ratifiées par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires le 29 juin 2018 qui a aussi renouvelé le mandat de Mme Margareth Henriquez.

A la date de la présente note en réponse, le conseil d'administration est composé comme suit :

- M. Zhen Sun, Président du conseil d'administration ;
- M. Kevin Sims, administrateur ;
- Mme Margareth Henriquez, administrateur * ;
- Mme Laurence Nicolas, administrateur * ; et
- Mme Yuting Hu, administrateur.

* Administrateurs indépendants.

Le conseil d'administration, lors de sa séance du 20 juin 2018, a par ailleurs modifié la composition des comités du conseil. Ces derniers sont désormais composés comme suit :

- Comité des comptes :
 - Mme Margareth Henriquez,
 - Mme Laurence Nicolas, et
 - Mme Kevin Sims ;
- Comité des rémunérations :
 - Mme Margareth Henriquez,
 - Mme Laurence Nicolas, et
 - M. Zhen Sun.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE BACCARAT

2.1 Rappel des décisions préalables du conseil d'administration relatifs à l'Offre

Le 22 juin 2017, les membres du conseil d'administration de la Société se sont réunis afin d'examiner les réponses à apporter à l'offre publique d'achat simplifiée imposée par la réglementation boursière en vigueur à raison de l'acquisition par Fortune Legend Ltd d'une participation totale de 88,78 % dans le capital de la Société au prix de 222,70 euros par action, en conséquence de la cession de leurs participations par SDL Investments et BCAT, des entités affiliées à Starwood Capital Group (66,72 % du capital et des droits de vote de la Société) et par CP Crystal, une entité affiliée à L Catterton (22,07 % du capital et des droits de vote de la Société).

M. Steven R. Goldman, Mme Sarah Broughton, Mme Neda Daneshzadeh, M. John Demsey, Mme Margareth Henriquez, M. Pascal Malbéqui, Mme Laura Rubin, M. Hamilton South étaient présents, Messieurs Barry Sternlicht et J. Michael Chu étaient absents et excusés.

Au cours de cette réunion, conformément à la réglementation applicable, le conseil d'administration a décidé à l'issue de ses débats de désigner le cabinet Ledouble en qualité d'expert indépendant afin d'apprécier, pour les actionnaires de la Société, le caractère équitable du prix de l'Offre et délivrer, en conclusion de son rapport d'expertise, une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre.

Le conseil d'administration de la Société a également décidé de constituer un comité *ad hoc* composé des administrateurs indépendants du conseil d'administration de la Société, soit Madame Margareth Henriquez et Messieurs John Demsey et Hamilton South, chargé du suivi et de la supervision des travaux de l'expert indépendant ainsi que d'en rendre compte au conseil d'administration.

A l'issue de la réalisation de l'Acquisition du Bloc et à l'occasion de la reconstitution du conseil d'administration, le conseil d'administration a désigné, le 23 juillet 2018, les nouveaux membres indépendants comme nouveaux membres au sein du comité *ad hoc*, soit Mesdames Margareth Henriquez et Laurence Nicolas, ayant pour mission de suivre et de superviser les travaux du cabinet Ledouble, en tant qu'expert indépendant, de recevoir un projet de rapport d'expertise indépendante qui sera revu et discuté avec l'expert préalablement à la présentation du rapport définitif au conseil d'administration de la Société, qui rendra un avis motivé sur les conditions de l'Offre, conformément à la réglementation applicable. Lors de cette même séance, le conseil d'administration a décidé à l'unanimité de confirmer le mandat du cabinet Ledouble, en qualité d'expert indépendant.

Tout au long du processus d'élaboration du rapport de l'expert indépendant, le comité *ad hoc* a pu s'entretenir avec le cabinet Ledouble. À ce titre, le comité *ad hoc* et le cabinet Ledouble ont tenu une conférence téléphonique le 10 septembre 2018 afin de débattre de l'étendue de la mission de l'expert indépendant, des modalités de sa mise en œuvre et des méthodes retenues par l'expert indépendant pour procéder à l'évaluation de la Société. Le 21 septembre 2018, les membres du comité *ad hoc* ont à nouveau pu s'entretenir avec le cabinet Ledouble sur la base du projet de rapport d'expertise indépendante. Enfin, le comité *ad hoc* et le cabinet Ledouble ont tenu le 9 novembre 2018 une conférence téléphonique dans le cadre de la finalisation du rapport d'expertise indépendante.

2.2 Avis motivé du conseil d'administration

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration de Baccarat se sont réunis le 12 novembre 2018, sous la présidence de Monsieur Zhen Sun, Président du conseil d'administration de la Société, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du conseil d'administration de la Société étaient présents.

Le conseil d'administration de la Société a ainsi rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité des membres présents étant précisé que les administrateurs qui représentent Fortune Legend Ltd ou lui sont liés (en ce compris M. Zhen Sun, M. Kevin Sims et Mme Yuting Hu), et qui ont fait état d'un conflit d'intérêts potentiel relativement aux décisions que pourrait être amené à prendre le conseil dans le cadre de l'Offre, n'ont pris part ni aux discussions ni au vote.

Un extrait de la délibération de cette réunion, contenant l'avis motivé du conseil d'administration est intégralement reproduit ci-après :

« Le conseil d'administration de la Société se tient ce jour à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »), de rendre un

avis motivé sur l'intérêt que représente pour la Société, ses actionnaires et ses salariés le projet d'offre publique d'achat simplifiée qui sera initiée par Fortune Legend Limited, société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois (l'« **Initiateur** » ou « **Fortune Legend Ltd** »), détenue par Fortune Fountain Holding Group Co., Limited, société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, elle-même détenue par New Anchor Limited, société régie par le droit de Hong Kong (« **New Anchor Limited** »), elle-même filiale de Fortune Fountain Capital Limited, société régie par le droit de Hong Kong (ensemble avec ses filiales et affiliés, en ce compris New Anchor Limited, « **Fortune Fountain Capital** »), visant la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur lors du dépôt de son projet d'offre à un prix de 222,70 euros par action (coupon attaché) (l'« **Offre** »).

Le Président rappelle également que le projet d'Offre fait suite à l'acquisition hors marché par Fortune Legend Ltd, le 20 juin 2018, de 737.546 actions et autant de droits de vote représentant 88,78 % du capital et des droits de vote de la Société, à un prix de 222,70 euros par action (l'« **Acquisition du Bloc** ») auprès des sociétés suivantes :

- 554.213 actions représentant 66,72 % du capital et des droits de vote de la Société, auprès de SDL Investments I S.à r.l. (« **SDL Investments** ») et de BCAT Holdings L.L.C. (« **BCAT** »), (ensemble « **SDL** »); et
- 183.333 actions représentant 22,07 % du capital et des droits de vote de la Société, auprès de CP Crystal Luxco S.à r.l. (« **CP Crystal** »);

(ensemble, les « **Cédants** »).

Cette acquisition fait suite à la signature, le 1^{er} juin 2017, d'une promesse irrévocable entre SDL Investments, BCAT et CP Crystal d'une part et New Anchor Limited d'autre part, portant notamment sur la totalité des actions qu'ils détenaient dans la Société.

Le Président rappelle également que, lors de sa réunion du 22 juin 2017, le conseil d'administration a désigné, conformément aux dispositions de l'article 261-1, I, 1^o, 2^o et 4^o du règlement général de l'AMF, le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Sébastien Sancho, en qualité d'expert indépendant. Le mandat du cabinet Ledouble a été confirmé par le conseil d'administration lors de sa séance du 23 juillet 2018.

Le Président indique que, en conformité avec la recommandation AMF n°2006-15 et les bonnes pratiques de marché, l'expert indépendant a conduit sa mission sous la supervision des membres indépendants du conseil d'administration, réunis au sein d'un comité ad hoc (le « **Comité Ad Hoc** ») qui ont pu échanger à plusieurs reprises avec l'expert indépendant, et suivre la réalisation de ses travaux. Le Président rappelle que le Comité Ad Hoc était initialement composé de Madame Margareth Henriquez et Messieurs John Demsey et Hamilton South et qu'à l'issue de la réalisation de l'acquisition par Fortune Legend Ltd du contrôle de la Société, le 20 juin 2018, la composition du conseil d'administration de la Société ayant été modifiée, le conseil d'administration a désigné le 23 juillet 2018 les nouveaux administrateurs indépendants comme membres du Comité Ad Hoc. En conséquence, les travaux de l'expert indépendants ont été réalisés sous la supervision de Madame Margareth Henriquez et de Madame Laurence Nicolas.

Préalablement à sa réunion de ce jour, les membres du conseil d'administration ont pu prendre connaissance des documents suivants :

- le projet de note d'information établi par l'Initiateur devant être déposé auprès de l'AMF, contenant notamment, le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par l'établissement présentateur, Société Générale ;
- le rapport de l'expert indépendant, le Cabinet Ledouble, qui a conclu au caractère équitable d'un point de vue financier du prix de 222,70 euros par action, pour les actionnaires souhaitant apporter leurs titres à l'Offre ;

- le projet de note en réponse de la Société ; et
- le projet de document intitulé « Autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ».

Le Président rappelle les termes de l'Offre, tels que décrits dans le projet de note d'information de l'Initiateur.

Le Président invite alors l'expert indépendant, le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Sébastien Sancho, à présenter les conclusions de leurs travaux au conseil d'administration.

L'expert indépendant présente alors ses travaux et rappelle les conclusions de son rapport.

Les éléments suivants ressortent en particulier du rapport de l'expert indépendant :

- l'Offre propose aux actionnaires de la Société une fenêtre de liquidité à un prix identique à celui retenu pour une transaction portant sur 88,8 % du capital de la Société ;
- le prix de l'Offre extériorise une prime sur les valeurs médianes ressortant de ses critères d'évaluation ;
- les accords connexes examinés ne présentent pas de disposition susceptible de porter préjudice aux intérêts des actionnaires minoritaires dont les titres sont visés par l'Offre ;
- les travaux de l'expert indépendant le conduisent à conclure que le Prix de l'Offre de 222,70 euros est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Baccarat souhaitant apporter volontairement leurs titres à l'Offre.

Les administrateurs qui représentent ou sont liés à Fortune Legend Ltd (en ce compris Monsieur Zhen Sun, Monsieur Kevin Sims et Madame Yuting Hu) ont fait état d'un conflit d'intérêts potentiel relativement aux décisions que pourrait être amené à prendre le conseil d'administration dans le cadre de l'Offre. Ils n'ont pris part ni aux discussions ni au vote sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le Président demande maintenant à Mme Laurence Nicolas et à Mme Margareth Henriquez, en leur qualité de membres du comité ad hoc, de présenter les conclusions de leurs travaux de revue du projet d'Offre.

Le Comité Ad Hoc rappelle que, préalablement à la réunion du conseil d'administration de ce jour, le Comité Ad Hoc s'est assuré que l'expert indépendant avait en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il était à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes.

Le Comité Ad Hoc présente alors les conclusions de ses travaux de revue du projet d'Offre :

- le prix par action offert aux actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre est identique à celui payé par Fortune Legend Ltd aux Cédants pour l'Acquisition du Bloc ;
- l'investissement de Fortune Legend Ltd dans la Société s'inscrit dans le cadre de la politique de Fortune Fountain Capital de recherche d'opportunités d'investissement intéressantes en vue d'une détention stratégique à long terme ;
- Fortune Legend Ltd a fait part de son attachement à l'histoire et l'excellence de la Société et a affirmé son souhait de « maintenir et centraliser la production et le savoir-faire [de la Société] en France » et de « préserver les valeurs clés et le savoir-faire de Baccarat » ;
- par ailleurs, Fortune Legend Ltd « s'engage à investir dans le cœur du business de Baccarat et à soutenir le développement de la société » et « est disposé à investir une somme de 20 millions d'euros à 30 millions d'euros dans Baccarat dans les années à venir » ;

- *Fortune Legend Ltd compte s'appuyer sur les dirigeants de la Société dans la continuité et un accord a été conclu avec Madame Daniela Riccardi pour sécuriser son maintien comme directeur général de la Société et renforcer son engagement ;*
- *le prix de l'Offre représente :*
 - *une prime de 2,2 % par rapport au cours de clôture des actions de la Société le 18 mai 2017 (dernier jour de cotation précédant la publicité du projet de cession par Starwood Capital le 19 mai 2017) et des primes de respectivement de 5,1 %, 4,9 % et 5,8 % par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes des trois, six et douze mois précédant cette même date, et*
 - *une décote de 14,3 % par rapport au cours de clôture des actions de la Société le 1^{er} juin 2017 (dernier jour de cotation précédant l'annonce par l'Initiateur et la Société des projets d'Acquisition de Bloc et d'Offre le 2 juin 2017) et des primes de respectivement de 1,1 %, 2,1 % et 4,2 % par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes des trois, six et douze mois précédant cette même date ;*
- *selon les travaux de l'expert indépendant, la valeur centrale de l'action de la Société se situe :*
 - *à 136,80 euros d'après la méthode de valorisation par DCF en ne tenant compte que du périmètre historique, soit une prime de 62,8 % ;*
 - *à 195,40 euros d'après la méthode de valorisation par DCF en tenant compte des activités nouvelles, soit une prime de 14,0 % ;*
 - *à 179,20 euros par la méthode des comparables boursiers (sur la base des multiples VE/EBITDA), soit une prime de 24,3 % ;*
 - *à 222,20 euros par la méthode des transactions comparables (sur la base des multiples VE/EBITDA), soit une prime de 0,2 % ; et*
 - *à 178,20 euros selon la méthode de l'actif net réévalué, soit une prime de 25,00 % ;*
- *l'expert indépendant conclut que le prix de l'Offre de 222,70 euros par actions offert par Fortune Legend Ltd est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société ;*
- *Fortune Legend Ltd a indiqué ne pas envisager de procéder à un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre et avoir l'intention de maintenir la cotation de la Société avec un niveau de flottant suffisant pour assurer la liquidité du titre ; chaque actionnaire demeure ainsi libre d'apporter ses actions à l'Offre et de bénéficier ainsi une liquidité immédiate pour tout ou partie de son investissement dans la Société ;*
- *le projet de note d'information établi par Fortune Legend Ltd indique que « [1] l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'effectif, de politique salariale et de gestion des ressources humaines. Par ailleurs, Fortune Legend Ltd n'envisage pas de transférer le siège social de la Société » ;*
- *enfin, le comité central d'entreprise de Baccarat a émis un avis favorable sur l'Acquisition du Bloc.*

Aux termes de ses travaux, le Comité Ad Hoc recommande à l'unanimité au conseil d'administration de conclure que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

Le Président remercie le comité ad hoc pour sa présentation et invite maintenant les membres du conseil à faire des commentaires ou à poser des questions sur l'Offre envisagée.

Le Président demande ensuite au conseil d'administration :

- d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté, qu'il considère comme étant conforme tant aux intérêts de la Société qu'à ceux de ses actionnaires et de ses salariés ;*
- d'approuver le projet de note en réponse établi par la Société et de donner tous pouvoirs au directeur général, avec faculté de délégation, pour le finaliser et le déposer auprès de l'AMF ; et*
- de donner tous pouvoirs au directeur général, avec faculté de délégation, à l'effet (i) de signer tout document relatif au projet de note en réponse et de préparer et déposer auprès de l'AMF le document intitulé « Autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société », et (ii) plus généralement, de faire toute ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre.*

Au vu des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, du rapport de l'expert indépendant, et des conclusions du Comité Ad Hoc, le conseil d'administration, après en avoir délibéré et après avoir pris acte de la recommandation favorable à l'Offre exprimée par le Comité Ad Hoc, décide, à l'unanimité des votants :

- d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté, qu'il considère comme étant conforme tant aux intérêts de la Société qu'à ceux de ses actionnaires et de ses salariés ;*
- d'approuver le projet de note en réponse établi par la Société et de donner tous pouvoirs au directeur général, avec faculté de délégation, pour le finaliser et le déposer auprès de l'AMF ; et*
- de donner tous pouvoirs au directeur général, avec faculté de délégation, à l'effet (i) de signer tout document relatif au projet de note en réponse et de préparer et déposer auprès de l'AMF le document intitulé « Autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société », et (ii) plus généralement, de faire toute ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre.*

Après en avoir délibéré, le conseil d'administration, à l'unanimité des votants, recommande en conséquence aux actionnaires de la Société qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate d'apporter leurs actions à l'Offre. »

2.3 Intention de la Société quant aux actions auto-détenues

La Société ne détient aucune action propre à la date de la présente note en réponse.

2.4 Intention des membres du conseil d'administration de la Société

A la date de la présente note en réponse, les membres du conseil d'administration ne détiennent aucune action de la Société.

3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Conformément aux dispositions de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, le cabinet Ledouble, représenté par Mme Agnès Piniot et M. Sébastien Sancho, a été désigné le 22 juin 2017 et confirmé, en tant que de besoin, le 23 juillet 2018, par le conseil d'administration de Baccarat en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, en date du 9 novembre 2018, complété par un addendum en date du 5 décembre 2018, est reproduit ci-après en Annexe 1.

4. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

4.1 Promesse irrévocable et contrat de cession d'actions

Au terme d'une promesse irrévocable d'achat conclue le 1^{er} juin 2017 et d'un contrat de cession d'actions conclu le 19 octobre 2017, l'Initiateur a acquis, hors marché, auprès des Cédants 737.546 actions représentant 88,78 % du capital social et des droits de vote de la Société, tel que plus amplement décrit à la section 1.2.1 de la présente note en réponse.

Cette acquisition a été réalisée le 20 juin 2018 à l'issue de la réalisation de diverses conditions suspensives et à des formalités réglementaires en Chine.

4.2 Accord conclu avec Mme Daniela Riccardi

Dans le cadre de l'Acquisition du Bloc, Fortune Fountain Capital et Mme Daniela Riccardi ont conclu un accord de principe le 1^{er} juin 2017 sur le maintien de Mme Daniela Riccardi comme directeur général de Baccarat et les conditions financières de ce mandat. A la suite de l'Acquisition du Bloc et après le renouvellement des fonctions de Mme Daniela Riccardi en tant que directeur général de la Société pour une durée indéterminée, le conseil d'administration de la Société du 20 juin 2018 a approuvé ses nouvelles modalités de rémunération.

Sa rémunération se compose (i) d'une rémunération brute fixe annuelle de 1.000.008 euros, (ii) d'une rémunération brute variable annuelle d'un montant maximum de 1.000.000 euros, soumise à des conditions de performance arrêtées sur la base de critères qualitatifs et quantitatifs déterminés par le conseil d'administration, sur avis du comité des rémunérations, en ce compris la progression de la croissance des ventes consolidées, la progression de l'EBITDA consolidé ou le niveau de l'endettement financier consolidé et (iii) de divers avantages en nature (indemnité d'hébergement et mise à disposition d'un véhicule de fonction).

En outre, sous réserve du respect d'une condition de présence d'une durée d'un an suivant la réalisation de l'Acquisition du Bloc, Mme Daniela Riccardi pourra bénéficier d'un bonus spécial d'un montant brut de 562.500 euros, qui sera soumis à l'approbation de l'assemblée générale annuelle des actionnaires de la Société devant se tenir en 2019.

Par ailleurs, Mme Daniela Riccardi sera éligible à l'attribution :

- (i) de 4.371 actions de la Société, à émettre au titre d'un plan d'attribution d'actions gratuites qui sera soumis à l'approbation de l'assemblée générale annuelle des actionnaires de la Société, et
- (ii) d'options de souscription d'actions donnant droit à un nombre maximal de 39.258 actions de la Société, à émettre au titre d'un plan de stock-options qui sera soumis à l'approbation de l'assemblée générale annuelle des actionnaires de la Société,

étant précisé que chacun de ces plans sera soumis à des conditions de présence et de performance, qui seront déterminées par le conseil d'administration et proposés à l'assemblée générale annuelle des actionnaires en 2019.

En cas de rupture du mandat social de Mme Daniela Riccardi en tant que directeur général de la Société (pour tout motif autre qu'une faute grave ou une démission), Mme Daniela Riccardi bénéficiera d'une indemnité contractuelle de fin de mandat correspondant à dix-huit (18) mois de rémunération fixe et variable brute, sous réserve du respect de conditions de performance déterminées par le conseil d'administration.

A l'issue de son mandat social en tant que directeur général de la Société, Mme Riccardi sera également tenue à une obligation de non-concurrence d'une durée de douze (12) mois qui fera l'objet d'une compensation égale à 50% de sa rémunération fixe et variable brute perçue au titre de l'année précédant la fin de son mandat social, étant précisé que si la Société libère Mme Riccardi de son obligation de non-concurrence, aucune indemnité n'aura à être versée par la Société.

En tout état de cause, le montant cumulé versé au titre de l'indemnité contractuelle de fin de mandat et de l'engagement de non-concurrence ne pourra être supérieur à deux (2) fois le montant de rémunération fixe et variable brute totale versée à Mme Daniela Riccardi au titre de l'exercice précédent la fin de son mandat social.

Il est précisé qu'en vertu d'un contrat de travail conclu entre Madame Riccardi et la société Groupe du Louvre en date du 6 mai 2013, transféré à la Compagnie Financière du Louvre (« **CFDL** ») par convention en date du 3 février 2015, tel qu'amendé selon un avenant en date du 1^{er} juin 2017, CFDL a attribué à Madame Riccardi un « bonus de vente » d'un montant forfaitaire brut de 1,125 million d'euros, soumis à certaines conditions et à la réalisation définitive de la vente. Par ce même avenant en date du 1^{er} juin 2017, Madame Riccardi a bénéficié, en remplacement du plan de stock-options initialement prévu dans son contrat de travail conclu avec la société Groupe du Louvre, d'une « prime d'intéressement » en cas de réalisation de la cession de la Société par l'actionnaire de contrôle à un prix supérieur à un certain montant et soumis à certaines conditions. Cette prime d'intéressement a atteint la somme de 2.188.928 euros bruts. Ces sommes sont devenues exigibles le 20 juin 2018, n'ont pas été refacturées par CFDL à la Société et ne sont pas comptabilisées en charge par la Société.

4.3 Contrat de licence hôtelière

Le contrat de licence hôtelière conclu entre la Société et une entité affiliée à Starwood Capital Group en date du 26 juin 2007, tel que modifié, a été maintenu et fait l'objet d'un avenant en date du 20 septembre 2018.

La licence, telle que modifiée prévoit une co-exclusivité mondiale concernant le développement des hôtels et résidences Baccarat gérés par des entités liées à Starwood Capital Group et offre en parallèle à Baccarat et ses affiliés la possibilité d'ouvrir et d'exploiter des *boutiques hôtels* et résidences connexes et des *outlets* (spa, lounge, bar, café, etc.).

Les modalités financières et la durée de la licence n'ont pas été modifiées.

5. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

5.1 Structure du capital de la Société

A la date du dépôt de l'Offre, le capital social de Baccarat s'élève à 20.767.825 euros, divisé en 830.713 actions ordinaires de 25 euros de valeur nominale chacune, conférant 830.713 droits de vote. Il est rappelé que la Société n'a pas mis en place de droits de vote double.

Le tableau figurant à la section 1.2.2 de cette note en réponse présente, à la connaissance de la Société, la répartition du capital social et les droits de vote de la Société.

5.2 Restrictions à l'exercice des droits de vote et au transfert d'actions

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et il n'existe pas de restrictions statutaires aux transferts d'actions.

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

5.3 Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

La Société n'a connaissance d'aucune convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société.

5.4 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et 233-12 du Code de commerce.

A la connaissance de la Société, à la date de la présente note en réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué aux sections 5.1 et 1.2.2 de la présente note en réponse.

Hormis les actionnaires mentionnés à la section 1.2.2 de la présente note en réponse, aucun actionnaire détenant plus de 5 % du capital et des droits de vote de Baccarat ne s'est fait connaître auprès de Baccarat, et aucune modification n'a eu lieu depuis cette date dans le capital de Baccarat dont cette dernière aurait eu connaissance.

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

Les statuts de la Société ne prévoient pas de droits de contrôle spéciaux. La Société n'a pas institué de droits de vote double.

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

La Société n'a pas connaissance d'accords entre les actionnaires susceptibles d'entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

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

Non applicable.

5.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société

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

Baccarat est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés ou renouvelés dans leurs fonctions par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires. La durée des fonctions d'un administrateur est de trois années.

5.8.2 *Règles applicables à la modification des statuts*

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions. Elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un échange ou d'un regroupement d'actions régulièrement décidé et effectué.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents, représentés ou ayant voté par correspondance possèdent au moins, sur première convocation, un quart et, sur deuxième convocation, le cinquième des actions ayant le droit de vote. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée. Si l'assemblée générale extraordinaire statue sur une proposition d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, les conditions de quorum et de majorité sont exceptionnellement celles prévues pour les assemblées générales ordinaires.

Sous réserve des dispositions légales particulières, elle statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés y compris les actionnaires ayant voté par correspondance.

5.9 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts de la Société, le conseil d'administration de la Société ne dispose, à la date de la présente note en réponse, d'aucune délégation accordée par l'assemblée générale des actionnaires de la Société.

5.10 Accord conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société

En toute hypothèse, il est précisé que l'Offre n'entraînera pas, en elle-même, de changement de contrôle de la Société.

5.11 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs de la Société et ses salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'offre publique

A la connaissance de la Société, à l'exception de l'accord décrit à la section 4.2 de la présente note en réponse, il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique visant les titres de la Société.

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

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Baccarat seront déposées auprès de l'AMF et mise à la disposition du public selon des modalités propres à en assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Baccarat

Représentée par :

Mme Daniela Riccardi,
Directeur général

ANNEXE 1

Rapport de l'expert indépendant



Ledouble

BACCARAT

20, rue des Cristalleries
54120 Baccarat

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT
SIMPLIFIÉE INITIÉE PAR FORTUNE
FOUNTAIN LEGEND
SUR LES ACTIONS BACCARAT

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail info@ledouble.fr

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes

Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris

Société par actions simplifiée au capital de 514 400 €

RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



SOMMAIRE

<u>1. PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION ET DE LA MISSION</u>	<u>7</u>
1.1. Contexte et termes de l'Opération	7
1.2. Périmètre et conditions de l'Offre	8
1.3. Contours de la Mission	9
1.4. Limites de la Mission	11
1.5. Plan du Rapport	12
<u>2. PRÉSENTATION DU GROUPE ET DE SON MARCHÉ</u>	<u>13</u>
2.1. Présentation de Baccarat	13
2.2. Environnement et tendances du marché du luxe	15
2.3. Analyse historique de la performance du Groupe	17
2.4. Litiges Consellior	24
2.5. Matrice SWOT	25
<u>3. ÉVALUATION MULTICRITÈRE</u>	<u>26</u>
3.1. Données structurant l'Évaluation Multicritère	26
3.2. Méthodes d'évaluation écartées	28
3.3. Références boursières	29
3.4. Prix payé par l'Initiateur dans le cadre de l'Acquisition de Bloc	31
3.5. Méthodes d'évaluation retenues	32
3.6. Synthèse de l'Évaluation Multicritère et appréciation des primes induites par le Prix d'Offre	45
<u>4. ANALYSE DES ACCORDS CONNEXES</u>	<u>46</u>
4.1. Acquisition de Bloc	46
4.2. Accord conclu avec Daniela Riccardi	46
4.3. Refinancement par l'Initiateur des prêts SDL Investments	47
4.4. Amendement du contrat de licence de marque	48
4.5. Synthèse	48
<u>5. ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR</u>	<u>49</u>
5.1. Endettement net financier	49
5.2. Références boursières	50

5.3.	Valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie	50
5.4.	Valorisation analogique par les comparables boursiers	51
5.5.	Valorisation analogique par les transactions comparables	52
5.6.	Référence à l'Actif Net Réévalué	52
5.7.	Synthèse sur la valorisation de l'Action	52
6.	CONCLUSION	53
	ANNEXES	54

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Acquisition de Bloc	Acquisition par l'Initiateur d'un bloc de 88,8% du capital de la Société, au prix de 222,7 € par Action, finalisée le 20 juin 2018
Action(s)	Action(s) de la Société
AMF	Autorité des Marchés Financiers
ANR	Actif Net Réévalué
Attestation d'Équité	Conclusion du Rapport
BFR	Besoin en Fonds de Roulement
CAGR	<i>Compound Annual Growth Rate</i>
Capex	<i>Capital Expenditures</i>
Cédants	Actionnaires ayant cédé leurs actions dans le cadre de l'Acquisition de Bloc
Cible	Baccarat
CMPV	Cours Moyen Pondéré par les Volumes
Conseil d'Administration	Conseil d'administration de Baccarat
Conseil financier de la Société	Accuracy
Conseil juridique de la Société	Darros Villey Maillot Brochier A.A.R.P.I.
Conseil financier des Cédants	Messier Maris & Associés
Conseil juridique des Cédants	Davis Polk & Wardwell LLP
Conseil juridique de l'Initiateur	Clifford Chance LLP
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i>
Direction	Management de Baccarat
EBITDA	<i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation & Amortization</i>
EBIT	<i>Earnings Before Interests & Taxes</i>
Établissement Présentateur	Société Générale
Groupe	La Société et ses filiales
Horizon Explicite	Données figurant dans le Plan d'Affaires Révisé au titre de la période prévisionnelle 2018-2023
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
Initiateur	Fortune Legend Limited
Ledouble	Ledouble SAS
Mission	Expertise Indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre
OAT	Obligations Assimilables du Trésor

Offre	Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par Fortune Legend Limited sur les actions Baccarat
Opération	Acquisition de Bloc et Offre
Plan d'Affaires Initial	Plan d'affaires transmis par la Direction de Baccarat en 2017, couvrant la période prévisionnelle 2017-2021
Plan d'Affaires Révisé	Plan d'affaires actualisé par la Direction de Baccarat en juillet et septembre 2018, couvrant la période prévisionnelle 2018-2023
Prix d'Offre	222,7 € par Action
Rapport	Présent rapport établi par Ledouble
Société	Baccarat
SPA	<i>Share Purchase Agreement</i>
SWOT	<i>Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats</i>

Dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par Fortune Fountain Capital Limited au travers du véhicule d'investissement dédié Fortune Legend Limited (l'« **Initiateur** »)¹, sur les actions de la société Baccarat (l'« **Offre** »), nous rendons compte dans le présent rapport (le « **Rapport** ») de l'ensemble des diligences que nous avons été amenés à réaliser dans le cadre de l'Opération² telle que présentée ci-après (§ 1), et au titre de laquelle Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été désigné le 22 juin 2017³ par le conseil d'administration de Baccarat (le « **Conseil d'Administration** ») en qualité d'expert indépendant (la « **Mission** »).

L'attestation d'équité telle que définie aux termes de l'article [262-1](#)⁴ du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), en conclusion du Rapport (l'« **Attestation d'Équité** »), porte sur le caractère équitable des conditions et modalités financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de Baccarat.

Les montants présentés dans le Rapport sont exprimés en :

- > euros (€) ;
- > milliers d'euros (K€) ;
- > millions d'euros (M€) ;
- > milliards d'euros (Md€).

Les renvois entre parties et chapitres sont matérialisés entre parenthèses par le signe §.

Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens [hypertexte](#) [En ligne] peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

¹ Fortune Legend Limited est une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, détenue indirectement par Fortune Fountain Capital Limited, société régie par le droit de Hong Kong. Fortune Fountain Capital Limited, avec ses filiales et affiliés, en ce compris New Anchor Limited, forment le groupe Fortune Fountain Capital (« FFC »).

² L'Acquisition de Bloc, telle que définie § 1, et l'Offre, forment l'« **Opération** ».

³ Compte-tenu du décalage du calendrier initial de l'Opération (§ 1.1), le Conseil d'Administration, réuni le 23 juillet 2018, a confirmé notre nomination en tant qu'expert indépendant.

⁴ Article 262-1 du règlement général de l'AMF :

« I. - L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4, une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité.

Aucune autre forme d'opinion ne peut être qualifiée d'attestation d'équité.

II. - À compter de sa désignation, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer le rapport mentionné au I en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition. Ce délai ne peut être inférieur à quinze jours de négociation ».

1. Présentation de l'Opération et de la Mission

1.1. Contexte et termes de l'Opération

Par communiqués de presse en date du 2 juin 2017, FFC et Baccarat (la « **Cible** » ou la « **Société** ») ont annoncé conjointement :

- la signature d'une promesse irrévocable d'achat⁵ en vue de l'acquisition par l'Initiateur des actions Baccarat détenues par les filiales de Starwood Capital Group⁶ et de L Catterton⁷, représentant 88,8% du capital de la Société, au prix de 222,7 € par action pour un total d'environ 164 M€ (l'« **Acquisition de Bloc** ») ;
- à l'issue de l'Acquisition de Bloc, le dépôt d'un projet d'offre publique obligatoire auprès de l'AMF, réalisé au même prix que l'Acquisition de Bloc, soit 222,7 € par action Baccarat (le « **Prix d'Offre** »), sans intention de l'Initiateur de procéder à une radiation des actions de la cote⁸.

Le calendrier de l'Opération a été ponctué par les annonces et événements suivants :

- le 19 octobre 2017, FFC a annoncé avoir signé le contrat d'acquisition (« **Share Purchase Agreement** » ou « **SPA** ») de 88,8% du capital de Baccarat, la réalisation de l'Opération restant notamment soumise à certaines approbations réglementaires en République populaire de Chine ;
- le 23 février 2018, Baccarat a annoncé que les actionnaires cédants (les « **Cédants** ») ont engagé des discussions avec l'Initiateur sur les conséquences de la procédure initiée par la société Consellior SAS (« **Consellior** ») et certains actionnaires individuels à l'encontre de Baccarat⁹ ;
- le 30 mai 2018, un accord a été conclu entre les parties au litige qui se sont désistées de toute procédure¹⁰, sans incidence financière pour la Société ;
- le 20 juin 2018, une convention de cession de prêt ayant pour objet le refinancement par l'Initiateur des prêts octroyés à la Société par SDL Investments a été signée ;

⁵ L'Initiateur, filiale indirecte de la société New Anchor Limited qui bénéficiait de la promesse irrévocable d'achat, s'est substituée à cette dernière à la suite du transfert par New Anchor Limited de tous ses droits et obligations au titre d'un contrat conclu le 1^{er} juin 2017 : "Put Option agreement among SDL Investments I S.à.r.l., BCAT Holdings L.L.C. and CP Crystal Luxco S.à.r.l. and New Anchor Limited".

⁶ SDL Investments I S.à.r.l. (« **SDL Investments** ») et BCAT Holdings L.L.C. (« **BCAT Holdings** »), ensemble « **SDL** ».

⁷ CP Crystal Luxco S.à.r.l (« **CP Crystal Luxco** »).

⁸ Dès lors, l'Initiateur a exclu la possibilité de procéder à l'issue de la présente Offre à un retrait obligatoire du titre Baccarat de la cote.

⁹ Extrait du communiqué de presse : « Dans le cadre de la procédure engagée par la société Consellior et certains actionnaires individuels à l'encontre de Baccarat en vue d'obtenir l'annulation des résolutions adoptées par l'assemblée générale extraordinaire du 28 juin 2012 relatives à l'augmentation de capital réservée de 27,5 M€ souscrite par L Catterton (CP Crystal Luxco Sàrl), le Tribunal de commerce de Nancy a débouté, par un jugement du 3 avril 2017, Consellior et les autres demandeurs de l'ensemble de leurs demandes et ceux-ci ont interjeté appel de cette décision. Par une ordonnance du 21 février 2018, le Juge des référés du Tribunal de commerce de Nancy a ordonné, à la demande de Consellior, la mise sous séquestre de la participation détenue par CP Crystal Luxco Sàrl dans Baccarat jusqu'au prononcé de la décision de la Cour d'appel de Nancy [...]. Les cédants viennent d'engager des discussions avec FFC sur les conséquences de cette ordonnance au regard de l'opération de cession envisagée [...] ».

¹⁰ Accord signé entre Starwood Capital Group Holdings, L.P., SDL Investments I S.à.r.l., Catterton Management Company, L.L.C., CP Crystal Luxco S.à.r.l., Consellior, M. Allan Green, M. Serge Bouchval et Baccarat.

- le 21 juin 2018, l'Initiateur a annoncé la finalisation de l'Acquisition de Bloc¹¹, suite à l'achèvement du processus de consultation des instances représentatives du personnel en France et à l'obtention de certaines approbations réglementaires en République populaire de Chine.

1.2. Périmètre et conditions de l'Offre

1.2.1. Périmètre de l'Offre

Nous présentons, ci-après, la structure du capital de la Société antérieure à l'Acquisition de Bloc¹² et à la date du dépôt de l'Offre :

Baccarat - Structure du capital préalable à l'Acquisition de Bloc				
Actionnaires	Nombre d'actions	% capital	Nombre de droits de vote	% droits de vote
SDL investments	553 413	66,6%	553 413	66,6%
BCAT Holdings	800	0,1%	800	0,1%
Sous-total SDL	554 213	66,7%	554 213	66,7%
CP Crystal Luxco	183 333	22,1%	183 333	22,1%
Sous-total Cédants	737 546	88,8%	737 546	88,8%
Consellior SAS	53 240	6,4%	53 240	6,4%
M. Allan Green	170	0,0%	170	0,0%
Sous-total Consellior et affiliés	53 410	6,4%	53 410	6,4%
Public	39 757	4,8%	39 757	4,8%
Total	830 713	100%	830 713	100%

Source : Baccarat

Baccarat - Structure du capital à la date du dépôt de l'Offre				
Actionnaires	Nombre d'actions	% capital	Nombre de droits de vote	% droits de vote
Fortune Legend Ltd	737 546	88,8%	737 546	88,8%
Consellior SAS	53 501	6,4%	53 501	6,4%
M. Allan Green	170	0,0%	170	0,0%
Sous-total Consellior et affiliés	53 671	6,5%	53 671	6,5%
Public	39 496	4,8%	39 496	4,8%
Total	830 713	100%	830 713	100%

Source : Baccarat

¹¹ Compte-tenu du décalage du calendrier initial de l'Opération, le SPA a fait l'objet de trois avenants signés en dates du 1^{er} février 2018 (avenant n°1), du 11 avril 2018 (avenant n°2) et du 4 juin 2018 (avenant n°3), lesquels ont notamment eu pour objet de proroger la date limite de réalisation de l'Acquisition de Bloc.

¹² En date du 20 juin 2018.

L'Offre porte sur la totalité des actions non détenues par l'Initiateur à l'issue de l'Acquisition de Bloc, soit 93.167 actions¹³ représentant 11,2% du capital et des droits de vote de la Société, étant précisé que la Société :

- n'a émis aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote ;
- ne dispose d'aucune action d'autocontrôle.

L'Offre donne aux actionnaires de Baccarat l'opportunité d'obtenir une liquidité immédiate pour tout ou partie de leurs actions au prix de 222,70 € par action, identique à celui payé aux Cédants pour l'Acquisition de Bloc.

Dans l'hypothèse où l'ensemble des actions non détenues par l'Initiateur seraient apportées à l'Offre, le coût maximum de l'Offre pour l'Initiateur serait de l'ordre de 20,7 M€¹⁴.

1.2.2. Financement de l'Opération

Au même titre que l'Acquisition de Bloc, l'Offre est financée par l'Initiateur au travers une combinaison de fonds propres et de dettes¹⁵.

1.3. Contours de la Mission

1.3.1. Modalités de désignation de Ledouble

Ledouble a été désigné le 22 juin 2017 par le Conseil d'Administration en qualité d'expert indépendant ayant pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, et notamment de vérifier le caractère équitable (l'« Équité ») du Prix d'Offre.

Cette désignation et le Rapport entrent dans le cadre de l'article [261-1 I](#) 1°, 2° et 4°¹⁶ du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°[2006-08](#)¹⁷, complétée de la recommandation AMF n°[2006-15](#)¹⁸.

¹³ Consellior : 53.501 actions + M. Allan Green : 170 actions + Public : 39.496 actions.

¹⁴ Soit 93.167 actions à 222,7 € (hors commissions et frais).

¹⁵ L'Offre est financée à environ deux tiers sur les fonds propres de l'Initiateur, le solde étant financé par endettement.

¹⁶ Extraits de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF :

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

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

2° Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance ; [...]

4° Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée [...]. »

¹⁷ « Expertise indépendante ».

¹⁸ « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

1.3.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant :

- de Baccarat ;
- de l'Initiateur et des Cédants ;
- des conseils juridique¹⁹ et financier²⁰ de la Société ;
- des conseils juridique²¹ et financier²² des Cédants ;
- du conseil juridique²³ de l'Initiateur et de l'établissement présentateur²⁴ de l'Offre (l'« **Établissement Présentateur** »).

Nous confirmons notre indépendance au sens des articles [261-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF et, conformément aux dispositions de l'article [261-4](#) du règlement général de l'AMF, attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes morales et physiques impliquées dans l'Opération, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans l'exercice de la Mission ; en particulier :

- nous n'intervenons pas de manière répétée avec l'Établissement Présentateur²⁵ ;
- nous ne nous trouvons dans aucun des cas de conflits d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#).

Nous sommes donc en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Nous disposons par ailleurs des moyens humains²⁶ et matériels nécessaires à la réalisation de la Mission.

1.3.3. Diligences effectuées

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte et du *corpus* juridique de l'Opération, des caractéristiques de l'Initiateur et de la Cible et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère de Baccarat (l'« **Évaluation Multicritère** »), en vue d'apprécier l'Équité du Prix d'Offre.

Par ailleurs, nous avons pris connaissance des accords et opérations connexes à l'Acquisition de Bloc et à l'Offre afin de vérifier qu'ils ne comportaient pas de dispositions susceptibles de préjudicier, d'un point de vue financier, aux intérêts des actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre.

¹⁹ Darrois Villey Maillot Brochier A.A.R.P.I.

²⁰ Accuracy.

²¹ Davis Polk & Wardwell LLP.

²² Messier Maris & Associés.

²³ Clifford Chance.

²⁴ Société Générale ; conformément à l'article [231-13](#) du règlement général de l'AMF, Société Générale garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

²⁵ Les expertises financières indépendantes publiques que nous avons réalisées (2013 à 2018) sont recensées avec le nom des établissements présentateurs en **Annexe 6**.

²⁶ Les profils des membres de l'équipe dédiée à la réalisation, à la supervision et à la revue indépendante des travaux effectués dans le cadre de la Mission figurent en **Annexe 5**.

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux réunions, entretiens et échanges de courriels que nous avons eus, tout au long de la Mission²⁷, avec les représentants de la Cible et de l'Initiateur, ainsi que leurs conseils juridiques et financiers et l'Établissement Présentateur²⁸, se sont fondées notamment²⁹ sur :

- l'exploitation des informations disponibles sur le marché et les secteurs sur lesquels la Société et ses filiales (le « **Groupe** ») sont positionnées ;
- l'analyse des modalités de déroulement de l'Opération et de son financement ;
- l'exploitation des informations publiques et réglementées disponibles sur le site Internet³⁰ de la Société ;
- la revue des délibérations du Conseil d'Administration et des décisions prises en Assemblée Générale des actionnaires antérieurement à l'Opération ;
- la consultation des rapports de *due diligence* réalisés par le conseil financier mandaté par la Société dans la perspective de l'Acquisition de Bloc ;
- l'examen détaillé des comptes consolidés semestriels au 30 juin 2018 de Baccarat ;
- l'étude approfondie et critique des données budgétaires 2018 et des prévisions à moyen terme du Groupe élaborées par le management de Baccarat (la « **Direction** ») avec l'assistance de son conseil financier ;
- l'exploitation de nos bases de données sectorielles³¹ et financières³², tant en ce qui concerne le Groupe que ses compétiteurs ;
- l'appréciation du Prix d'Offre au regard de l'Évaluation Multicritère et de nos analyses de sensibilité à divers paramètres structurant la valorisation du Groupe ;
- la revue des travaux de l'Établissement Présentateur et la comparaison avec notre Évaluation Multicritère.

Nous avons en outre obtenu la confirmation auprès de la Direction de l'ensemble des éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission.

1.4. Limites de la Mission

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. À cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs était fiable et transmis de bonne foi.

L'expert indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la note d'information en réponse de la Société dans laquelle est inséré son rapport.

²⁷ Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **Annexe 1**. Les principales étapes de la Mission sont recensées en **Annexe 2**.

²⁸ La liste des personnes rencontrées et/ou contactées durant la Mission figure en **Annexe 3**.

²⁹ La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 4**.

³⁰ <http://baccarat-finance.com/>

³¹ Dont Xerfi.

³² *Bloomberg* (paramètres financiers et comparables boursiers) et *Mergermarket* (comparables transactionnels).

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Opération.

1.5. Plan du Rapport

Nous présentons ci-après successivement :

- l'activité et l'environnement de Baccarat (§ 2) ;
- l'Évaluation Multicritère et la synthèse de nos travaux (§ 3) ;
- l'analyse des opérations et accords connexes à l'Offre (§ 4) ;
- l'analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur (§ 5) ; et
- en conclusion l'Attestation d'Équité (§ 6).

2. Présentation du Groupe et de son marché

Nous présentons de manière succincte l'activité historique du Groupe (§ 2.1), en lien avec l'évolution récente de son environnement (§ 2.2), ainsi que ses performances historiques (§ 2.3). Nous rappelons également l'issue des contentieux qui opposaient la Société à Consellior (§ 2.4).

Ces informations, complétées par une analyse SWOT (§ 2.5), permettent d'apprécier les principaux facteurs de risques inhérents au Groupe et à son environnement pris en compte dans nos travaux d'évaluation.

2.1. Présentation de Baccarat

2.1.1. Historique du Groupe

Fondée en 1764, Baccarat est devenue une marque de luxe reconnue à l'international, et fait aujourd'hui partie des acteurs leaders sur le marché des produits en cristal haut-de-gamme.

Nous présentons, ci-après, quelques dates clés donnant un aperçu de l'historique du Groupe qui, depuis le 20^{ème} siècle, s'est développé et internationalisé par le biais de partenariats, de la création de filiales et de l'ouverture de *flagships*³³ à l'étranger :

- 1920 – 1930 Signature par Baccarat de ses premiers partenariats avec des parfumeurs de renom.
- 1936 Rémy Martin confie à Baccarat la fabrication de la bouteille de cognac Louis XIII.
- 1948 Création de la première filiale américaine.
- 1984 Implantation au Japon via la filiale Baccarat Pacific basée à Tokyo.
- 1993 Lancement de la première collection de bijoux.
- 1997-1999 Modernisation de l'outil industriel.
- 2000 Ouverture de filiales à Hong Kong et en Chine.
- 2003 Déménagement au 11 Place des États-Unis, ancien hôtel particulier de Madame de Noailles, et lancement au Japon du concept des *B Bars*³⁴.
- 2013 Poursuite du développement commercial et ouverture de points de vente de détail à Dubaï et à Saint-Petersbourg ainsi que dans les magasins Harrods.
- 2013-2015 Travaux de modernisation des usines, reconstruction du « fourneau C » et mise en fonction du « fourneau A ».
- 2015 Ouverture à Manhattan du premier hôtel de la marque Baccarat avec un *design* conçu par le duo d'architectes d'intérieur Gilles & Boissier. Inauguration de la nouvelle adresse parisienne rue du Faubourg Saint-Honoré, à la suite de la fermeture contrainte de l'ancienne boutique située place de la Madeleine. Ouverture de la première Maison Baccarat d'Asie en Corée du Sud, à Séoul.
- 2016 Ouverture du premier *flagship* en Chine, dans le *Central Mall* de Pékin.

³³ Magasins phares ayant vocation à devenir la vitrine du Groupe.

³⁴ Bars à cocktail Baccarat.

- > 2017 Projet d'acquisition par FFC de la participation représentant 88,8% du capital de Baccarat auprès de Starwood Capital Group et de L Catterton.
- > 2018 L'Acquisition de Bloc a été finalisée et la Société a mis un terme à l'ensemble des procédures judiciaires qui l'opposaient à la société Consellior, les Cédants supportant l'ensemble des conséquences financières de l'accord transactionnel conclu.

2.1.2. Activités du Groupe

L'activité historique de Baccarat consiste essentiellement en la conception, la fabrication et la commercialisation d'objets en cristal haut-de-gamme, le Groupe ayant par ailleurs lancé sous licence une activité d'hôtellerie³⁵. Les grandes familles de produits commercialisés par Baccarat appartiennent aux univers des arts de la table, de la décoration, du luminaire, du flaconnage et des bijoux.

La distribution des produits est réalisée par l'intermédiaire de plusieurs canaux :

- > vente directe au consommateur³⁶, opérée via un réseau de boutiques gérées en propre ou par des tiers avec lesquels le Groupe conclut des accords de distribution, ainsi que par l'intermédiaire de revendeurs multimarques en exécution de contrats de concession ;
- > vente à des professionnels³⁷, le Groupe intervenant tant à la demande des architectes et des décorateurs que pour l'industrie du flaconnage ou des programmes de cadeaux d'entreprises ;
- > le commerce en ligne qui, en dépit d'une forte croissance, ne représente aujourd'hui qu'une part marginale du chiffre d'affaires consolidé.

Le Groupe dispose d'un site de production historique, situé à Baccarat en Lorraine, où est fabriquée la majorité des produits qu'il commercialise. Le savoir-faire des employés du Groupe, dont certains reconnus « Meilleurs Ouvriers de France », contribue à la valeur de la marque Baccarat et son attrait pour un « art de vivre à la française » qui séduit en particulier les consommateurs étrangers.

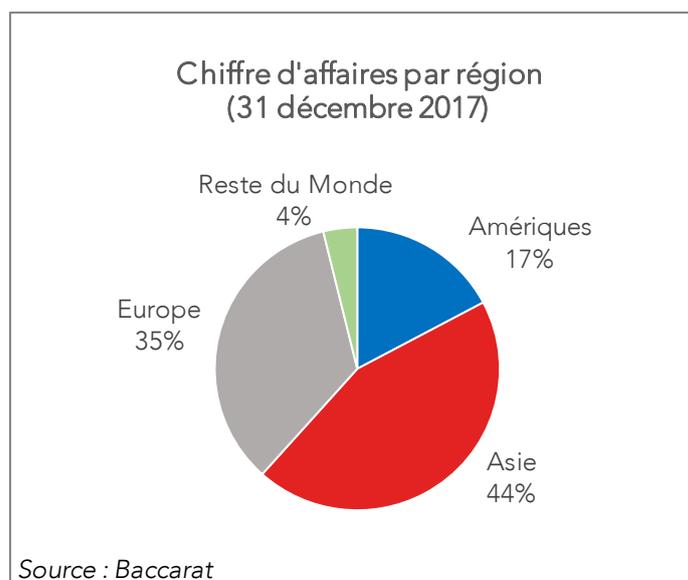
Le Groupe, implanté dans plus de 80 pays, opère majoritairement à l'export, notamment en Asie³⁸ où le Groupe réalise une part très significative de son chiffre d'affaires.

³⁵ Activité d'hôtellerie lancée en 2007 avec la conclusion d'un contrat de licence de marque entre Baccarat et SCBA, filiale de Starwood Capital Group Global.

³⁶ *Business to consumers (B2C)*.

³⁷ *Business to business (B2B)*.

³⁸ En particulier au Japon, en Chine et à Hong Kong.



Au 31 décembre 2017, le Groupe employait 988 salariés, dont près de la moitié dans sa manufacture située à Baccarat.

2.2. Environnement et tendances du marché du luxe

Le marché du luxe, qui repose sur des fondamentaux différents des autres secteurs économiques, a fait preuve de résilience au cours des dernières années³⁹. Évoluant avec les indicateurs de richesse et dépendant de la croissance du tourisme, le marché a marqué une reprise en 2017 après les incertitudes des années 2015 et 2016.

En lien avec les marchés sur lesquels Baccarat intervient, nous présentons ci-après les principales caractéristiques et tendances des marchés des biens personnels de luxe (§ 2.2.1) et de l'hôtellerie de luxe (§ 2.2.2).

2.2.1. Le marché des biens personnels de luxe

Selon les instituts qui les réalisent, les études menées sur le marché des biens personnels de luxe portent sur des segments plus ou moins étendus. Ce marché regroupe notamment les métiers de la couture et de la mode, de l'horlogerie et de la joaillerie, du parfum et des arts de la table. Il est dominé par des multinationales disposant de larges portefeuilles de marques telles que LVMH, Kering ou Richemont.

Quel que soit l'univers du luxe, les produits et services sur ce marché présentent certaines spécificités :

- les maisons officiant sur le marché du luxe cherchent à introduire une relation d'exclusivité dans le but de fidéliser une clientèle, et non à plaire au plus grand nombre. Les marques de luxe qui conquièrent de nouveaux marchés à l'international doivent par conséquent s'efforcer de s'adapter au niveau local ;

³⁹ Deloitte (2018), [Global Powers of Luxury Goods 2018](#) : "Varying economic trends, rapid digital transformation and evolving consumer preferences and tastes are creating a new competitive landscape where traditional corporate strategies are under threat. [...] Even so, growth in the luxury goods industry will continue, unlike in several other industries".

- l'élasticité de la demande au prix n'évolue pas de la même manière que pour les produits de base : la demande est susceptible d'augmenter lorsque le prix augmente, en raison d'une perception par la clientèle d'une plus forte valeur ajoutée ;
- la communication est souvent axée davantage sur la marque et sur le savoir-faire de l'entreprise que sur la qualité intrinsèque des produits commercialisés, dans le but de créer un univers autour de codes et de vendre au consommateur une « expérience de luxe ».

Selon le cabinet de conseil en stratégie et management Bain & Company, le marché du luxe, qui a connu une croissance régulière depuis les années 1990⁴⁰, devrait continuer à enregistrer une croissance annuelle moyenne⁴¹ de l'ordre de 4% à 5% à horizon 2025, tirée en grande partie par la Chine⁴². Les principales évolutions depuis 2016 sur les marchés majeurs du luxe sont les suivantes :

- en Europe, l'année 2016 a été marquée par les tensions terroristes et le renforcement des frontières, contribuant à une diminution du tourisme qui conditionne fortement les ventes de produits de luxe. Les ventes de produits personnels de luxe ont ainsi reculé de 1 % en 2016 sur l'ensemble de l'Europe. Le marché s'est redressé en 2017, malgré un renforcement de l'euro ayant impacté négativement le pouvoir d'achat des touristes ;
- aux États-Unis, les dépenses des produits de luxe ont reculé en 2016, dans un contexte de dollar fort et d'incertitudes ayant entouré les élections présidentielles. Après une phase de stabilisation en 2017⁴³, cette zone a renoué avec la croissance en 2018 grâce notamment au retour de l'appétence des consommateurs locaux pour les produits de luxe et à la consommation des touristes asiatiques et européens ;
- en Chine, après le ralentissement observé en 2016, les ventes de produits de luxe ont enregistré une croissance significative depuis 2017⁴⁴. La population chinoise représentait en 2017 le premier consommateur de produits de luxe dans le monde avec environ 32% des achats mondiaux. Cette tendance devrait se confirmer à plus long terme du fait de la croissance de la classe moyenne ;
- le Japon bénéficie également d'une croissance soutenue, en partie liée au tourisme chinois.

Les principales tendances observées par canal de distribution sont les suivantes⁴⁵ :

- un développement du e-commerce avec un rattrapage du retard de l'offre sur la demande, les marques de luxe ayant historiquement favorisé les canaux de distribution traditionnels afin de préserver l'expérience client et la relation d'exclusivité. Le commerce en ligne a ainsi connu une forte croissance depuis 2003, puisque sa part de marché, qui était alors quasiment nulle, représentait en 2017 près de 9 % des ventes totales. La part de l'e-commerce devrait continuer de croître pour atteindre 25% des ventes totales en 2025 ;

⁴⁰ Bain & Company (2017), [Luxury Goods Worldwide Market study, fall-winter 2017](#).

⁴¹ Croissance toutes zones confondues, à taux de change constants.

⁴² Bain & Company (2018), [Global personal luxury goods market expected to grow by 6-8 percent to €276-281b in 2018, driven by strong rebound in China](#).

⁴³ Malgré un début d'année difficile, le marché outre-Atlantique a enregistré une croissance de l'ordre de 2% en 2017, résultant notamment d'un dollar faible pendant les fêtes de fin d'année.

⁴⁴ Bain & Company table sur une croissance supérieure à 20% à taux de change constants sur l'année 2018.

⁴⁵ Bain & Company (2017), [Luxury Goods Worldwide Market study, fall-winter 2017](#).

- un fort dynamisme des ventes de détail en propre (+11 % de croissance moyenne annualisée sur la période 2008-2017) ;
- une diminution des ventes en gros via le réseau des distributeurs, qui représente cependant encore deux tiers des ventes, avec une croissance moyenne annuelle de 3 % sur la période 2008-2017.

2.2.2. Le marché de l'hôtellerie de luxe

Le métier de l'hôtellerie est, de manière générale, lié à l'évolution du tourisme, qui a continué de progresser en 2017 avec une augmentation du nombre de touristes de 7%⁴⁶, tendance confirmée début 2018⁴⁷. Cette croissance provient notamment du dynamisme de la région asiatique qui regroupe une grande partie des voyageurs. Selon Euromonitor International⁴⁸, la Chine deviendrait à horizon 2022 le premier pourvoyeur de touristes au monde, devant les États-Unis. Dans son ensemble, le marché de l'hôtellerie, confronté à de grandes mutations structurelles, doit faire face aux nouvelles attentes et manières de consommer de la clientèle.

Le marché de l'hôtellerie de luxe qui, selon Euromonitor International, représentait 51 milliards de dollars en 2017, devrait augmenter à un taux annuel moyen de 4,6 % pour atteindre 67 milliards de dollars en 2022. Le marché est relativement fragmenté : Marriott, premier acteur du secteur en termes de revenus, ne représente que 8 % de la capacité hôtelière mondiale, tandis que près de la moitié de la capacité mondiale est exploitée par des acteurs indépendants.

L'hôtellerie de luxe doit offrir à sa clientèle une expérience unique. Dans cette optique, des établissements et marques de luxe s'associent afin d'allier leurs ressources et expertises pour répondre aux exigences des consommateurs dans ce créneau. Pour les marques de luxe, l'objectif est d'imprégner le client de son savoir-faire et de ses produits. Des marques deviennent elles-mêmes des établissements hôteliers à part entière, en association avec des acteurs majeurs de l'hôtellerie⁴⁹.

2.3. Analyse historique de la performance du Groupe

2.3.1. Rappel des faits marquants des derniers exercices

Préalablement à notre analyse des performances historiques du Groupe, nous rappelons ci-après quelques-uns des faits majeurs ayant marqué l'activité de Baccarat au cours des derniers exercices :

- en 2013, le Conseil d'Administration a nommé Daniela Riccardi en tant que Directeur Général de la Société. Baccarat a procédé à la réorganisation géographique de ses activités commerciales afin d'en optimiser le développement ;

⁴⁶ Organisation mondiale du tourisme (2018), *Les résultats 2017 du tourisme international au plus haut des sept dernières années*, janvier.

⁴⁷ Organisation mondiale du tourisme (2018), *Les résultats des premiers mois 2018 sont supérieurs aux attentes*, avril.

⁴⁸ Euromonitor International (2017), [What the Data Tells Us About Travel and Tourism in 2018](#), septembre.

⁴⁹ Dont Bulgari Hotels & Resorts (Marriott), Armani Hotels & Resorts (Emaar), Baccarat Hotel & Residences (Starwood), Palazzo Versace (Preferred Group).

- > en 2014, Baccarat célébrait ses 250 années d'existence en organisant des événements devant générer de fortes retombées sur la visibilité et le prestige de la marque. Le Groupe a également poursuivi la simplification de son *business model* en rationalisant son mix produits. Il a fermé en France la boutique située rue de la Paix à Paris ;
- > en 2015, dans le cadre de l'amélioration de la productivité et de la modernisation de l'outil industriel de la manufacture, un nouveau four a été mis en service. Le Groupe a été contraint de fermer la boutique de la Madeleine à Paris à la suite du non-renouvellement du bail. Une nouvelle boutique, située à proximité, rue du Faubourg Saint-Honoré, a été ouverte en fin d'année. De nouvelles boutiques ont également été ouvertes par plusieurs distributeurs à l'étranger⁵⁰ et le musée à Baccarat a réouvert ses portes ;
- > en 2016, Baccarat a lancé sur le marché de nouvelles créations sous le thème « les plus beaux cadeaux dans une boîte rouge » attirant une clientèle nouvelle et plus jeune. Le Groupe a ouvert une nouvelle boutique dans un centre commercial à Pékin ;
- > en 2017, FFC a annoncé la signature d'une promesse irrévocable d'achat avec des entités affiliées à Starwood Capital Group et à L Catterton en vue d'acquérir leurs participations respectives, la finalisation de l'opération étant alors soumise à différentes formalités⁵¹. Sur le plan opérationnel, le Groupe a communiqué sur des résultats en progression pour la quatrième année consécutive, avec une amélioration des indicateurs clés sur les axes stratégiques de croissance identifiés par la Direction ;
- > en 2018, la Société a signé un accord mettant un terme aux procédures judiciaires qui l'opposaient à la société Consellior, l'ensemble des conséquences financières de cet accord étant pris en charge par les Cédants. La finalisation de l'Acquisition de Bloc le 20 juin 2018 a fait l'objet d'un communiqué de presse publié le 21 juin 2018 par l'Initiateur, les Cédants et la Société.

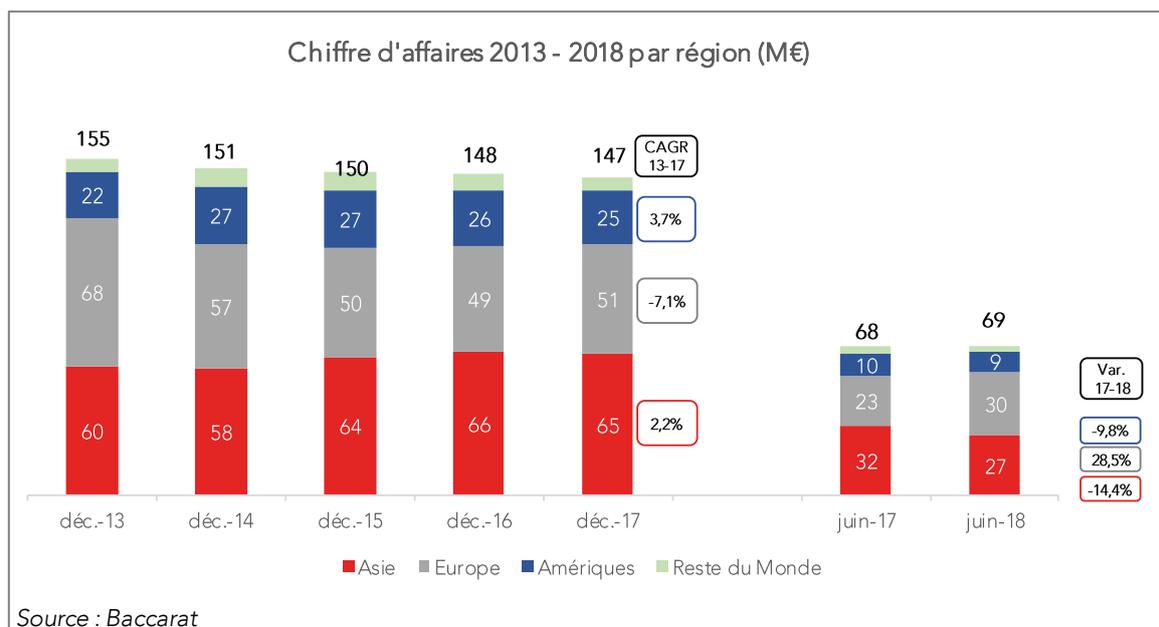
⁵⁰ Trois nouvelles boutiques ont vu le jour en Arabie Saoudite, en Corée du Sud et en Chine.

⁵¹ D'après le communiqué de la Société, formalités relatives aux investissements directs à l'étranger (« ODI ») auprès du ministère du commerce de la République populaire de Chine (« MOFCOM ») et à la procédure d'enregistrement au contrôle des changes auprès du Bureau National du Contrôle des Changes de la République populaire de Chine (« SAFE »).

2.3.2. Analyse de l'activité et de la rentabilité

2.3.2.1. Évolution de l'activité du Groupe

Le chiffre d'affaires de Baccarat est en léger repli sur la période 2013-2017, avec une décroissance moyenne annualisée (« CAGR ») de (1,4%). Ce constat doit toutefois être modulé en fonction des zones géographiques :



- en Europe, le Groupe a subi les effets d'une conjoncture économique difficile sur la période 2013-2015. Les mesures anti-ostentatoires imposées en Chine sur la période 2014-2016 ont par ailleurs eu une incidence significative sur les ventes de flaconnage réalisées en Europe. L'exercice 2016 a connu néanmoins une reprise du marché, tirée par les bonnes performances des boutiques en propre et des concessions. L'embellie s'est confirmée sur 2017, avec une progression du chiffre d'affaires de 4,2%⁵², actant notamment la fin des mesures anti-ostentatoires précitées. Au cours des deux premiers trimestres 2018, le dynamisme de l'activité en Europe se traduit par une croissance de 28,5%⁵³, portée par les opérations avec les partenaires stratégiques B2B, les revenus de licences de marque en hausse et les bonnes performances des boutiques en concession dans les grands magasins ;
- l'évolution des ventes en Asie a conféré à cette zone le statut de première source de revenus dès 2014. Le chiffre d'affaires est notamment ponctué par la réalisation « d'affaires spéciales » (i.e. ventes non récurrentes), avec un pic des volumes en 2013, ainsi que par l'ouverture d'une nouvelle boutique à Pékin en janvier 2016. En 2017, l'activité au Japon a été marquée par une légère baisse du chiffre d'affaires à changes comparables⁵⁴. Sur le reste de l'Asie, le chiffre d'affaires du Groupe affichait en 2017 une croissance de 10,5%⁵⁵ avec une augmentation significative de l'activité en Chine, pays représentant des opportunités de croissance pour Baccarat. Les filiales asiatiques

⁵² +4,2% à changes courants ; +4,7% à changes comparables.

⁵³ Par rapport au premier semestre 2017.

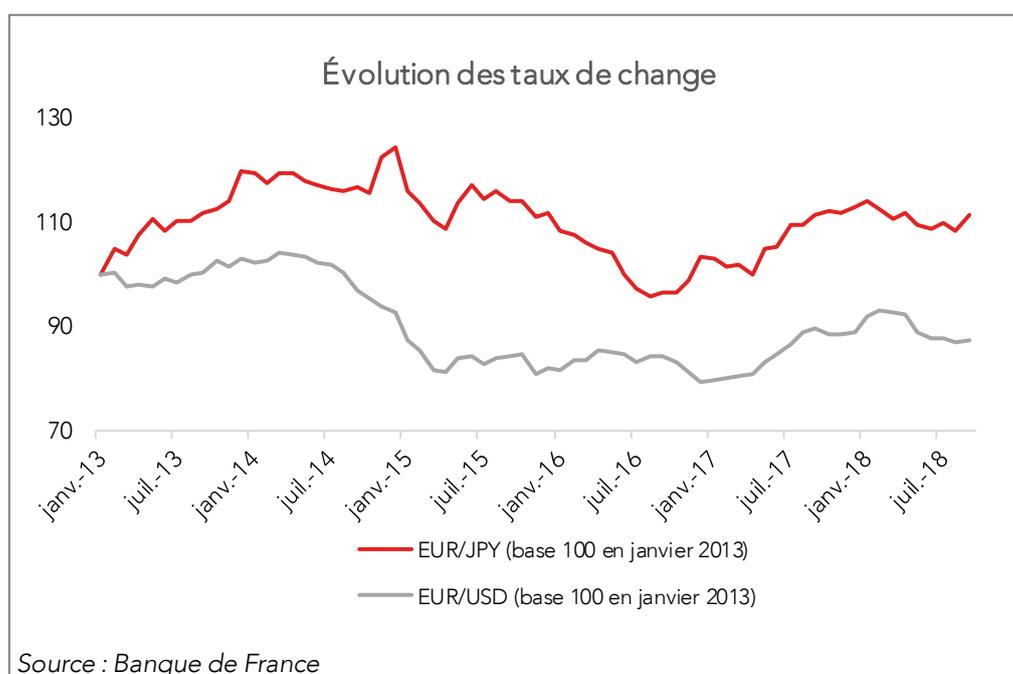
⁵⁴ -0,5% à changes comparables. La baisse ressort à 5,5% à changes courants, en raison du renforcement de l'Euro.

⁵⁵ +10,5% à changes courants ; +13,6% à changes comparables.

connaissent toutefois un début d'exercice 2018 plus difficile⁵⁶, pénalisé par des effets devise et de base défavorables⁵⁷ ;

- l'activité sur le continent américain est essentiellement réalisée aux États-Unis où ont été enregistrées plus de 90% des ventes de la zone « Amériques » en 2017. Malgré la performance du *flagship* de Madison Avenue⁵⁸ et, de manière plus générale, la dynamique commerciale positive aux États-Unis, la zone enregistre au global une légère baisse de chiffre d'affaires du fait des mauvaises performances en Amérique Latine⁵⁹. Le chiffre d'affaires du premier semestre 2018 est en retrait en raison du renforcement de l'euro par rapport au dollar⁶⁰ ;
- les ventes dans le « Reste du Monde », qui constitue une zone à part entière, représentent un volume encore marginal. Après un exercice 2017 et un premier trimestre 2018 difficiles, la zone semble se redresser depuis le second trimestre 2018⁶¹.

De manière générale, le Groupe est exposé au risque de change⁶². Il est notamment soumis à la volatilité des devises japonaise et américaine, dont nous présentons ci-après l'évolution par rapport à l'euro depuis 2013⁶³ :



⁵⁶ Les ventes au Japon sont en recul de 15% à changes courants et 8% à changes comparables à la fin du premier semestre 2018. Sur le reste de l'Asie, les ventes sont en recul de 12,5% à changes courants et 4,6% à changes comparables.

⁵⁷ Au cours du deuxième trimestre 2017, les « affaires spéciales » ont représenté dans certains pays de la zone Asie des volumes de ventes significatifs.

⁵⁸ Boutique ouverte en juin 2013 au 635 Madison Avenue, New York, NY 10022.

⁵⁹ En 2017, l'Amérique Latine enregistre une baisse de revenus de plus de 40%.

⁶⁰ À fin juin 2018, le chiffre d'affaires de la zone enregistre une baisse de 9,8% à changes courants malgré une légère croissance des ventes à changes comparables (+0,8%).

⁶¹ Sur l'exercice 2017, le chiffre d'affaires dans le Reste du Monde est en baisse de 22,1% à changes comparables et 22,2% à changes courants. Sur le premier semestre 2018, les ventes de la zone ressortent à -12,4% à changes comparables et -12,6% à changes courants. Le Reste du Monde enregistre toutefois une croissance de près de 12% sur le second trimestre 2018.

⁶² Le Groupe souscrit à des instruments financiers dérivés fermes ou optionnels destinés à couvrir les expositions aux risques de marché.

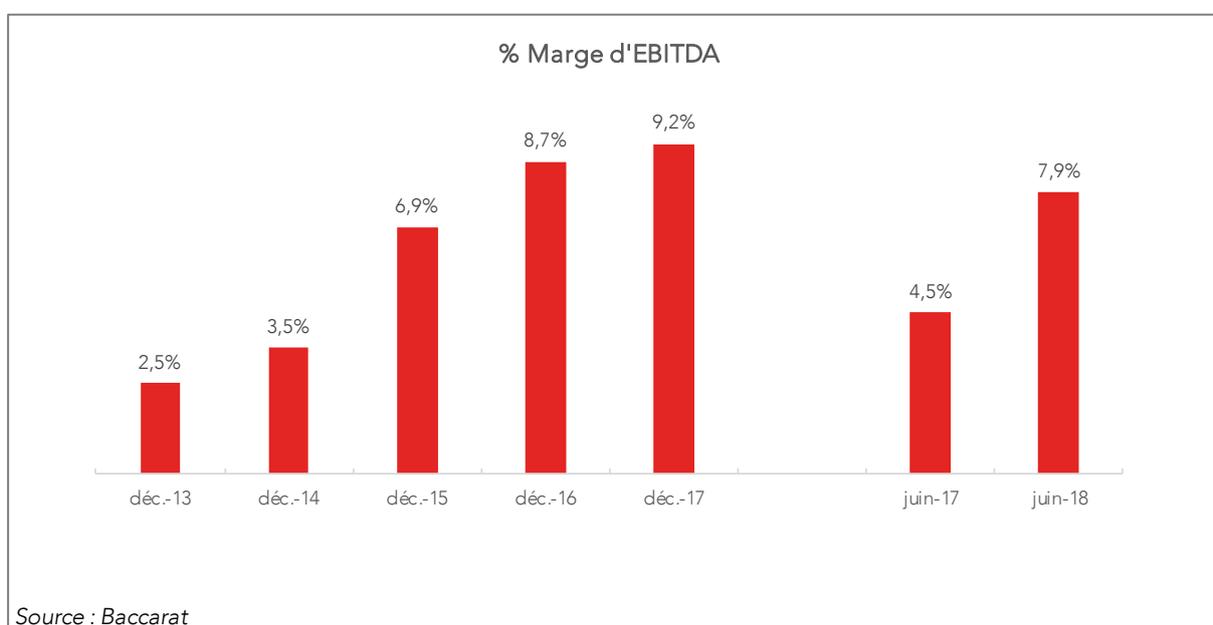
⁶³ Parités moyennes mensuelles ramenées en base 100 en janvier 2013.

Depuis 2017, le Groupe a ainsi enregistré les effets du renforcement de l'euro par rapport aux devises japonaise et américaine, ayant pour conséquence d'affecter de manière négative les résultats exprimés en euros des filiales concernées.

2.3.2.2. Profitabilité opérationnelle

En dépit d'une baisse du chiffre d'affaires consolidé, le Groupe est parvenu à améliorer son niveau de profitabilité d'exploitation de manière continue. Le taux de marge d'EBITDA est ainsi passé de 2,5% en 2013 à 9,2% en 2017, fruit d'actions visant depuis 2013 à :

- renforcer ses positions sur ses activités et marchés historiques⁶⁴ ;
- rationaliser le mix produits⁶⁵ ;
- optimiser le développement commercial à l'international ; et
- moderniser l'outil industriel de la manufacture afin de gagner en productivité.



Sur le premier semestre 2018, la marge d'EBITDA a continué à s'améliorer avec une contribution de la zone Europe aux résultats du Groupe en forte hausse.

Compte tenu de la saisonnalité de l'activité, les résultats semestriels ne sont toutefois pas représentatifs de l'exercice 2018 dans son ensemble, une part importante des ventes étant réalisée à l'occasion des fêtes de fin d'année.

⁶⁴ Nettoyage du marché « gris » (produits échangés sans l'accord du fabricant) sur les ventes en gros, reconstruction de certaines offres, développement de la marque « Baccarat » comme enseigne d'hôtel, renforcement de la présence chez les architectes et décorateurs d'intérieur.

⁶⁵ Via la limitation du nombre de références et une meilleure disponibilité des produits à forte rotation.

2.3.3. Structure bilancielle

La structure bilancielle de Baccarat a évolué comme suit depuis 2013 :

M€	déc.-13	déc.-14	déc.-15	déc.-16	déc.-17	juin-18
Immobilisations incorporelles	6,0	3,8	2,6	2,7	2,4	2,3
Immobilisations corporelles	39,5	37,6	36,6	36,0	32,6	30,9
BFR	28,6	23,5	28,6	31,5	34,2	36,0
Autres actifs financiers	4,6	3,5	4,7	7,2	6,5	5,6
Impôts différés	4,4	5,3	3,6	3,7	3,0	3,0
Actif économique	83,1	73,7	76,1	81,1	78,8	77,7
Provisions pour risques et charges	(12,8)	(11,8)	(15,0)	(17,1)	(16,5)	(15,6)
Intérêts minoritaires	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,6)	(0,5)	(0,5)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	25,1	27,9	27,8	27,0	28,7	29,1
Emprunts et dettes financières	(37,1)	(39,6)	(41,3)	(41,5)	(38,7)	(38,2)
Dettes nette comptable	(11,9)	(11,7)	(13,5)	(14,6)	(10,0)	(9,0)
Actif net - part du Groupe	58,0	49,7	47,1	48,9	51,8	52,5

Source : Baccarat, Ledouble

2.3.3.1. Immobilisations incorporelles et corporelles

Les immobilisations incorporelles comprennent essentiellement des licences, brevets, logiciels informatiques et droits au bail du Groupe. Conformément à la norme IAS 38 « Immobilisations incorporelles », la marque Baccarat, développée en interne, ne figure pas au bilan.

Les immobilisations corporelles comprennent essentiellement les constructions et installations techniques attachées à la production ainsi que les agencements et aménagements des points de vente.

2.3.3.2. Besoin en fonds de roulement

Le Groupe affiche un BFR de clôture positif, compris entre 21% et 24% du chiffre d'affaires sur les deux derniers exercices :

M€	déc.-13	déc.-14	déc.-15	déc.-16	déc.-17	juin-18
Stocks	36,9	36,4	38,9	40,0	43,4	50,9
Clients	22,6	19,5	20,7	24,1	21,5	20,9
Fournisseurs	(18,1)	(18,9)	(17,7)	(17,5)	(17,5)	(15,7)
Dettes fiscales et sociales	(8,8)	(8,8)	(8,9)	(6,1)	(5,8)	(9,0)
Autres créances et autres dettes	(3,9)	(4,6)	(4,3)	(9,1)	(7,4)	(11,1)
BFR total	28,6	23,5	28,6	31,5	34,2	36,0
BFR (en % du chiffre d'affaires)	18%	16%	19%	21%	23%	24%

Source : Baccarat, Ledouble

Compte-tenu du poids de l'activité *Retail*, les stocks constituent la première composante du BFR. La saisonnalité des ventes n'a pas d'incidence significative sur le BFR global qui présente un niveau relativement stable au cours de l'année.

2.3.3.3. *Autres actifs financiers*

Les autres actifs financiers au 30 juin 2018, d'un montant de 5,6 M€, comprennent :

- des dépôts et cautionnement (4,4 M€) directement liés à l'exploitation des magasins gérés en propre ;
- des sommes versées par des filiales en garantie d'engagements reçus (0,8 M€) ;
- d'autres actifs financiers nécessaires à la continuité d'exploitation (0,4 M€).

2.3.3.4. *Impôts différés*

Les impôts différés actifs nets, comptabilisés à hauteur de 3,0 M€ au 30 juin 2018, se rattachent principalement aux engagements de retraite (2,0 M€).

Au 31 décembre 2017 et au 30 juin 2018, le Groupe n'a pas reconnu d'impôts différés actifs au titre de ses déficits reportables. Les pertes fiscales cumulées non activées au 30 juin 2018 s'élèvent à 48,8 M€⁶⁶.

2.3.3.5. *Provisions pour risques et charges*

Les provisions pour risques et charges, qui s'élèvent à 15,6 M€ au 30 juin 2018, sont constituées des engagements de retraite et des avantages au personnel pour un montant de 8,4 M€ ; le solde, soit 7,2 M€, correspond à :

- une provision pour litiges d'un montant de 3,9 M€, ayant pour objet de couvrir le risque d'indemnisation en réparation du préjudice d'anxiété de certains salariés ou ex-salariés du Groupe suite à leur exposition à des matériaux contenant de l'amiante⁶⁷ ;
- une provision pour risques environnementaux⁶⁸ à hauteur de 1,4 M€ ;
- diverses provisions concernant essentiellement des litiges avec les salariés et des tiers à concurrence de 1,9 M€.

2.3.3.6. *Intérêts minoritaires*

Les intérêts minoritaires, qui s'établissent à 0,5 M€ au 30 juin 2018, correspondent à la participation de 49% d'actionnaires hors groupe au capital de Baccarat Americas.

⁶⁶ En base d'impôt.

⁶⁷ Sur les 296 salariés ou ex-salariés ayant interjeté appel des décisions rendues par le Conseil des Prud'hommes, la Cour d'Appel de Nancy a examiné l'appel formé par 31 d'entre eux. Par arrêts rendus en février 2018, la Cour d'Appel a infirmé 29 des 31 décisions rendues en première instance et a condamné Baccarat à verser à chacun des plaignants la somme de 11.000 € au titre du préjudice d'anxiété et 200 € au titre de l'article 700. Baccarat a décidé de former un pourvoi à l'encontre de ces arrêts devant la Cour de Cassation. L'examen des autres dossiers par la Cour d'Appel est attendu sur le second semestre 2018 et sur l'année 2019.

⁶⁸ Cette provision a été inscrite au bilan suite à un rapport d'expert mandaté par la Société.

2.3.3.7. Dette nette comptable

Les emprunts et dettes financières, qui représentent 38,2 M€ au 30 juin 2018, comprennent :

- les prêts intragroupe pour un total de 27,6 M€ (§ 4.3) ;
- divers tirages sur des lignes de crédit accordées en devises étrangères (10,5 M€) ;
- la juste valeur nette des instruments financiers dérivés, incluse dans l'endettement financier net du Groupe (0,1 M€).

Après prise en compte de la trésorerie et des équivalents de trésorerie à hauteur de 29,1 M€, la dette nette comptable ressort à 9,0 M€ au 30 juin 2018.

2.4. Litiges Consellior

Pour mémoire, la Société a été assignée en justice :

- le 15 novembre 2012, par la société Consellior puis par certains actionnaires individuels en vue d'obtenir l'annulation des résolutions relatives à l'augmentation de capital telle que votée par l'Assemblée générale extraordinaire du 28 juin 2012 ;
- le 27 mars 2013, par Consellior, afin d'obtenir notamment (i) la nullité de la troisième résolution des assemblées générales du 8 juin 2010 et du 9 juin 2011 relatives à l'approbation de conventions réglementées, (ii) l'annulation de la convention de licence de la marque Baccarat, et (iii) que les conséquences financières des conventions conclues entre Groupe du Louvre et Société du Louvre-La Fayette, dont l'approbation a été rejetée lors de l'assemblée générale du 28 juin 2012, soient supportées solidairement par Groupe du Louvre et Société du Louvre-La Fayette.

Selon deux jugements du Tribunal de Commerce de Nancy en date du 3 avril 2017, Consellior et les autres demandeurs ont été déboutés de l'ensemble de leurs demandes. Consellior et certains autres demandeurs ont interjeté appel.

Nous avons pris connaissance de l'accord⁶⁹ conclu en mai 2018 entre la Société, les Cédants et Consellior, ayant pour objet de mettre fin à l'ensemble des différends entre les parties à l'accord, en ce compris ceux concernant les affaires visées *supra*. Nous rappelons que cet accord a fait l'objet d'un communiqué de la part de la Société en date du 30 mai 2018⁷⁰ et que les Cédants ont supporté l'ensemble des conséquences financières de l'accord transactionnel conclu⁷¹.

En outre, l'Initiateur nous a confirmé que l'accord conclu avec Consellior n'avait pas conditionné la réalisation de l'Opération.

⁶⁹ Settlement agreement, entered into by and among Starwood Capital Group Holdings, L.P., SDL Investments I S.à.r.l., Catterton Management Company, L.L.C., CP Crystal Luxco S.à.r.l., Consellior, M. Allan Green, M. Serge Bouchval, Baccarat SA (30 mai 2018).

⁷⁰ « Litiges Consellior : les parties se désistent de toute procédure », 30 mai 2018. [En ligne], https://www.actusnews.com/documents_communiqués/ACTUS-0-53559-counselior-baccarat-cp-settlement-agreement-may-30-2018.pdf

⁷¹ Un versement a été pris en charge exclusivement par les Cédants.

2.5. Matrice SWOT

La matrice SWOT présentée ci-dessous résume les forces et les faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et les opportunités auxquelles il est confronté sur son marché :

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none">- Héritage de plus de 250 ans contribuant à l'image de marque- Un savoir-faire unique- Implantation historique du Groupe à l'international, notamment au Japon et globalement dans près de 80 pays- Amélioration de la profitabilité en lien avec les actions mises en oeuvre par la Direction depuis 2013- Partenariats avec de grandes marques et des <i>designers</i> renommés	<ul style="list-style-type: none">- Retard dans le développement du réseau <i>Retail</i> qui compte à ce jour une soixantaine de boutiques- Taille critique non atteinte dans certaines zones d'implantation- Développement encore limité de la marque sur les marchés adjacents du luxe (e.g. parfumerie, horlogerie)- Baisse du chiffre d'affaires sur les derniers exercices malgré un marché du luxe porteur- Besoins d'investissement pour la modernisation et l'entretien du site de la manufacture
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none">- Attractivité internationale liée au <i>Made in France</i>- Opportunités de croissance dans les marchés américains et émergents- Développement du modèle de licence et développement des nouveaux concepts d'hôtels boutiques- Accroissement du réseau <i>Retail</i>- Evolution du commerce en ligne- Renforcement de la notoriété de la marque Baccarat	<ul style="list-style-type: none">- Renouvellement des talents : le travail du cristal requiert une main d'oeuvre spécialisée et hautement qualifiée- Risque de perte de contrôle de l'image en cas d'utilisation inadaptée de la marque- Exposition au risque de variation des taux de change- Tensions géopolitiques pouvant affecter le marché du tourisme- Contraintes de production du cristal en lien avec l'évolution de la réglementation des matières premières

3. Évaluation Multicritère

Nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère du Groupe et de l'action Baccarat (l' « **Action** », ensemble les « **Actions** ») dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les données structurant l'Évaluation Multicritère (§ 3.1) ;
- les méthodes de valorisation écartées (§ 3.2) ;
- l'analyse du cours de bourse de la Société (§ 3.3) ;
- la référence au prix payé par l'Initiateur dans le cadre de l'Acquisition de Bloc (§ 3.4) ;
et
- les approches de valorisation qui nous sont apparues les plus pertinentes pour apprécier l'Équité du Prix d'Offre (§ 3.5).

La synthèse de la valeur de l'Action reprend l'ensemble des résultats de l'Évaluation Multicritère (§ 3.6).

3.1. Données structurant l'Évaluation Multicritère

3.1.1. Référentiel comptable

Baccarat établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS), qui s'impose aux sociétés cotées.

Les comptes consolidés et les comptes annuels de Baccarat au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2017 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

Les comptes consolidés de Baccarat au titre du premier semestre 2018 ont fait l'objet d'un examen limité par les commissaires aux comptes, qui n'ont pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la conformité des comptes semestriels résumés avec la norme IAS 34 relative à l'information financière intermédiaire.

3.1.2. Nombre d'Actions

En l'absence d'instruments dilutifs émis par la Société et d'actions d'autocontrôle, nos calculs de la valeur unitaire de l'Action ont été établis par référence au nombre d'Actions en circulation, soit 830.713 (§ 1.2.1).

3.1.3. Paramètres d'évaluation

Les paramètres financiers tels que les taux d'actualisation (§ 3.5.1.3) et les multiples boursiers (§ 3.5.2.1) ont été déterminés sur la base des données de marché au **29 octobre 2018**.

La date que nous avons privilégiée pour la référence au cours de bourse de l'Action est le **18 mai 2017**, veille de la publication dans la presse d'une rumeur concernant le processus de cession de la participation de Starwood Capital dans la cristallerie⁷².

⁷² Reuters, « [Le fonds Starwood pourrait vendre Baccarat à un chinois](#) », 19 mai 2017.

Nous présentons également à titre d'information l'analyse du cours de bourse au 1^{er} juin 2017, dernier jour de bourse avant l'annonce de l'Opération.

3.1.4. Endettement net financier

L'Évaluation Multicritère se fonde sur une dette nette financière au 30 juin 2018, qui s'intercale entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres du Groupe :

- en valorisation intrinsèque, la dette nette financière correspond à la dette nette comptable ajustée de l'ensemble des éléments d'actifs et de passifs représentatifs d'encaissements et de décaissements futurs qui ne sont pas déjà pris en compte dans le Plan d'Affaires (§ 3.5.1.2) ;
- en valorisation analogique, la dette nette financière est déterminée de manière homogène par rapport aux sociétés et aux transactions comparables (§ 3.5.2 et § 3.5.3).

3.1.4.1. Endettement net financier en valorisation intrinsèque

Nous retenons, en valorisation intrinsèque, un endettement net financier de **17,1 M€** détaillé ci-après :

M€	juin-18
Emprunts et dettes financières	38,1
(Trésorerie et équivalents de trésorerie)	(29,1)
Dette nette comptable	8,9
Avantages du personnel	6,4
Autres provisions non courantes	1,5
Intérêts minoritaires	0,5
(Crédit impôt recherche)	(0,4)
Endettement net financier - DCF	17,1

Source : Baccarat, Ledouble

La dette nette comptable de 8,9 M€, comprend :

- les emprunts et dettes financières (38,1 M€)⁷³ ;
- diminués de la trésorerie et des équivalents de trésorerie (29,1 M€).

L'endettement net comptable a été ajusté en valorisation intrinsèque des éléments suivants :

- provisions pour leur part non-courante⁷⁴, d'un montant total de 7,9 M€, en couverture :
 - des engagements envers le personnel (6,4 M€⁷⁵) ;

⁷³ Hors instruments financiers dérivés (0,1 M€) constitués principalement de contrats de couverture de change, dont les effets sont intégrés dans le Plan d'Affaires Révisé (§ 3.5.1.2).

⁷⁴ La part courante des provisions est réputée être prise en compte au travers de la marge prévisionnelle du Plan d'Affaires Révisé.

⁷⁵ Montant brut des engagements de personnel égal à 8,4 M€ (§ 2.3.3.5), minoré d'un montant de 2,0 M€ correspondant aux impôts différés actifs et à la valeur des titres immobilisés dans le cadre de la couverture des engagements de retraite de Baccarat Pacific KK.

- des risques et charges identifiés par le Groupe (1,5 M€) en dehors des provisions relatives au litige anxiété/amiante d'un montant de 3,9 M€ (§ 2.3.3.5) dont les charges sont déjà prises dans les flux prévisionnels de la Direction ;
- intérêts minoritaires, que nous avons retenus pour leur valeur nette comptable⁷⁶ (0,5 M€) (§ 2.3.3.6) ;
- solde des créances de crédit d'impôt recherche (0,4 M€).

3.1.4.2. Endettement net financier en valorisation analogique

Nous retenons en valorisation analogique un endettement net financier de **9,5 M€**, qui s'entend hors provisions pour risques et charges et crédit d'impôt recherche, lesquels ne sont pas pris en compte dans la dette nette des comparables :

M€	juin-18
Endettement net financier - DCF	17,1
(Avantages du personnel)	(6,4)
(Autres provisions non courantes)	(1,5)
+ Crédit impôt recherche	0,4
Endettement net financier - analogique	9,5

Source : Baccarat, Ledouble

3.1.5. Défis fiscaux

Baccarat dispose au 30 juin 2018 d'un stock de déficits reportables d'un montant total de 48,8 M€, réparti sur plusieurs zones géographiques. Comptablement, le Groupe n'a reconnu aucun impôt différé actif associé à ces déficits (§ 2.3.3.4).

Dans le cadre de la valorisation de l'Action, nous avons évalué l'économie d'impôt latente associée aux déficits fiscaux via l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 3.5.1). La valeur actualisée de l'économie d'impôt attachée aux reports déficitaires a ainsi été estimée à **11,1 M€⁷⁷**.

3.2. Méthodes d'évaluation écartées

3.2.1. Actif net comptable (ANC)

Le Groupe s'étant historiquement développé par croissance organique, l'actif net comptable de Baccarat ne peut servir de référence pour valoriser l'Action.

À titre d'information, l'ANC par Action s'établit à 63,2⁷⁸ € au 30 juin 2018. La réévaluation de l'ANC est présentée *infra* (§ 3.5.4).

⁷⁶ À titre de recoupement, nous avons valorisé les intérêts minoritaires par les multiples boursiers. Cette méthode ne remet pas en cause la valeur retenue dans les comptes pour 0,5 M€.

⁷⁷ Estimation basée sur le scénario central du Plan d'Affaires Révisé, supposant une consommation rapide des déficits fiscaux du fait notamment des Nouvelles Activités (§ 3.5.1.2).

⁷⁸ Part des capitaux propres revenant au Groupe : 52,5 M€ (§ 2.3.3) rapportée au nombre d'Actions : 830.713 (§ 3.1.2).

3.2.2. Actualisation des dividendes

Baccarat n'ayant distribué aucun dividende au titre des derniers exercices clos, et en l'absence de prévisions de distribution de dividendes, la méthode de valorisation de l'Action par l'actualisation des dividendes (DDM⁷⁹) ne nous paraît pas appropriée.

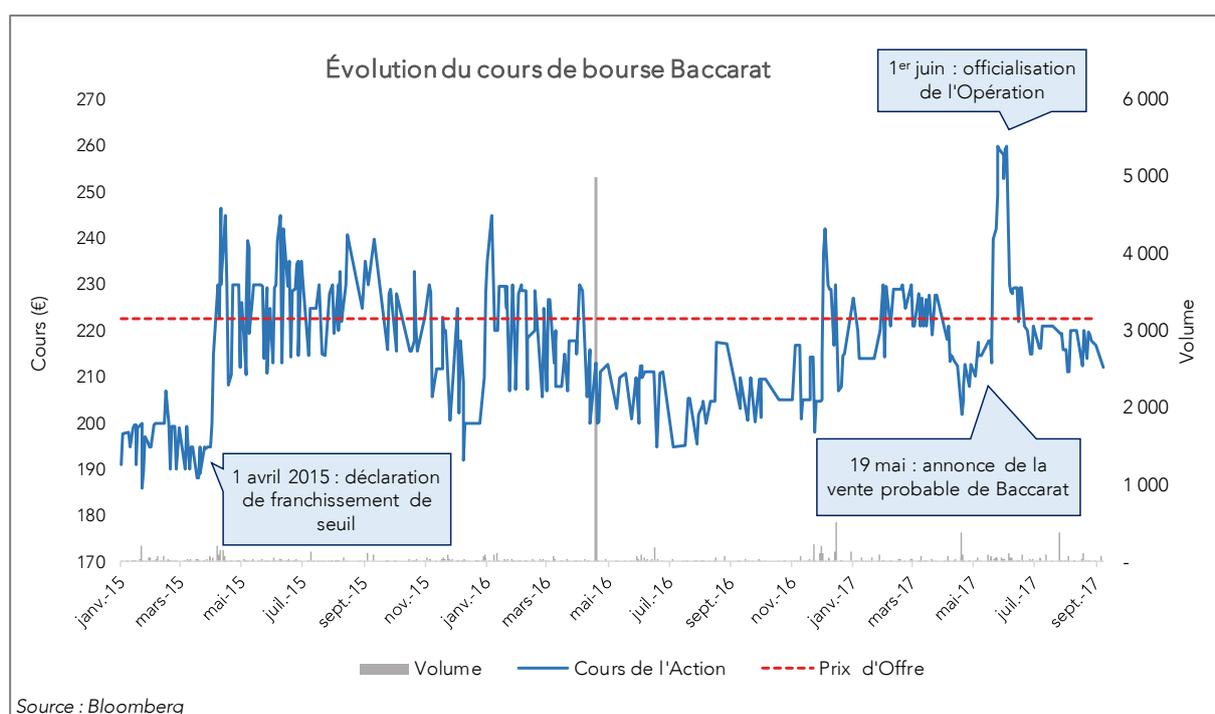
Nous avons par ailleurs mis en œuvre une évaluation par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie intégrant par construction le potentiel de distribution de dividendes à long terme et permettant de prendre en compte la part des résultats non distribués (§ 3.5.1).

3.3. Références boursières

3.3.1. Analyse du cours de bourse

Les Actions Baccarat sont cotées sur le compartiment B du marché réglementé Euronext Paris⁸⁰.

Leur faible liquidité limite la pertinence de la référence au cours de bourse, dont l'analyse est présentée, ci-après, à titre indicatif depuis début 2015 :



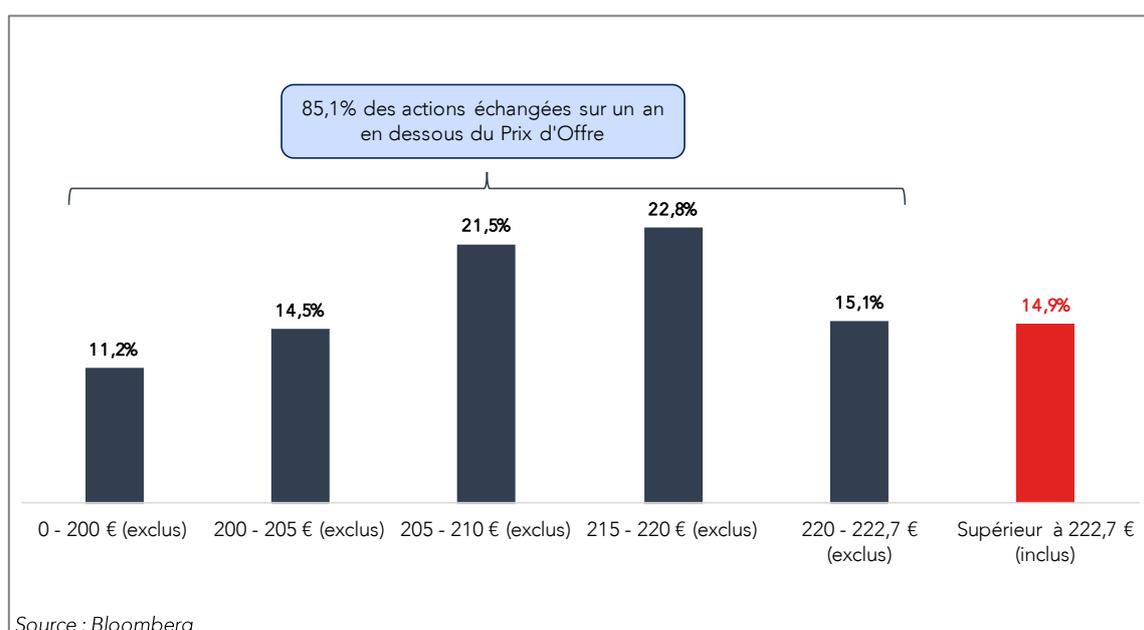
⁷⁹ Dividend Discount Model.

⁸⁰ Sous le code ISIN FR0000064123, mnémonique « BCRA ».

Le cours de bourse de l'Action a été marqué sur la période d'observation par les événements suivants :

- > le 1^{er} avril 2015, Consellior déclarait à l'AMF avoir franchi en hausse le seuil de 5% du capital et des droits de vote de la Société à l'issue d'une acquisition d'actions hors marché ;
- > à la fin de l'année 2015, la Société a annoncé une réduction de ses pertes opérationnelles ainsi que le lancement de projets d'investissements avec la mise en service d'un nouveau four et l'ouverture de 4 nouveaux magasins ;
- > au cours de l'exercice 2016, la Société affichait des résultats en demi-teinte dans un environnement économique difficile, caractérisé notamment par des performances positives des pays émergents, absorbées par une baisse de l'activité « flaconnage » en Europe du fait des mesures anti-ostentatoires chinoises ;
- > début 2017, la Société a annoncé qu'en dépit d'une baisse de son chiffre d'affaires 2016 de 0,9 %, son résultat opérationnel avait progressé de 2,8 M€ pour s'établir à 3,5 % du chiffre d'affaires (contre 1,6% en 2015) ;
- > le 19 mai 2017, les premières rumeurs concernant la cession envisagée des actions Baccarat détenues par le groupe Starwood Capital font état d'une valorisation potentielle de la Société à 200 M€, soit un prix par Action de l'ordre de 240 €⁸¹. À la suite de cette annonce, le cours a clôturé à 240 €, soit une hausse de 10% par rapport à la veille ;
- > le 1^{er} juin 2017, Baccarat communiquait officiellement sur le projet de rachat par FFC à un prix par Action de 222,70 €. Depuis l'annonce de l'Opération, le cours de l'Action a oscillé autour du Prix d'Offre.

Au cours des 12 mois précédant les premières rumeurs de l'Opération, plus de 85% des volumes de titres ont été échangés à un prix inférieur au Prix d'Offre :



⁸¹ Reuters, « [Le fonds Starwood pourrait vendre Baccarat à un chinois](#) », 19 mai 2017.

L'étroitesse du flottant⁸², le faible volume de titres échangés et la forte volatilité du rendement de l'Action⁸³, nous conduisent toutefois à relativiser la référence au cours de bourse.

Date de référence	18-mai-17	1-juin-17
Nombre d'actions échangées	4 282	4 502
Flottant	93 167	93 167
Rotation du flottant (%)	4,6%	4,8%

Source : Bloomberg

L'Acquisition du Bloc a porté sur un bloc d'actions détenu par les deux actionnaires majoritaires agissant de concert. Dès lors, la situation du flottant et la faible liquidité demeurent inchangées avant et après l'Acquisition de Bloc.

Nous présentons, ci-après, les principales évolutions du cours moyen pondéré par les volumes (« CMPV ») sur les 12 mois précédant (i) la rumeur du projet de cession de Starwood Capital le 19 mai 2017 et (ii) l'annonce par la Société et l'Initiateur le 2 juin 2017 du projet d'Opération :

Date de référence	18-mai-17	1-juin-17
Spot	218,0	259,7
CMPV 1 mois	212,3	235,7
CMPV 20 séances	208,3	235,1
CMPV 3 mois	211,9	220,3
CMPV 60 séances	213,5	220,7
CMPV 6 mois	212,3	218,1
CMPV 12 mois	210,4	213,7
+ haut 12 mois	242,0	260,0
+ bas 12 mois	192,0	192,0

Source : Bloomberg

3.3.2. Cours cible

En l'absence de suivi du titre Baccarat par les analystes, la référence au cours de bourse cible n'est pas applicable.

3.4. Prix payé par l'Initiateur dans le cadre de l'Acquisition de Bloc

L'Acquisition de Bloc, aboutissant au contrôle de la Société par l'Initiateur par acquisition d'une participation représentant 88,8% du capital, est une transaction de référence utile à l'appréciation du Prix d'Offre⁸⁴.

Nous relevons que l'Acquisition de Bloc a été réalisée à un prix identique au Prix d'Offre et ne prévoit pas de complément de prix.

⁸² Environ 5% du nombre total d'Actions en circulation. Nous avons intégré dans le flottant les actions détenues par la société Consellior et Allan Green, lesquels ont participé aux échanges d'Actions sur la période analysée.

⁸³ Environ 40% au cours des 12 mois précédant l'annonce de l'Opération.

⁸⁴ Nonobstant les liens commerciaux liant les Cédants et le Groupe.

3.5. Méthodes d'évaluation retenues

Pour apprécier le Prix d'Offre, nous nous référons, à titre principal, à la valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou *Discounted Cash Flow* (DCF) (§ 3.5.1), et à la valorisation analogique par référence aux multiples boursiers (§ 3.5.2).

À titre de recoupement, nous avons mis en œuvre une valorisation analogique par référence aux multiples transactionnels (§ 3.5.3) et procédé à la réévaluation de l'actif net comptable (§ 3.5.4).

3.5.1. Valorisation intrinsèque par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou *Discounted Cash-Flow* (DCF)

3.5.1.1. Rappel des principes de la méthode DCF

La méthode DCF repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles⁸⁵ générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

Le calcul de la valeur terminale, estimée au-delà de la période explicite de prévisions, repose sur l'estimation d'un *cash-flow* libre durable et tient ainsi compte d'une hypothèse de continuité de l'exploitation et d'une estimation de croissance à long terme (croissance perpétuelle).

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, est déduit de la valeur des activités opérationnelles (valeur d'entreprise), l'endettement net financier.

Au cas d'espèce, nous précisons que l'apurement des déficits fiscaux (§ 3.1.5) est modélisé dans la valeur d'entreprise.

3.5.1.2. Plan d'Affaires de la Direction

Dans le cadre de la valorisation intrinsèque de l'Action, nous avons exploité les données prévisionnelles établies par la Direction sur (i) les activités historiques actuellement exercées au sein du Groupe (le « **Périmètre Historique** ») et (ii) les activités nouvelles, par rapport à la situation actuelle du Groupe, recouvrant des ouvertures de nouveaux magasins, l'essor du réseau commercial et le développement du modèle de licences, en particulier sur les marchés adjacents du luxe (les « **Nouvelles Activités** »).

Cette approche, dite « somme des parties », nous a permis d'appréhender la contribution des différentes activités du Groupe à la valeur d'entreprise d'ensemble, et de tenir compte de différents niveaux de risque qui se traduisent par l'emploi de taux d'actualisation distincts (§ 3.5.1.3).

⁸⁵ Résultat d'exploitation (EBIT) net d'impôt, retraité des charges calculées (dotations aux amortissements), déduction faite de la variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR) et des investissements (Capex).

Le calendrier de l'Opération a conduit le Groupe à nous transmettre en 2017 un premier plan d'affaires à horizon 2021 (le « **Plan d'Affaires Initial** ») établi dans le contexte de l'Acquisition de Bloc⁸⁶. Le Plan d'Affaires Initial a été révisé par la Direction en juillet 2018, puis en septembre 2018, afin d'intégrer les dernières évolutions et estimations des perspectives du Groupe (le « **Plan d'Affaires Révisé** »).

Le Plan d'Affaires Révisé, dont les projections couvrent désormais la période 2018-2023 (l'« **Horizon Explicite** »), retranscrit principalement un décalage des flux prévisionnels du Plan d'Affaires Initial compte-tenu de la période de transition ayant précédé la finalisation de l'Acquisition de Bloc. La traduction des grands axes stratégiques dans le Plan d'Affaires Initial est maintenue dans le Plan d'Affaires Révisé ; ce dernier intègre un potentiel de création de valeur significatif, tant sur le Périmètre Historique que sur les Nouvelles Activités.

Les données prévisionnelles du **Périmètre Historique** reposent sur les hypothèses clés suivantes :

- consolidation du réseau actuel de magasins gérés en propre et prise en compte du *ramp-up*⁸⁷ des dernières ouvertures (Faubourg Saint Honoré, Beijing,...) ;
- croissance des ventes sur les continents américain et asiatique ;
- hausse significative des redevances perçues au titre de l'hôtel Baccarat à New-York ;
- poursuite de l'activité « flaconnage » affectée historiquement par les mesures anti-ostentatoires chinoises.

Le développement des **Nouvelles Activités**, par rapport à la situation actuelle du Groupe, lui permettrait de bénéficier d'un rythme de croissance accéléré, les ventes prévisionnelles de ces activités représentant plus d'un tiers du chiffre d'affaires du Groupe à l'issue de l'Horizon Explicite. Les hypothèses clés retenues par la Direction comprennent :

- l'essor rapide du réseau « Retail » sur la période 2019-2023, via l'ouverture de 49 points de vente localisés principalement en Asie et en Amérique, dans des zones de chalandise de première catégorie, avec une période de *ramp-up* relativement courte, estimée entre deux et trois ans ;
- la diversification sur les marchés adjacents du luxe avec la vente de nouveaux produits tels que les montres, la parfumerie et les *B Bars / Cristal Rooms*⁸⁸ sous la marque Baccarat, sans prise en compte de coûts *marketing* ou de gestion complémentaire ;
- le développement des redevances liées à l'ouverture d'hôtels Baccarat sous contrat de licence, en postulant l'absence de charges associées, soit une marge égale au chiffre d'affaires.

⁸⁶ Le Plan d'Affaires Initial avait été établi dans le cadre d'une *Vendor Due Diligence* réalisée par le conseil financier de la Société.

⁸⁷ Période de montée en puissance des points de vente.

⁸⁸ Concept de bars/restaurants développés sous accord de licence par Baccarat et ses partenaires.

Au global, le Plan d’Affaires Révisé se traduit sur l’Horizon Explicite par :

- une croissance annuelle moyenne soutenue de l’ordre de 12% ;
- une progression significative de la marge d’EBITDA d’environ 970 points de base⁸⁹, la Direction estimant notamment que la configuration actuelle du Groupe permettrait de faire face à la croissance des ventes.

La réalisation du Plan d’Affaires Révisé est conditionnée par la capacité de la Société à financer un niveau conséquent d’investissements, ressortant à plus de 7 % du chiffre d’affaires sur l’Horizon Explicite, en ce compris :

- les investissements de capacité permettant à la manufacture d’absorber la croissance des ventes ;
- les travaux de rénovation du parc de magasins existants ;
- les investissements administratifs de structure (*marketing*, IT et communication) ;
- les investissements spécifiques aux Nouvelles Activités, correspondant essentiellement aux coûts d’ouverture des nouveaux magasins.

La croissance du « *Retail* » associée aux différentes actions de la Direction devrait permettre par ailleurs une réduction progressive du besoin en fonds de roulement sur l’Horizon Explicite.

Nous considérons que le Plan d’Affaires Révisé revêt un caractère particulièrement volontariste, du fait d’hypothèses :

- de fortes perspectives de développement, à la fois en termes de chiffre d’affaires et de marge, comparativement aux performances historiques qui furent, à plusieurs reprises, en retrait par rapport aux précédents budgets et plans d’affaires ;
- de parfaite maîtrise des charges de structure et d’absence d’incident dans la mise en œuvre du plan de développement ;
- de hausse significative des revenus de licences sans charges complémentaires⁹⁰, étant précisé qu’en l’absence d’équipe dédiée à ce développement⁹¹, la Direction du Groupe anticipe dès à présent un possible décalage dans le développement de cette activité par rapport au Plan d’Affaires Révisé ;
- de lancement de Nouvelles Activités, dont certaines résultent des intentions de l’Initiateur et seraient donc difficilement réalisables dans une configuration *stand alone* ;
- d’absence de modification de la réglementation pouvant contraindre Baccarat à revoir son processus de production ;
- de la capacité du Groupe à financer la totalité de ses développements, qui reste incertaine sans le soutien de l’Initiateur.

⁸⁹ Par rapport au taux de marge budgété au titre de l’exercice 2018.

⁹⁰ Soit une marge d’EBIT représentant 100% des nouveaux revenus de licences.

⁹¹ Aucune charge afférente à la constitution d’une équipe dédiée n’a été prévue dans le Plan d’Affaires Révisé.

3.5.1.3. Taux d'actualisation

(i) Périmètre Historique

Nous avons déterminé le coût du capital sur le Périmètre Historique à partir de la formule du Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers (MEDAF).

Le taux d'actualisation a ainsi été calculé à partir des composants suivants :

- un taux sans risque de **0,8 %** correspondant à la moyenne historique 1 mois des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans) ;
- un bêta de l'actif économique observé sur une période de 3 ans, égal à **0,96** ;
- une prime de risque du marché français estimée à **7,7 %**⁹² ;
- une prime de risque spécifique de **2 %** compte-tenu du Plan d'Affaires Révisé que nous jugeons volontariste sur le Périmètre Historique, eu égard notamment aux réalisations du Groupe sur les cinq dernières années et aux difficultés auxquelles il a été confronté dans la réalisation de ses précédents plans d'affaires⁹³.

Sur cette base, le taux d'actualisation applicable aux flux du Périmètre Historique a été estimé comme suit à **10,2 %** :

Taux d'actualisation	
Taux sans risque	0,8%
Beta de l'actif économique	0,96
Rendement de marché	8,5%
Prime de risque	7,7%
Coût du capital	8,2%
Prime de risque spécifique	2,0%
Taux d'actualisation Périmètre Historique	10,2%

Source : Banque de France, Bloomberg, Ledouble

(ii) Nouvelles Activités

Les prévisions liées aux Nouvelles Activités reposent sur :

- la capacité du Groupe à saisir de nombreuses opportunités nouvelles sur le segment du *Retail*, tout (i) en assurant une parfaite maîtrise de ses charges opérationnelles et de ses dépenses d'investissement et (ii) en réalisant concomitamment le Plan d'Affaires Révisé relatif au Périmètre Historique, lui-même volontariste ;
- la capacité du Groupe à trouver des lieux d'exception dans chaque région cible aux dates et aux prix prévus dans le Plan d'Affaires ;

⁹² Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à **8,5%** (modèle Ledouble), qui, sous déduction du taux sans risque de 0,8%, induit une prime de risque de **7,7%**.

⁹³ Les réalisations ont été en retrait par rapport aux plans d'affaires historiquement établis par la Direction. Le Groupe est notamment exposé à un risque clients significatif.

- > l'ouverture d'une cinquantaine de points de vente sur l'Horizon Explicite avec une hypothèse de période courte de *ramp up* (comprise entre deux et trois ans), pour que les nouveaux points de vente atteignent leur plein potentiel ;
- > l'absence de fermeture de magasins, l'ensemble des nouveaux points de vente étant par ailleurs supposés atteindre un niveau de rentabilité cible élevé⁹⁴ ;
- > l'essor rapide des ventes de nouveaux produits sous licence qui représenteraient des activités à coûts associés nuls, étant précisé que la Direction du Groupe anticipe dès à présent un possible décalage dans le développement de cette activité par rapport au Plan d'Affaires Révisé ;
- > le succès du partenariat visant le développement d'hôtels et de résidences de luxe sous la marque Baccarat ;
- > la capacité du Groupe à obtenir les financements nécessaires à la réalisation de ce programme de développement en sus du financement du plan prévisionnel sur le Périmètre Historique ;
- > plus généralement, l'absence d'incident de nature à affecter la rentabilité de ces nouveaux projets ou à retarder le calendrier de démarrage des Nouvelles Activités.

Compte-tenu du niveau de risque attaché aux flux prévisionnels des Nouvelles Activités, nous avons retenu une prime de risque spécifique complémentaire comprise entre 0% et 5% par rapport au taux d'actualisation utilisé pour le Périmètre Historique.

Sur cette base, le taux d'actualisation applicable aux flux des Nouvelles Activités a été estimé comme suit entre 10,2% et 15,2%⁹⁵ :

Taux d'actualisation	Min	Max
Taux d'actualisation Périmètre Historique	10,2%	10,2%
Prime de risque complémentaire	0,0%	5,0%
Taux d'actualisation Nouvelles Activités	10,2%	15,2%

Source : Banque de France, Bloomberg, Ledouble

(iii) Périmètre consolidé

Aux bornes du Groupe, les paramètres d'actualisation retenus :

- > extériorisent un poids significatif des Nouvelles Activités dans la valeur d'entreprise totale ;

⁹⁴ Comparativement à la moyenne des taux de marge observés sur le parc de magasins actuel du Groupe.

⁹⁵ Compte-tenu du risque attaché aux flux prévisionnels de trésorerie des Nouvelles Activités, nous considérons que le taux d'actualisation applicable à ce périmètre est à rapprocher des objectifs de Taux de Rendement Interne (TRI) utilisés par les fonds de capital investissement pour la sélection de leurs projets d'investissement.

- conduisent, en flux normatif⁹⁶, à un taux de rendement prévisionnel⁹⁷ sensiblement supérieur au taux d'actualisation moyen⁹⁸. Ce constat nous conduit à considérer que notre évaluation de l'Action en DCF traduit pleinement le potentiel de création de valeur dont les actionnaires de la Société pourraient bénéficier en cas de réalisation du Plan d'Affaires Révisé⁹⁹.

3.5.1.4. Taux de croissance perpétuelle

La valeur terminale a été déterminée en tablant sur un taux de croissance moyen pondéré à l'infini (taux de croissance perpétuelle) de 2 %, en lien avec les prévisions d'inflation à long terme¹⁰⁰ des principales zones géographiques dans lesquelles le Groupe est implanté.

3.5.1.5. Synthèse de la valorisation DCF¹⁰¹

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur de l'Action aux variations¹⁰² des taux d'actualisation retenus respectivement pour le Périmètre Historique et les Nouvelles Activités :

Sensibilité de la valeur de l'Action aux taux d'actualisation (€)					
Nouvelles Activités	Périmètre Historique				
	+100pb	+50pb	0 pb	-50 pb	-100 pb
+250pb	149,4	156,3	164,1	173,0	183,0
+125pb	163,2	170,2	178,0	186,8	196,9
0pb	180,7	187,6	195,4	204,2	214,3
-125pb	203,1	210,0	217,8	226,7	236,7
-250pb	232,8	239,8	247,6	256,4	266,5

L'évaluation intrinsèque de l'Action repose sur :

- une croissance soutenue du Périmètre Historique, à la fois en termes de chiffre d'affaires et de marge ;
- le développement accéléré de Nouvelles Activités, subordonné entre autres à la capacité de financement du Groupe.

⁹⁶ Le flux normatif désigne le flux prévisionnel de trésorerie déterminé à l'issue de l'Horizon Explicite, sous-tendant le calcul de la valeur terminale.

⁹⁷ Rendement des capitaux employés usuellement désigné en anglais par le terme *Return On Capital Employed* (ROCE).

⁹⁸ Différentiel de l'ordre de 280 points de base entre le taux d'actualisation central moyen (11,5%) et le taux de rendement prévisionnel des capitaux employés (14,3%).

⁹⁹ En théorie financière, le ROCE est réputé converger à long terme vers le coût du capital. Un ROCE supérieur au coût du capital implique que l'entreprise est capable de conserver une rente perpétuelle (profitabilité équivalente à celle des comparables pour un niveau d'investissement moindre ou profitabilité supérieure pour un niveau d'investissement équivalent). Ce constat traduit le caractère volontariste du Plan d'Affaires Révisé.

¹⁰⁰ Source : FMI, « [Etudes économiques et financières, perspectives de l'économie mondiale](#) », avril 2018.

¹⁰¹ La comparaison des méthodes de valorisation intrinsèque mises en œuvre respectivement par Ledouble et l'Établissement Présentateur est présentée *infra* (§ 5.3). À titre de recoupement, nous avons également examiné l'approche retenue par un cabinet mandaté par un ou plusieurs actionnaire(s) minoritaire(s) dont les titres sont visés par l'Offre. N'ayant pas été mandaté par la Société, ce cabinet n'a pas eu accès aux informations qui nous ont été transmises par la Direction, et a construit son propre scénario prévisionnel, qui table entre autres sur une croissance annuelle moyenne (CAGR) de la marge d'EBITDA prévisionnelle de l'ordre de 13% sur les 10 prochaines années (2019^e-2028^e). Il retient par ailleurs un coût du capital de l'ordre de 9% que nous considérons trop faible par rapport au risque de réalisation dudit scénario.

¹⁰² Variations exprimées en points de base (« pb »).

L'application de primes de risque spécifique pour l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie est justifiée par le caractère volontariste du Plan d'Affaires Révisé qui affiche une croissance de la marge d'EBITDA supérieure à 250% sur l'Horizon Explicite.

La valeur centrale de l'Action dans nos analyses de sensibilité se situe à **195,4 €**.

En excluant la valeur potentielle des Nouvelles Activités, et en l'absence de prime de risque spécifique sur le Périmètre Historique¹⁰³, soit un taux d'actualisation de 8,2%¹⁰⁴, la valeur centrale de l'Action ressortirait à environ **136,8 €** :

Sensibilité de la valeur de l'Action - Périmètre Historique (€)					
Croissance perpétuelle	Taux d'actualisation Périmètre Historique				
	+100pb	+50pb	0 pb	-50 pb	-100 pb
-50pb	105,9	116,4	128,4	142,4	159,0
-25pb	108,7	119,7	132,4	147,3	165,0
0pb	111,7	123,3	136,8	152,7	171,7
+25pb	114,9	127,1	141,5	158,5	179,0
+50pb	118,3	131,3	146,6	164,9	187,1

3.5.2. Valorisation analogique par les comparables boursiers

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation analogique de l'Action par référence aux multiples d'excédent brut d'exploitation (EBITDA) et de résultat d'exploitation (EBIT) d'un panel de comparables boursiers (les « Comparables Boursiers »).

3.5.2.1. Modalités de calcul des multiples de valeur d'entreprise (VE)

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser le Groupe selon le seul critère de volume d'activité sans tenir compte du critère de rentabilité d'exploitation ;
- de résultat net (PER), car les PER conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière et du différentiel de taux d'imposition applicable.

Nous avons ainsi examiné les multiples médians VE / EBITDA et VE / EBIT ressortant des consensus de marché disponibles pour les Comparables Boursiers sur la période 2018-2019¹⁰⁵.

Pour déterminer les multiples de chacune des sociétés comparables, nous nous sommes référés :

- à leur capitalisation boursière en moyenne 3 mois ; l'endettement net financier (ou le cas échéant la trésorerie nette comptable) s'intercale entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;
- aux estimations d'EBITDA et d'EBIT issues des consensus d'analystes.

¹⁰³ Malgré le caractère volontariste du Plan Prévisionnel Révisé dont le risque de réalisation n'est dès lors pas pris en compte.

¹⁰⁴ Taux d'actualisation calculé hors prime de risque spécifique de 2% destinée à couvrir le risque de réalisation au regard de prévisions volontaristes (§ 3.5.1.3 (i)).

¹⁰⁵ Nous avons recalendarié les multiples observés pour les sociétés Tiffany & Co et Richemont, dont les dates de clôture comptable sont décalées par rapport à l'année civile.

3.5.2.2. Composition de l'échantillon de comparables boursiers ¹⁰⁶

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à Baccarat réunissant des caractéristiques parfaitement identiques en termes d'activité, de taille, de taux de marge d'exploitation, de zone d'implantation et de répartition des actifs.

En considérant les critères de secteur d'activité, de taux de marge et de perspectives de croissance, nous avons constitué un panel étendu composé de plusieurs sociétés cotées évoluant dans les arts de la table, la joaillerie et le luxe en général.

Notre échantillon de Comparables Boursiers est détaillé en **Annexe 7**. Nous présentons, ci-après, leurs capitalisations boursières moyennes 3 mois :

Capitalisation boursière 3 mois (Md€)		
Baccarat*	France	0,2
Churchill	Royaume-Uni	0,1
Portmeirion	Royaume-Uni	0,1
Lalique	Suisse	0,2
Villeroy & Boch	Allemagne	0,5
Tiffany & Co	Etats-Unis	13,3
Richemont	Suisse	44,1
Hermès	France	58,9
Kering	France	61,5
LVMH	France	149,5

* sur la base du CMPV 3 mois au 18 mai 2017

Source : Bloomberg

L'examen du profil des Comparables Boursiers, comparativement à Baccarat, appelle de notre part les commentaires suivants :

- les Comparables Boursiers disposant d'un portefeuille de marques à forte notoriété (Hermès, LVMH, Tiffany & Co, Lalique), affichent les multiples parmi les plus élevés au sein de notre échantillon (**Annexe 7**) ;
- Baccarat est de taille modeste par rapport aux Comparables Boursiers. Au sein de notre échantillon, les groupes de plus grande taille extériorisent comparativement des multiples plus élevés¹⁰⁷. Ce constat justifierait l'emploi d'une décote de taille que nous n'avons pas appliquée afin de maximiser les valeurs obtenues selon la méthode d'évaluation analogique par les multiples boursiers ;

¹⁰⁶ La comparaison des échantillons de comparables boursiers construits respectivement par Ledouble et l'Établissement Présentateur est présentée *infra* (§ 5.4). À titre de recoupement, nous avons également examiné les comparables retenus par le cabinet mandaté par un ou plusieurs actionnaire(s) minoritaire(s) dont les titres sont visés par l'Offre. Ce cabinet a intégré dans son panel les sociétés Vista Alegre Atlantis (Portugal), S.T. Dupont (France) et La Opala RG (Inde). Nous avons exclu ces sociétés qui, de notre point de vue, présentent un suivi insuffisant pour fiabiliser le consensus de marché. Nous précisons en outre que l'activité arts de la table et les marques de luxe ont bien été intégrées dans notre échantillon de Comparables Boursiers (**Annexe 7**).

¹⁰⁷ À l'exception de l'action Lalique qui extériorise des multiples élevés, dans un contexte d'introduction récente sur la bourse suisse SIX Swiss Exchange. Le titre Lalique présente par ailleurs une faible liquidité et un suivi limité à notre connaissance à un seul broker. Nous avons toutefois intégré ce comparable à notre échantillon compte-tenu de la notoriété de la marque Lalique, bien que les résultats de ce groupe soient aujourd'hui majoritairement issus de ses activités de fabrication de parfums et de cosmétiques.

- bien que le nombre de Comparables Boursiers soit insuffisant pour tirer des conclusions sur un plan statistique, nous observons un lien entre, d'une part, les multiples de valeur d'entreprise et, d'autre part, les perspectives de croissance et le niveau de rentabilité d'exploitation. À ce titre, les perspectives de croissance du Groupe identifiées par la Direction sont comparativement plus élevées que celles anticipées par les analystes pour les Comparables Boursiers ; *a contrario*, le niveau de marge du Groupe est sensiblement inférieur à celui des Comparables Boursiers. Nous considérons par conséquent que l'application des multiples médians d'EBITDA et d'EBIT des Comparables Boursiers aux agrégats prévisionnels de Baccarat¹⁰⁸ est pertinente.

3.5.2.3. Synthèse de la valeur par les comparables boursiers

Nous avons exclu toute décote qui pourrait trouver à s'appliquer au regard de la taille de certaines sociétés composant notre échantillon de comparables ; nos résultats intègrent en outre la valeur des déficits reportables de Baccarat, estimée en valeur actualisée à 11,1 M€ (§ 3.1.5).

La valeur analogique de l'Action s'inscrit ainsi dans une fourchette de valeurs comprises :

- entre 178,9 € et 179,6 €, soit une valeur centrale de 179,2 €, sur la base des multiples VE / EBITDA ;
- entre 90,3 € et 107,2 €, soit une valeur centrale de 98,7 €, sur la base des multiples VE / EBIT.

Nous privilégions dans notre analyse les multiples VE / EBITDA, qui extériorisent le maximum de valeur et reflètent le plein potentiel de valeur de Baccarat, puisque non affectés par la politique prévisionnelle d'investissement nécessaire au développement du Groupe.

3.5.3. Valorisation analogique par les transactions comparables¹⁰⁹

Nous avons également valorisé l'Action par référence aux transactions récentes intervenues dans les secteurs des arts de la table, de la joaillerie et du luxe en général (les « Transactions Comparables »).

¹⁰⁸ Agrégats issus du Plan d'Affaires Révisé.

¹⁰⁹ L'examen comparé de la valorisation analogique réalisée respectivement par Ledouble et l'Établissement Présentateur, par référence aux transactions comparables, est présenté *infra* (§ 5.5). À titre de recoupement, nous avons également examiné les transactions comparables retenues par le cabinet mandaté par un ou plusieurs actionnaire(s) minoritaire(s) dont les titres sont visés par l'Offre. Celui-ci a intégré dans son panel les transactions suivantes :

- 4 transactions sur le capital des sociétés Fiskars Finland (2007), Fiskars Denmark (2012) et Lalique (2008 et 2010) ; outre l'antériorité de ces opérations (2007 à 2010), nous notons que pour trois d'entre elles, les données publiques disponibles n'ont pas permis à ce cabinet d'extérioriser des multiples d'EBITDA, sur lesquels se fonde pourtant son analyse ;
- 2 transactions sur le capital des sociétés chinoises Guangdong Songfa Ceramics et Anhui Deli Household Glass. Ces transactions minoritaires, annoncées en 2018, concernent des sociétés cotées dont nous considérons que le marché, le positionnement et les zones d'implantation sont trop éloignés de ceux du Groupe ; elles font en outre ressortir des valeurs de multiples extrêmes compris entre 25 et 64 fois l'EBITDA historique, introduisant un biais significatif sur le calcul des multiples moyens et médians. Par ailleurs, les cours de bourse de ces sociétés sont en forte décroissance en 2018 ; nous aboutissons à des multiples sensiblement différents de ceux calculés par ce cabinet en nous référant aux données de marché disponibles à ce jour. Au vu de l'ensemble de ces constats, nous considérons que ces multiples ne peuvent être retenus dans la valorisation du Groupe par les Transactions Comparables ;
- 1 transaction sur le capital de la société WMF ; cette opération, réalisée en 2016, est relative au rachat par le groupe SEB du groupe WMF, réputé notamment sur le marché des machines professionnelles à café,

Nous avons employé une méthode similaire à celle développée dans l'évaluation par les multiples boursiers (§ 3.5.2), en privilégiant pour les mêmes raisons les multiples implicites de VE / EBITDA détaillés en **Annexe 8**. Afin d'extérioriser le maximum de valeur, nous avons également tenu compte de la valeur actuelle des déficits reportables dont dispose le Groupe, à hauteur de 11,1 M€.

La valeur analogique de l'Action par référence aux multiples transactionnels est comprise entre 197,5 € et 247,0 €, respectivement avec et sans retraitement de la prime de contrôle¹¹⁰ :

M€	Avec prime de contrôle	Sans prime de contrôle
Multiple médian VE/EBITDA	15,1 x	12,0 x
EBITDA 2017	13,5	13,5
Valeur d'entreprise	203,5	162,4
Dette nette	(9,5)	(9,5)
Valeur des déficits reportables	11,1	11,1
Valeur des capitaux propres	205,2	164,0
Nombre d'actions (M)	830 713	830 713
Valeur de l'Action	247,0 €	197,5 €

Source : Mergermarket, Ledouble

La valeur de l'Action ressort selon cette méthode, en valeur centrale, à 222,2 €.

3.5.4. Actif Net Réévalué (ANR)

À titre de recoupement, nous avons procédé à l'estimation de l'ANR du Groupe, consistant à déterminer séparément la juste valeur de ses différents actifs et engagements.

À l'issue de notre examen du patrimoine du Groupe, nous relevons que :

- la marque Baccarat, développée en interne, constitue le principal actif dont la juste valeur ne figure pas au bilan ;
- depuis le 1^{er} janvier 2016, certaines pièces de prestige sont classées à l'actif du bilan en immobilisations corporelles et amorties sur une durée de 30 ans. Nous avons retenu, pour le calcul de l'ANR, le coût de reconstitution de l'ensemble de la collection (la « **Collection Baccarat** »), sensiblement supérieur à sa valeur nette comptable¹¹¹, étant précisé que :
 - à la différence d'autres acteurs du luxe, Baccarat n'a historiquement pas consacré les moyens nécessaires au « contrôle » de la distribution de ses produits sur le marché ;

où Baccarat n'est pas présent. La prise en compte de cette transaction ne remettrait toutefois pas en cause les résultats de notre valorisation analogique par les Transactions comparables.

¹¹⁰ D'après l'analyse longitudinale intitulée « Primes de contrôle » menée en 2018 par PwC sur une décennie et à l'échelle européenne (acquisition de blocs d'actions de sociétés cotées sur la base de 2.046 transactions réalisées au cours des dix dernières années sur des cibles en Europe de l'Ouest), les primes payées par les acquéreurs pour acquérir des blocs de contrôle s'élèvent en moyenne à 27% et s'échelonnent de 17% pour un capital visé jusqu'à 33,33%, à 39% pour un capital visé de 90% à 100%.

¹¹¹ Le coût de reconstitution total a été estimé à 17 M€, contre une valeur nette comptable de l'ordre de 1 M€.

- la cession de l'ensemble de la Collection Baccarat irait à l'encontre de la volonté historique du Groupe d'assurer la transmission de son savoir-faire. La conservation des pièces de la collection permet notamment la réédition de certaines pièces à partir des « pièces témoins » ;
 - la Collection Baccarat contribue au prestige et à la valeur de la marque Baccarat que nous valorisons de manière distincte ;
 - la Société n'a pas à ce jour l'intention de céder cette collection ;
 - les pièces sont en principe toutes rééditables, justifiant ainsi de retenir le coût de reconstitution de la Collection Baccarat¹¹² ;
- le Groupe n'est pas propriétaire de magasins en propre mais uniquement locataire. Les droits au bail des boutiques comptabilisés à son bilan ne sont pas amortis, mais font l'objet le cas échéant d'une provision pour dépréciation lorsque leur valeur nette comptable est supérieure à leur valeur vénale à la clôture de l'exercice. Par construction, les droits au bail sont déjà intégrés dans l'actif net comptable du Groupe et n'ont donc pas été réévalués ;
 - le patrimoine immobilier du Groupe, hors site de production de la manufacture, est exclusivement constitué d'immeubles et de terrains situés dans la ville de Baccarat. Nous n'avons pas procédé à la réévaluation de ce patrimoine, étant précisé que :
 - une partie de ces biens est indirectement allouée à l'exploitation¹¹³,
 - la valeur de marché de ces biens est non significative compte-tenu de leur proximité avec la manufacture et/ou des investissements conséquents qui seraient nécessaires pour leur remise en état et leur vente¹¹⁴ ;
 - la provision pour risques environnementaux figurant au bilan est destinée à couvrir les risques et dépenses futurs qui résulteraient notamment d'opérations de dépollution ou de prévention menées sur le site de l'usine (§ 2.3.3.5). Le risque maximum estimé par un cabinet externe mandaté par le Groupe en 2017 est supérieur au montant provisionné. Nous n'avons toutefois pas réajusté le montant de la provision, celle-ci correspondant à la meilleure estimation par la Direction de la valeur actuelle des engagements futurs.

Afin d'évaluer la marque Baccarat, nous avons privilégié la méthode des surprofits¹¹⁵, habituellement utilisée pour valoriser les actifs incorporels. La valeur de la marque est ainsi estimée par actualisation des surprofits¹¹⁶ attribuables exclusivement à la détention de l'actif incorporel. Nous avons retenu les principales hypothèses et paramètres suivants :

- un coût des capitaux employés estimé à partir du taux d'actualisation pondéré par les poids respectifs du Périmètre Historique et des Nouvelles Activités ;

¹¹² Correspondant également à la valeur utilisée en interne par le Groupe en matière d'assurance.

¹¹³ Certains des biens immobiliers sont occupés par des employés du Groupe.

¹¹⁴ Il n'a pas été prévu d'investissements pour remise en état dans le Plan d'Affaires Révisé alors même que ces actifs n'ont pas été rénovés récemment.

¹¹⁵ Nous avons écarté la méthode des redevances qui consiste à estimer la valeur « locative » de la marque. La mise en œuvre de cette méthode requiert de déterminer le chiffre d'affaires qui pourrait être réalisé par le(s) titulaire(s) de la licence ainsi que les taux de redevance qui varient de manière sensible en fonction de la nature des produits commercialisés et de la répartition des coûts d'entretien de la marque, entre son propriétaire et l'exploitant de la licence de marque.

¹¹⁶ Les surprofits sont calculés par différence entre les flux prévisionnels et le coût des capitaux employés.

- > une quote-part de surprofits attribuable à la marque Baccarat comprise entre 50% et 70%, traduisant la forte notoriété de la marque et correspondant toutefois selon nous à un haut de fourchette compte-tenu des autres facteurs clés de succès contribuant également de manière significative à la valeur du Groupe (capital humain, savoir-faire, capacité de la Direction à identifier les futurs points de vente, qualité des produits, partenariats...);
- > afin de maximiser la valeur de la marque, seuls les excédents de revenus ont été pris en compte¹¹⁷ ;
- > les surprofits attribuables à la marque ont été actualisés au taux moyen des autres actifs détenus par le Groupe, bien qu'il soit d'usage de tenir compte d'une prime spécifique, l'espérance de rendement généré par un actif incorporel étant par nature plus aléatoire.

Sur cette base, la valeur brute de la marque ressort dans une fourchette de valeurs comprises entre **90,1 M€** et **107,6 M€**, en fonction des variations croisées du taux d'actualisation des surprofits et de la quote-part des surprofits attribuable à la marque :

Valeur de la marque (M€)					
Taux actualisation	Quote-part des surprofits attribuables à la marque				
	50%	55%	60%	65%	70%
-100 pb	113,8	115,0	116,2	117,5	118,7
-50 pb	104,7	105,7	106,6	107,6	108,5
+0 pb	96,7	97,4	98,1	98,8	99,5
+50 pb	89,6	90,1	90,6	91,0	91,5
+100 pb	83,3	83,5	83,8	84,1	84,4

Notre estimation est peu sensible à la quote-part des surprofits attribuables à la marque, en raison du poids significatif des revenus de licences figurant dans le Plan d'Affaires Révisé, affectés en totalité à la valeur de la marque.

Afin d'aboutir à l'Actif Net Réévalué, nous avons :

- > ajouté la valeur actuelle des déficits reportables (§ 3.1.5) ;
- > déduit l'impôt théorique au taux de 25,8% qui résulterait de la cession de la marque et des pièces de prestige.

¹¹⁷ À court-moyen terme, le différentiel entre les rendements prévisionnels et le coût des capitaux employés est négatif.

L'Actif Net Réévalué ressort ainsi, en valeur centrale, à **178,2 €** par Action :

M€	30-juin-18
Capitaux propres part du Groupe	52,5
Estimation de la valeur de la marque	98,1
(-) Estimation de l'impact fiscal	(25,3)
Réévaluation de la Marque	72,8
Estimation du coût de reconstitution de la Collection Baccarat	17,0
(-) Valeur nette comptable au 30 juin 2018	(1,1)
(-) Estimation de l'impact fiscal	(4,1)
Réévaluation de la Collection Baccarat	11,8
Valeur réelle des déficits reportables	11,0
Actif Net Réévalué (M€)	148,1
Nombre d'actions (M)	830,7
Valeur de l'Action (€)	178,2 €

Source : Baccarat, Ledouble

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur par Action en faisant varier les paramètres d'évaluation de la marque, principal actif ayant fait l'objet d'une réévaluation :

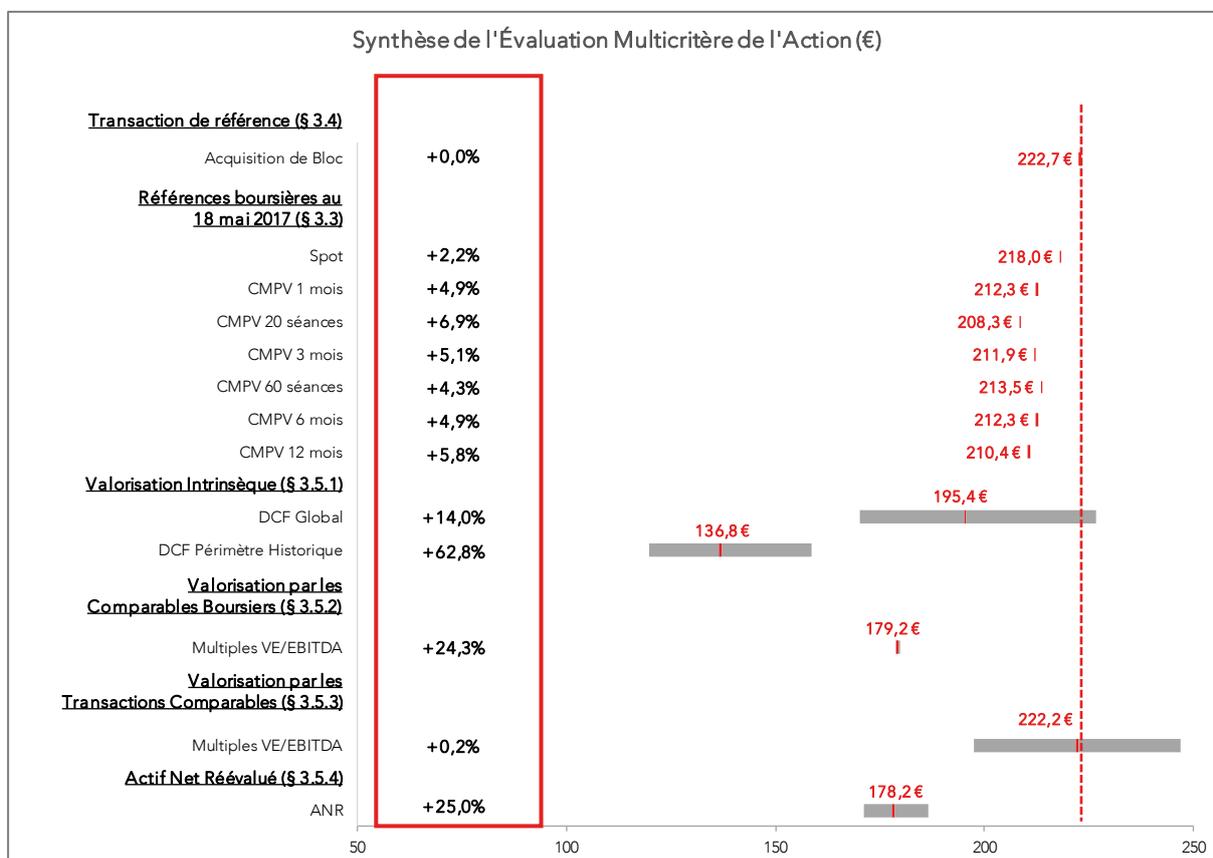
Actif Net Réévalué (€ / Action)					
Taux actualisation	Quote-part des surprofits attribuables à la marque				
	50%	55%	60%	65%	70%
-100 pb	192,2	193,3	194,4	195,5	196,6
-50 pb	184,1	185,0	185,8	186,7	187,5
+0 pb	177,0	177,6	178,2	178,8	179,5
+50 pb	170,6	171,1	171,5	171,9	172,3
+100 pb	165,0	165,2	165,5	165,7	166,0

3.5.5. Manifestations d'intérêt antérieures à l'Opération

La Direction nous a confirmé l'absence de manifestations d'intérêt récentes de la part d'investisseurs, antérieures à l'Opération à des conditions plus avantageuses, en vue de l'acquisition des titres de la Société ou de ses filiales.

3.6. Synthèse de l'Évaluation Multicritère et appréciation des primes induites par le Prix d'Offre

Les valeurs obtenues à l'issue de notre Évaluation Multicritère sont résumées dans le tableau ci-dessous, mentionnant le niveau de prime induit par le Prix d'Offre de 222,7 €, sur l'ensemble des critères d'évaluation que nous avons retenus :



À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous notons que :

- > l'Offre propose aux actionnaires de la Société une fenêtre de liquidité à un prix identique à celui retenu pour une transaction portant sur 88,8% du capital de la Société ;
- > le Prix d'Offre extériorise une prime sur les valeurs médianes ressortant de l'ensemble de nos critères d'évaluation.

4. Analyse des Accords Connexes

Sur la base du projet de note d'information établie par l'Initiateur, de note en réponse de la Société, et des informations qui nous ont été transmises dans le cadre de la Mission, nous avons identifié les opérations et accords suivants susceptibles d'avoir une incidence sur le Prix d'Offre (les « **Accords Connexes** »).

4.1. Acquisition de Bloc

Nous avons pris connaissance du corpus juridique relatif à l'Acquisition de Bloc composé :

- des lettres adressées par l'Initiateur à la banque d'affaires mandatée pour organiser les enchères dans le cadre du processus de négociation, constitutives d'offres indicatives et non-engageantes, d'une part¹¹⁸, et engageantes, d'autre part¹¹⁹ ;
- de la promesse irrévocable d'achat et des accords y afférents¹²⁰, faite par FFC¹²¹ en vue de l'Acquisition de Bloc et du refinancement par l'Initiateur des prêts historiquement octroyés à la Société par SDL Investments ;
- du contrat de cession d'actions (SPA¹²²), ayant fait l'objet de trois avenants en dates respectivement du 1^{er} février 2018¹²³, du 11 avril 2018¹²⁴ et du 4 juin 2018¹²⁵.

Nous rappelons que l'Acquisition de Bloc a été réalisée à un prix unitaire par Action identique au Prix d'Offre, sans complément de prix possible.

4.2. Accord conclu avec Daniela Riccardi

Dans le cadre de l'Acquisition de Bloc, FFC et Daniela Riccardi ont conclu le 1^{er} juin 2017 un accord de principe sur le maintien de Daniela Riccardi comme Directeur Général de la Société et les conditions financières de ce mandat.

¹¹⁸ *Indicative and non-binding Offer*, en date du 16 janvier 2017.

¹¹⁹ Successivement :

- *Binding Offer* (30 mars 2017) ;
- *Best and Final Binding Offer* (26 avril 2017).

¹²⁰ Accords conclus le 1^{er} juin 2017 prévoyant la réalisation de la promesse irrévocable d'achat :

- *Put option agreement among SDL Investments I S.à.r.l., BCAT Holdings L.L.C. and CP Crystal Luxco S.à.r.l. and New Anchor Limited* ;
- *Deposit escrow agreement among SDL Investments I S.à.r.l., BCAT Holdings L.L.C. and CP Crystal Luxco S.à.r.l., New Anchor Limited and Maître Edouard Mourgue-Molines*.

¹²¹ Par l'intermédiaire de la société New Anchor Limited.

¹²² *Share Purchase Agreement, among SDL Investments I S.à.r.l., BCAT Holdings L.L.C. and CP Crystal Luxco S.à.r.l. and Fortune Legend Limited S.à.r.l.* (19 octobre 2017).

¹²³ *Amendment to Share Purchase Agreement, among SDL Investments I S.à.r.l., BCAT Holdings L.L.C. and CP Crystal Luxco S.à.r.l. and Fortune Legend Limited* (1^{er} février 2018).

¹²⁴ *Amendment n°2 to Share Purchase Agreement, among SDL Investments I S.à.r.l., BCAT Holdings L.L.C. and CP Crystal Luxco S.à.r.l. and Fortune Legend Limited* (11 avril 2018).

¹²⁵ *Amendment n°3 to Share Purchase Agreement, among SDL Investments I S.à.r.l., BCAT Holdings L.L.C. and CP Crystal Luxco S.à.r.l. and Fortune Legend Limited* (4 juin 2018).

Postérieurement à l'Acquisition de Bloc et au renouvellement des fonctions de Daniela Riccardi en tant que Directeur Général de la Société pour une durée indéterminée, le Conseil d'Administration réuni le 20 juin 2018 a approuvé ces nouvelles modalités de rémunération dont le détail a été rendu public dans le communiqué du 25 juin 2018¹²⁶.

Nous avons pris connaissance des principaux termes et conditions¹²⁷ de la rémunération et des avantages de toute nature dont l'attribution est envisagée à Daniela Riccardi et à certains *managers* identifiés comme « clés » par la Direction (les « **Managers Clés** »). Nous notons que l'accord conclu le 1^{er} juin 2017 conduit à une hausse de la rémunération du Directeur Général.

Nous rappelons toutefois que :

- à ce jour, Daniela Riccardi n'est pas actionnaire de la Société ;
- la détermination de la rémunération du Directeur Général relève de la compétence et de la responsabilité du Conseil d'Administration, qui se prononce sur avis du comité des rémunérations.

4.3. Refinancement par l'Initiateur des prêts SDL Investments

Préalablement à l'Opération, SDL Investments I S.à.r.l. disposait à l'encontre de la Société de créances issues de la cession en février 2015 par Starwood Capital Group de Groupe du Louvre au Groupe Jing Jiang¹²⁸ :

- créance d'un montant total de 22,4 M€¹²⁹ correspondant à un prêt relais qui avait été consenti à la Société dans le cadre de l'opération susvisée ;
- créance d'un montant total d'environ 5,2 M€¹³⁰, acquise par SDL Investments I S.à.r.l. auprès de Groupe du Louvre dans le cadre de l'opération susvisée.

Nous avons pris connaissance de l'accord¹³¹ conclu dans le contexte de l'Acquisition de Bloc et ayant pour objet le refinancement par FFC des prêts octroyés à la Société par SDL Investments pour un montant total de 27,6 M€.

Nous relevons que :

- les prêts ont été repris par FFC pour leur valeur nominale, correspondant à la somme des montants en principal et des intérêts courus non échus ;
- la société SDL Investments s'est engagée à lever l'ensemble des sûretés qui lui avaient été octroyées en garantie de la créance de 22,4 M€.

¹²⁶ « Publication des éléments de rémunération du Directeur Général de Baccarat effectuée en application du Code AFEP-MEDEF de Gouvernement d'Entreprise des sociétés cotées de novembre 2016 et des engagements pris par la Société au bénéfice du Directeur Général en application de l'article L 225-42-1 du Code de Commerce ».

¹²⁷ Ayant fait l'objet d'un *termsheet* « *Allure – Management Package Term Sheet* », signé par Daniela Riccardi et New Anchor Limited le 1^{er} juin 2017.

¹²⁸ Cession réalisée au travers de Star SDL Investment, filiale de Starwood Capital.

¹²⁹ 22.416.908,27 €, dont un montant en principal égal à 22.260.000 € et des intérêts courus non payés pour un montant de 156.908,27 €.

¹³⁰ 5.162.140,81 €, dont un montant en principal égal à 5.137.344,56 € et des intérêts courus non payés pour un montant de 24.796,25 €.

¹³¹ *Loan assignment agreement between SDL Investments I S.à.r.l. and Fortune Legend Limited S.à.r.l. and Baccarat S.A.* (20 juin 2018).

Par ailleurs, la Direction nous a confirmé que le refinancement des prêts n'a pas eu de conséquence pour le Groupe sur un plan financier¹³².

4.4. Amendement du contrat de licence de marque

Compte-tenu du changement de contrôle résultant de l'Acquisition de Bloc, la Société (propriétaire de la marque Baccarat) et SH Baccarat License Holdings (titulaire de la licence, filiale du groupe Starwood) sont convenues de coopérer dans le cadre d'un partenariat basé, entre autres, sur une co-exclusivité mondiale pour le *sourcing* et le développement d'hôtels et de résidences de luxe sous la marque Baccarat.

Nous avons pris connaissance du projet d'avenant à la convention de licence de marque¹³³, formalisant les conditions nouvelles de ce partenariat.

Sur le plan financier, la convention ainsi amendée devrait permettre au Groupe de diversifier les revenus de ses activités et d'accélérer son développement, tel que prévu dans le Plan d'Affaires Révisé.

Nous relevons par ailleurs que les taux de redevance (*royalties*) versée par le licencié à la Société sur les revenus des chambres des hôtels sous licence, ainsi que la durée de l'accord, restent inchangés par rapport à la convention en vigueur précédemment.

4.5. Synthèse

Les Accords Connexes se résument :

- à l'Acquisition de Bloc réalisée à un prix unitaire par Action identique au Prix d'Offre ;
- à un accord prévoyant la rémunération susceptible d'être accordée à Daniela Riccardi et aux Managers Clés ;
- au refinancement par l'Initiateur des prêts consentis par SDL Investments à la Société ;
- à l'avenant au contrat de licence de marque ayant notamment pour objet de définir et d'encadrer les droits de licence relatifs à la gestion et à l'exploitation d'hôtels et de résidences de luxe sous la marque Baccarat. L'examen de cet avenant ne nous a pas permis d'identifier de clause inhabituelle susceptible de porter atteinte aux intérêts des actionnaires.

En synthèse, nous n'avons pas identifié dans les Accords Connexes de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre.

¹³² En particulier s'agissant du coût de la dette, des garanties concédées et des engagements pris.

¹³³ Projet d'avenant approuvé par le Conseil d'Administration le 6 septembre 2018. Nous avons examiné ce projet au regard des conditions précédemment en vigueur de la convention telle que modifiée par le 6^{ème} avenant (autorisé par le Conseil d'Administration du 28 janvier 2015).

5. Analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur

Nous avons examiné la restitution des travaux d'évaluation réalisés par Société Générale. Les méthodes d'évaluation que nous avons mises en œuvre sont globalement comparables à celles de l'Établissement Présentateur. Il ressort toutefois de la comparaison des travaux de valorisation respectifs les principaux points suivants.

5.1. Endettement net financier

Nous présentons, ci-après, les principaux écarts d'endettement net financier entre Ledouble en méthode DCF¹³⁴ et l'Établissement Présentateur :

Comparaison de l'endettement net financier	
M€	juin-18
Ledouble	17,1
Risques environnementaux	10,7
Autres provisions	2,7
Déficits reportables	(6,7)
Créances fiscales	(4,2)
Établissement Présentateur	19,4

L'examen comparé de la construction de l'endettement net financier appelle de notre part les commentaires suivants :

> Risques environnementaux

- sur la base d'un rapport d'expert diligenté par l'Initiateur, l'Établissement Présentateur a ajusté la Valeur d'Entreprise à la baisse à concurrence de 12,1 M€ au titre des risques environnementaux appréciés en valeur nominale *i.e.* avant prise en compte de l'effet d'actualisation qui pourrait résulter du calendrier de décaissement des sommes correspondantes ;
- nous avons retenu la provision comptabilisée dans le projet de comptes consolidés au 30 juin 2018 pour un montant de 1,4 M€ (§ 2.3.3.5) ;
- soit un écart de 10,7 M€ par rapport à l'Établissement Présentateur.

> Provisions au titre des litiges « amiante »

- les écarts sur les « autres provisions » concernent essentiellement les litiges « amiante ». L'incidence de ces litiges est appréhendée *via* l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie inclus dans le Plan d'Affaires Révisé¹³⁵ ; elle affecte donc dans notre modélisation la Valeur d'Entreprise et non pas l'endettement net financier ;
- l'Établissement Présentateur a traité le risque afférent en endettement net financier, dans le passage de la Valeur d'Entreprise aux capitaux propres, pour un montant de 2,8 M€. Nous avons par ailleurs pris en compte les risques liés aux autres litiges pour 0,1 M€ ;

¹³⁴ À la différence de Ledouble, l'Établissement Présentateur n'a pas différencié les éléments de passage entre la Valeur d'Entreprise et la valeur des capitaux propres en fonction des méthodes d'évaluation.

¹³⁵ La Valeur d'Entreprise calculée par Ledouble selon la méthode DCF intègre en conséquence le risque financier lié à ces litiges.

- soit un écart total de 2,7 M€ par rapport à l'Établissement Présentateur. Cet écart, essentiellement lié aux choix de présentation, n'a pas d'incidence notable sur les estimations respectives de la valeur de l'Action.

> Valeur des déficits reportables

- l'Établissement Présentateur a intégré dans l'endettement net financier son estimation de la valeur actuelle des déficits reportables du Groupe à hauteur de 6,7 M€ ;
- nous avons modélisé la consommation des déficits reportables à partir des flux prévisionnels de trésorerie supportant notre approche DCF¹³⁶.

> Créances fiscales

- l'Établissement Présentateur a majoré la Valeur d'Entreprise de créances fiscales dont dispose le Groupe au 30 juin 2018 ;
- l'essentiel de ces créances se rattachent au Crédit d'Impôt pour la Compétitivité et l'Emploi (CICE). Nous avons modélisé l'apurement de ces créances *via* la variation de BFR du Plan d'Affaires Révisé¹³⁷ concourant à la formation de la Valeur d'Entreprise ;
- l'écart de 4,2 M€ qui en résulte dans la présentation de l'endettement net financier, essentiellement lié aux choix de présentation, n'a pas d'incidence notable sur les estimations respectives de la valeur de l'Action.

5.2. Références boursières

L'Établissement Présentateur a retenu comme dates de référence :

- > le 18 mai 2017, clôture non affectée par les rumeurs relatives à l'Opération ;
- > le 1^{er} juin 2017, dernière clôture précédant l'annonce de l'Opération ;
- > le 29 octobre 2018, clôture récente antérieure au dépôt de l'Offre.

Nous avons privilégié pour notre analyse du cours de bourse la référence au 18 mai 2017, non biaisée par les rumeurs liées à l'Opération. À titre d'information, nous avons également (i) procédé à l'analyse du cours de bourse au 1^{er} juin 2017 et (ii) suivi les évolutions du cours de l'Action jusqu'à la date de remise de notre Rapport.

Nos analyses du cours de l'Action sont équivalentes à celles réalisées par l'Établissement Présentateur. Les écarts constatés au niveau des CMPV résultent des méthodes de calcul, l'Établissement Présentateur et Ledouble ayant respectivement effectué les calculs à partir des cours de clôture et des cours moyens intra-journaliers.

5.3. Valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie

L'examen comparé de l'application de la méthode DCF met en exergue les principales différences suivantes :

¹³⁶ Notre modélisation conduit à une valeur actuelle implicite des déficits reportables égale à 11,1 M€.

¹³⁷ La Valeur d'Entreprise calculée par Ledouble selon la méthode DCF intègre en conséquence la valeur liée à ces créances.

- L'Établissement Présentateur a réalisé ses travaux d'évaluation à partir de projections dégradées par rapport à celles que nous avons exploitées, reflétant le point de vue de l'Initiateur quant aux perspectives de croissance de Baccarat en approche *stand alone*. Nous observons notamment que :
 - le chiffre d'affaires prévisionnel modélisé par l'Établissement Présentateur est proche du chiffre d'affaires prévisionnel du Périmètre Historique hors Activités Nouvelles du Plan d'Affaires Révisé ;
 - à l'issue de l'Horizon Explicite, le taux de marge d'EBITDA prévisionnel du Plan d'Affaires Révisé est supérieur d'environ 300 points de base par rapport à celui retenu par l'Établissement Présentateur.
- Compte tenu des prévisions plus prudentes de l'Établissement Présentateur, ce dernier a retenu un taux d'actualisation unique de 8,0%, proche du coût du capital *i.e.* hors primes spécifiques que nous utilisons pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie¹³⁸.

In fine, ces différences méthodologiques n'ont pas d'incidence significative sur la valeur de l'Action, les paramètres d'actualisation retenus respectivement par l'Établissement Présentateur et Ledouble ayant été ajustés en fonction du niveau de risque attaché aux flux prévisionnels de trésorerie modélisés de part et d'autre.

5.4. Valorisation analogique par les comparables boursiers

L'Établissement Présentateur, comme Ledouble, a privilégié les multiples d'EBITDA.

L'Établissement Présentateur a retenu un large panel de comparables boursiers composé de deux échantillons distinguant, d'une part, des acteurs *leaders* sur leur marché¹³⁹ et, d'autre part, des sociétés intervenant sur les marchés de l'art de vivre¹⁴⁰. Les panels de comparables construits respectivement par l'Établissement Présentateur et Ledouble se recoupent partiellement. À titre d'information, nous avons écarté les sociétés Fiskars, Prada, RH et Swatch dont le positionnement et/ou les marchés visés nous ont paru éloignés de ceux de Baccarat. *A contrario*, certains de nos Comparables Boursiers ne font pas partie du panel de l'Établissement Présentateur¹⁴¹.

Les différences relevées au niveau (i) de la composition de nos échantillons respectifs et (ii) des agrégats prévisionnels auxquels les multiples médian et moyen sont appliqués¹⁴², n'ont pas d'incidence significative sur nos résultats de valorisation analogique respectifs. Nous aboutissons toutefois à des valeurs par Action supérieures à celles de l'Établissement Présentateur compte-tenu des différentiels d'endettement net financier retenus de part et d'autre¹⁴³.

¹³⁸ Nos taux d'actualisation sont basés sur un coût du capital avant prise en compte de toute prime de risque spécifique de 8,2%.

¹³⁹ Échantillon désigné par l'Établissement Présentateur sous le terme « *Global champions* », regroupant notamment des groupes positionnés sur les segments de la mode et de la bijouterie.

¹⁴⁰ Échantillon désigné par l'Établissement Présentateur sous le terme « *Living & gifting* ».

¹⁴¹ Churchill et Portmeiron.

¹⁴² À la différence de l'Établissement Présentateur qui a privilégié les multiples moyens, nous avons retenu les multiples médians.

¹⁴³ Nous majorons la VE d'un montant de 1,6 M€ correspondant à notre estimation de la valeur actuelle des déficits reportables (11,1 M€) diminuée de l'endettement net financier que nous retenons en méthode analogique (9,5 M€). L'Établissement Présentateur, qui ne différencie pas l'endettement net financier en évaluation intrinsèque et celui en évaluation analogique, minore quant à lui la VE à concurrence de 19,4 M€ (§ 5.1), soit un écart de 21,0 M€ représentant environ 25 € par Action.

5.5. Valorisation analogique par les transactions comparables

L'examen comparé de la valorisation analogique par les transactions comparables appelle de notre part les commentaires suivants :

- les transactions analysées respectivement par l'Établissement Présentateur et Ledouble se recoupent en partie. Nous nous sommes limités à la période d'observation 2014-2018, l'Établissement Présentateur ayant quant à lui retenu des transactions intervenues depuis 2013 ;
- à la différence de l'Établissement Présentateur, nous avons corrigé les multiples observés de l'incidence des primes de contrôle.

5.6. Référence à l'Actif Net Réévalué

L'Établissement Présentateur a écarté la méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR), que nous avons mise en œuvre à titre de recoupement.

5.7. Synthèse sur la valorisation de l'Action

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux de l'Établissement Présentateur est exposée ci-après¹⁴⁴ :

€ / Action	Section	Ledouble			Prime / (décote)	Établissement Présentateur			Prime / (décote)
		Min	Centrale	Max		Min	Centrale	Max	
Prix d'Offre			222,7				222,7		
Aquisition de Bloc	§ 3.4.		222,7		-		222,7		-
Cours au 18 mai 2017	§ 3.3.								
Spot		-	218,0	-	2,2%	-	218,0	-	2,2%
Moyenne pondérée 1 mois		-	208,3	-	6,9%	-	n.c.	-	n.c.
Moyenne pondérée 20 séances		-	212,3	-	4,9%	-	n.c.	-	n.c.
Moyenne pondérée 3 mois		-	211,9	-	5,1%	-	n.c.	-	n.c.
Moyenne pondérée 60 séances		-	213,5	-	4,3%	-	n.c.	-	n.c.
Moyenne pondérée 6 mois		-	212,3	-	4,9%	-	n.c.	-	n.c.
Moyenne pondérée 12 mois		-	210,4	-	5,8%	-	n.c.	-	n.c.
Cours au 1er juin 2017	§ 3.3.								
Spot		-	259,7	-	(14,3%)	-	259,9	-	(14,3%)
Moyenne pondérée 1 mois		-	235,7	-	(5,5%)	-	237,0	-	(6,0%)
Moyenne pondérée 20 séances		-	235,1	-	(5,3%)	-	n.c.	-	n.c.
Moyenne pondérée 3 mois		-	220,3	-	1,1%	-	n.c.	-	0,8%
Moyenne pondérée 60 séances		-	213,5	-	4,3%	-	n.c.	-	n.c.
Moyenne pondérée 6 mois		-	218,1	-	2,1%	-	219,9	-	1,3%
Moyenne pondérée 12 mois		-	213,7	-	4,2%	-	215,1	-	3,5%
Approche intrinsèque	§ 3.5.1.								
DCF Global		170,2	195,4	226,7	14,0%	167,1	208,2	215,9	7,0%
DCF Périmètre Historique		119,7	136,8	158,5	62,8%	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
Multiples boursiers	§ 3.5.2.								
VE / EBITDA		178,9	179,2	179,6	24,3%	149,4	151,3 (*)	153,2	47,2%
Transactions comparables	§ 3.5.3.								
VE / EBITDA		197,5	222,2	247,0	0,2%	232,7	234,8 (*)	236,9	(5,2%)
Actif net réévalué	§ 3.5.4.								
ANR		171,1	178,2	186,7	25,0%	n.c.	n.c.		n.c.

(*) Moyenne non présentée dans la synthèse des éléments d'appréciation de l'Établissement Présentateur

¹⁴⁴ Les primes / (décotes) implicites affichées dans le tableau de synthèse présenté *supra* sont calculées par rapport aux valeurs centrales issues des différentes méthodes d'évaluation.

6. Conclusion

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action et dans le contexte de la présente opération où l'Initiateur a exclu la possibilité de procéder à l'issue de l'Offre à un retrait obligatoire du titre Baccarat de la cote, nous sommes d'avis que le Prix d'Offre de 222,7 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Baccarat souhaitant apporter leurs titres à l'Offre.

Nous n'avons pas relevé dans les Accords Connexes de disposition susceptible de porter préjudice aux intérêts des actionnaires minoritaires dont les titres sont visés par l'Offre.

Paris, le 9 novembre 2018

LEDOUBLE SAS

Agnès PINIOT

Sébastien SANCHO

ANNEXES

- Programme de travail et rémunération de Ledouble Annexe 1
- Principales étapes de l'expertise Annexe 2
- Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble Annexe 3
- Principales sources d'information exploitées Annexe 4
- Composition de l'équipe Ledouble Annexe 5
- Liste des expertises financières récentes réalisées par Ledouble Annexe 6
- Comparables boursiers Annexe 7
- Transactions comparables Annexe 8

ANNEXE 1 : PROGRAMME DE TRAVAIL ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE

- **Travaux préliminaires et prise de connaissance**
 - Revue de presse
 - Analyse des communiqués de presse
 - Recherches documentaires
 - Analyse de l'Opération et de son cadre juridique
 - Étude de marché et du positionnement de Baccarat
 - Examen de l'évolution historique de la cotation des actions Baccarat
 - Analyse des Accords Connexes

- **Travaux de valorisation**
 - Revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants de la Société au cours des derniers exercices
 - Revue des *Vendor Due Diligence* réalisées pour le compte de la Société, portant sur ses réalisations historiques et prévisionnelles
 - Recherches d'informations sectorielles et financières dans nos bases de données
 - Requêtes documentaires et exploitation des réponses de la Direction et des Conseils
 - Analyse détaillée du Plan d'Affaires Initial et du Plan d'Affaires Révisé et modélisation DCF
 - Constitution d'un panel de sociétés comparables et recherche de transactions comparables
 - Valorisation de la marque Baccarat et détermination de l'Actif Net Réévalué
 - Évaluation multicritère de l'Action

- **Élaboration du Rapport**
 - Administration et supervision de la Mission
 - Réunions et entretiens téléphoniques
 - Rédaction du Rapport présenté au Comité Ad Hoc le 9 novembre 2018 et au Conseil d'Administration le 12 novembre 2018
 - Soumission d'une lettre d'affirmation à la Direction

- **Rémunération**
 - Le montant des honoraires de Ledouble dans le cadre de l'établissement du Rapport s'établit à 150.000 € hors taxes.

ANNEXE 2 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE

- > **Juin – juillet 2017**
 - Désignation de l'expert indépendant par le Conseil d'Administration
 - Réunions avec la Direction et les Conseils
 - Prise de connaissance des informations publiques relatives à la Société et à l'Initiateur
 - Examen du corpus juridique de l'Opération
 - Requêtes documentaires
 - Ouverture d'une *data room*
- > **Août – septembre 2017**
 - Requêtes documentaires complémentaires
 - Travaux d'évaluation multicritère sur la base du Plan d'Affaires Initial
 - Contacts avec la Direction, les Conseils et l'Établissement Présentateur
- > **Octobre – novembre 2017**
 - Rédaction d'un projet de Rapport
 - Contacts avec la Direction, les Conseils et l'Établissement Présentateur
- > **Décembre 2017 – janvier 2018**
 - Échanges avec la Direction et les Conseils sur l'évolution du calendrier
 - Actualisation des travaux d'évaluation avec les dernières données de marché disponibles
- > **Février – juin 2018**
 - Échanges avec la Direction et les Conseils sur l'évolution du calendrier
 - Veille du marché et suivi des dernières réalisations de la Société au titre du premier semestre 2018
- > **Juillet 2018**
 - Confirmation de la désignation de Ledouble en tant qu'expert indépendant par le Conseil d'Administration
 - Requêtes documentaires complémentaires
 - Obtention et revue du Plan d'Affaires Révisé
 - Actualisation des travaux d'évaluation sur la base du Plan d'Affaires Révisé
- > **Août 2018**
 - Finalisation des travaux d'évaluation
 - Analyse des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'Établissement Présentateur
 - Communication du projet de note d'information de l'Initiateur
 - Actualisation du projet de Rapport
 - Contacts avec la Direction, les Conseils et l'Établissement Présentateur

ANNEXE 2 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE (SUITE)

> Septembre 2018

- Mise à jour des requêtes documentaires et obtention des dernières informations demandées
- Visite de la manufacture de Baccarat
- Entretiens avec la Direction et l'Initiateur
- Échanges avec le Comité Ad Hoc¹⁴⁵ sur l'étendue de la Mission, les modalités de sa mise en œuvre et les méthodes retenues pour procéder à l'évaluation de l'Action Baccarat
- Communication du projet actualisé de note d'information de l'Initiateur et des éléments d'appréciation du Prix d'Offre
- Communication du projet de note d'information en réponse de la Société
- Présentation du projet de Rapport au Comité Ad Hoc le 21 septembre 2018
- Rencontre du représentant légal d'un ou de plusieurs actionnaire(s) minoritaire(s) dont les titres sont visés par l'Offre et du cabinet mandaté pour la réalisation d'un rapport d'évaluation de Baccarat

▪ Octobre 2018

- Obtention de la version finale des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'Établissement Présentateur
- Rencontre de l'actionnaire minoritaire Allan Green
- Actualisation du projet de Rapport

▪ Novembre 2018

- Communication du dernier projet de note d'information de l'Initiateur et des éléments d'appréciation du Prix d'Offre
- Communication du dernier projet de note d'information en réponse de la Société
- Présentation du Rapport finalisé au Comité Ad Hoc
- Réception des lettres d'affirmations
- Remise du Rapport et de l'Attestation d'Équité en vue de l'émission de l'avis motivé du Conseil d'Administration

¹⁴⁵ Constitué au sein du Conseil d'Administration d'administrateurs indépendants en charge du suivi de nos travaux.

ANNEXE 3 : LISTE DES PERSONNES RENCONTRÉES ET/OU CONTACTÉES PAR LEDOUBLE

> Baccarat

- Daniela Riccardi Directeur Général
- Pascale Amiel Directrice Financière
- Jocelyn-Daniel Caufour Directeur des Opérations
- Adèle Calise Directrice Global Marketing et Communication
- Michaela Lerch Conservateur - Directrice du Service Patrimoine
- Bruno Baranger Directeur Manufacture

> Comité Ad Hoc

- Margareth Henriquez
- Laurence Nicolas
- Florence Soriat

> Fortune Fountain Capital Limited

- Jack Sun (Zhen Sun) Président

> Conseils des Cédants

Davis Polk & Wardwell

- Jacques Naguet-Radiguet Associé

Messier Maris & Associés

- Pierre Boschin Directeur
- Léa Ronez Analyste

> Conseils de la Société

Accuracy

- Jean-Romain Gotteland Associé
- Jacques Roy Associate
- Guillaume Ruse Analyst

Darros Villey Maillot Brochier A.A.R.P.I.

- Emmanuel Brochier Associé
- Laurent Gautier Associé

ANNEXE 3 : LISTE DES PERSONNES RENCONTRÉES ET/OU CONTACTÉES PAR LEDOUBLE (SUITE)

> Conseils de l'Initiateur

Clifford Chance

- Aline Cardin Partner

> Établissement Présentateur

Société Générale

- Alexandre Courbon Managing Director
- Patrick Aquilina Associate
- Lin Xinglu M&A Analyst

> Actionnaire minoritaire et tiers intervenus pour le compte d'actionnaire(s) minoritaire(s)

Actionnaire minoritaire

- Allan Green

Arago Avocats

- Hervé Catteau Associé

Détroyat Associés

- Philippe Leroy Associé

ANNEXE 4 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

> Documentation relative à l'Opération

Documentation juridique

- Procès-verbal du Conseil d'Administration du 22 juin 2017¹⁴⁶
- Projet de procès-verbal du Conseil d'Administration du 23 juillet 2018¹⁴⁷
- *Corpus* juridique lié aux opérations et accords connexes détaillé dans le Rapport (§ 4)
- Avis du Comité Central d'Entreprise de la Société ainsi que des organisations syndicales y siégeant quant au projet de reprise de leur entreprise
- Projet de note d'information de la société Fortune Legend Limited relative au projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Baccarat
- Projet de note d'information établie par Baccarat en réponse au projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de Baccarat initiée par Fortune Legend Limited

Informations financières

- Communiqués de presse de Baccarat relatifs à l'Acquisition de Bloc et à l'Offre
- *Vendor due Diligence* réalisées par le conseil financier de la Société
- Travaux d'évaluation de l'Établissement Présentateur

> Documentation sociale de Baccarat

- Statuts
- Registre des actionnaires
- État des privilèges et des nantissements
- État des contentieux
- Procès-verbaux du Conseil d'Administration (2015 à 2018)
- Procès-verbaux des Assemblées Générales (2015 à 2018)

> Documentation comptable et financière

- Rapports financiers semestriels et annuels (2013 à 2018)
- Communiqués sur les comptes, les résultats et le chiffre d'affaires (2013 à 2018)
- Communiqués au titre de l'obligation d'information permanente (2013 à 2018)
- Cadrage des budgets et des réalisations sur les derniers exercices
- Bilan consolidé détaillé au 30 juin 2018
- Ventilation des déficits fiscaux au 30 juin 2018
- Plan d'Affaires Initial et Plan d'Affaires Révisé

¹⁴⁶ Désignation de l'expert indépendant.

¹⁴⁷ Confirmation de notre désignation et nomination du Comité Ad Hoc.

ANNEXE 4 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (SUITE)

> Travaux réalisés par des tiers

- Rapport d'expert sur les obligations du Groupe en matière d'environnement, de santé et de sécurité (2017)
- Expertises indépendantes antérieures portant sur l'évaluation du Groupe (2012, 2015)
- Travaux d'évaluation de la marque Baccarat (2008, 2011, 2013)
- Valorisation de Baccarat par un cabinet mandaté par un ou plusieurs actionnaire(s) minoritaire(s) (août 2018)

> Bases de données

- Bloomberg
- Mergermarket
- Xerfi 7000

> Études et articles de presse¹⁴⁸

- Bain & Company (2017), *Luxury Goods Worldwide Market study, fall-winter 2017*. [En ligne] <http://www.bain.com/publications/articles/luxury-goods-worldwide-market-study-fall-winter-2017.aspx>
- Bain & Company (2018), *Global personal luxury goods market expected to grow by 6-8 percent to €276-281b in 2018*. [En ligne], <https://www.bain.com/about/media-center/press-releases/2018/bain-spring-luxury-report-2018/>
- Deloitte (2018), *Global Powers of Luxury Goods 2018*. [En ligne], <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/at/Documents/consumer-business/deloitte-global-powers-of-luxury-goods-2018.pdf>
- Euromonitor International (2017), *What the Data Tells Us About Travel and Tourism in 2018*, septembre. [En ligne], <https://blog.euromonitor.com/2017/09/travel-2018-data-tells-us.html>
- FMI (2018), *Perspectives de l'économie mondiale*, avril. [En ligne], <https://www.imf.org/fr/Publications/WEO/Issues/2018/03/20/world-economic-outlook-april-2018>
- Organisation mondiale du tourisme (2018), *Les résultats 2017 du tourisme international au plus haut des sept dernières années*, janvier.
- Organisation mondiale du tourisme (2018), *Les résultats des premiers mois 2018 sont supérieurs aux attentes*, avril.
- Reuters (2017), *Le fonds Starwood pourrait vendre Baccarat à un chinois*, mai. [En ligne], <https://fr.reuters.com/article/businessNews/idFRKCN18F11Y-OFBBS>
- Xerfi (2018), *L'industrie des arts de la table*, février.
- Xerfi (2017), *Global luxury hotel industry*, juillet.
- Xerfi (2017), *Global luxury*, mai.

¹⁴⁸ Références du 9 novembre 2018.

ANNEXE 5 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyse financière indépendante effectuées dans ce domaine sur la période la plus récente (2013 à 2018) figurent en **Annexe 6**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, de la Société Française des Évaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

Les membres de l'équipe Ledouble conduisent régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation :

- **Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble**
 - Expert-comptable et commissaire aux comptes
 - Expert auprès de la Cour d'appel de Paris
 - MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
 - Membre de l'APEI et de la SFEV
 - Membre de la Commission « Évaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
 - Membre de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)

- **Sébastien SANCHO, Associé**
 - Expert-comptable et commissaire aux comptes
 - Master 225 « Finance d'entreprise et d'ingénierie financière », Université Paris IX – Dauphine, MSTCF Paris IX – Dauphine, certifié « Islamic Qualification »
 - Membre de l'APEI et de la SFEV
 - Membre de la Commission Évaluation de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)

- **Romain DELAFONT, Directeur associé**
 - Master 225 « Finance d'entreprise et d'ingénierie financière » de l'Université Paris IX – Dauphine
 - Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion
 - Membre de la SFEV

ANNEXE 5 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE (SUITE)

> Edouard HAYOT, Responsable de mission

- Neoma Business School – Master Grande Ecole, spécialisé en Finance d'Entreprise
- Membre de la SFEV

> Marjory BRUCHON, Responsable de mission

- IAE Grenoble – Master Finance d'entreprise et des Marchés
- *Passed Chartered Financial Analyst (CFA) Level III*

--

> Olivier CRETTE, Associé

Revue indépendante

Olivier Crette n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l'expertise indépendante ; il est intervenu au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l'article 2 de l'instruction AMF n°[2006-08](#)

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre du Comité directeur de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission Évaluation de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)

ANNEXE 6 : LISTE DES EXPERTISES FINANCIÈRES RÉCENTES RÉALISÉES PAR LEDOUBLE

Année	Société	Etablissement présentateur
2018	Aufeminin (2)	Rothschild
2018	Direct Energie	Lazard Frères Banque, Société Générale CIB
2018	Altamir	CA-CIB
2018	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2018	Business & Decision	Portzamparc - Groupe BNP Paribas
2018	Aufeminin	Rothschild
2018	A2micile	Swiss Life Banque Privée
2017	Assystem	CA-CIB, BNP Paribas, Société Générale
2017	CGG	*
2017	Eurosic	Deutsche Bank, Natixis
2017	Etam Développement	Natixis, Rothschild
2016	Radiall	Oddo Corporate Finance
2016	Octo Technology	Société Générale
2016	Maurel et Prom	Crédit Agricole
2016	Tronics Microsystems	Kepler Cheuvreux
2016	Medtech	BNP Paribas
2016	Cegid	Natixis
2016	Technofan	Banque Degroof Petercam France
2016	Cegereal	JP Morgan
2015	Leguide.com	Natixis
2015	Norbert Dentressangle	Morgan Stanley
2015	Latécoère	*
2015	Linedata Services	Banque Degroof, HSBC, Natixis
2015	Euro Disney SCA	BNP Paribas
2014	Euro Disney SCA	*
2014	Siic de Paris	Natixis
2014	Bull	Rothschild
2013	Global Graphics	**
2013	Sam	Société Générale
2013	Etam	Natixis
2013	Tesfran	Oddo Corporate Finance
2013	Monceau Fleurs	Omega Capital Market
2013	Sical	Arkeon Finance
2013	Auto Escape	Portzamparc
2013	Klémurs	Morgan Stanley
2013	Foncière Sépric	Crédit Agricole CIB
2013	Elixens	Banque Palatine

* : Augmentation de capital réservée - article 261-2 ou 261-3 du règlement général de l'AMF.

** : Transfert de siège au Royaume-Uni.

ANNEXE 7 : COMPARABLES BOURSIERS

Société	Nationalité	Description	Place de cotation principale
Churchill	Britannique	Churchill fabrique de la vaisselle en céramique et la distribue sur les marchés de la vaisselle ménagère et hôtelière. La société fournit de la poterie vitrifiée à des distributeurs de vaisselle hôtelière au UK et l'exporte vers l'Amérique du Nord et l'Europe du Sud. Elle fournit aussi des produits de vaisselle ménagère au Royaume-Uni et à l'étranger.	London Stock Exchange
Portmeirion	Britannique	Portmeirion Group, fabricant de céramique, offre une gamme de vaisselle, moules, ustensiles et cadeaux.	London Stock Exchange
Lalique	Française	Lalique Group est un acteur de niche dans la création, le développement, la commercialisation et la distribution mondiale de produits de luxe. Ses domaines d'activité s'étendent à la parfumerie, aux cosmétiques, à la cristallerie, aux bijoux, au mobilier exclusif et accessoires d'intérieur, ainsi qu'aux arts, à la gastronomie et à l'hôtellerie.	SIX Swiss Exchange
Villeroy & Boch	Allemande	Villeroy & Boch conçoit et fabrique des produits en céramique et porcelaine pour les marchés résidentiels et commerciaux. Elle crée et vend également de la vaisselle, du verre et des accessoires de cuisine.	Xetra ETF
Tiffany & Co	Américaine	Tiffany & Co. exploite des magasins de bijoux et fabrique des produits par le biais de ses filiales. La société exploite des magasins de vente au détail en Amérique, en Asie-Pacifique, au Japon, en Europe et dans les Emirats arabes unis, et a également des activités dans la vente directe au moyen d'opérations Internet, de catalogues et de cadeaux commerciaux.	New York Stock Exchange
Richemont	Suisse	La Compagnie Financière Richemont et ses filiales fabriquent et vendent des produits de luxe. La société produit des bijoux, des montres, des articles en cuir, des stylos ainsi que des vêtements pour hommes et femmes.	SIX Swiss Exchange Europe
Hermès	Française	Hermès International conçoit, fabrique et distribue des vêtements et accessoires vestimentaires de luxe. Dans sa chaîne de boutiques de même dénomination, Hermès vend des vêtements pour hommes et femmes, de la maroquinerie, des foulards, cravates, gants, chapeaux, chaussures et bijoux ainsi que des parfums, montres et articles de papeterie.	Euronext Paris
Kering	Française	Kering crée, fabrique et commercialise des articles de mode et en cuir. La société est spécialisée dans le prêt-à-porter, les articles de sport, les chaussures, les bijoux et les montres.	Euronext Paris
LVMH	Française	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE est un groupe diversifié d'articles de luxe. La société produit et vend du vin et du cognac ainsi que des parfums, des cosmétiques, des bagages, des montres et des bijoux.	Euronext Paris

Source : Bloomberg

ANNEXE 7 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS (SUITE)

Société	Croissance CA		Marge EBITDA		Marge EBIT		VE/EBITDA		VE/EBIT	
	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e
Churchill	4%	5%	18%	18%	15%	15%	12,1 x	11,4 x	14,8 x	13,7 x
Portmeirion	3%	4%	13%	14%	11%	12%	11,5 x	10,7 x	13,5 x	12,6 x
Lalique	3%	4%	11%	13%	6%	7%	19,5 x	16,8 x	38,6 x	29,9 x
Villeroy & Boch	3%	3%	9%	9%	6%	6%	5,7 x	5,3 x	8,5 x	8,1 x
Tiffany & Co	10%	5%	23%	24%	18%	19%	11,6 x	10,5 x	14,7 x	13,2 x
Richemont	26%	9%	22%	23%	17%	18%	10,5 x	9,3 x	13,3 x	11,7 x
Hermès	7%	8%	38%	38%	34%	34%	22,6 x	20,9 x	25,3 x	23,4 x
Kering	(13%)	11%	32%	33%	29%	29%	13,9 x	12,3 x	15,7 x	13,9 x
LVMH	10%	7%	26%	26%	21%	21%	12,1 x	11,2 x	14,7 x	13,6 x
Médiane	4%	5%	22%	23%	17%	18%	12,1x	11,2x	14,7x	13,6x

Source : Bloomberg

ANNEXE 8 : TRANSACTIONS COMPARABLES

Date	Acquéreur	Cible	VE / EBITDA
sept.-18 (*)	Michael Kors	Versace	22,0x
juil.-17	CVC Capital Partners	Breitling	16,0x
juil.-17	Michael Kors	Jimmy Choo	16,9x
mai-17	LVMH	Christian Dior Couture	15,6x
mai-17	LBO France	Vetroelite	12,4x
mars-17	Serafin Unternehmensgruppe	BHS tabletop	8,0x
nov.-16	Groupe SEB	WMF Group	13,4x
août-16	Temasek holding	Moncler	14,5x
août-16	Samsonite	Tumi	14,5x
oct.-15	Apollo / Bpifrance	Verallia	7,2x
mai-15	Varenne	Roberto Cavalli	26,4x
déc.-14	LVMH	Hermes international	20,9x
août-14	KKR	WMF Group	9,4x
janv.-14	LifeTime Brands	Thomas Plant	22,5x
Médiane			15,1x

(*) Date d'annonce. Closing attendu Q4 2019

Source : Merger Market, informations publiques

BACCARAT

Offre Publique d'Achat Simplifiée
initiée par Fortune Fountain Legend
sur les actions Baccarat

Addendum au rapport en date du 9 novembre 2018

Le présent addendum à notre rapport d'expertise en date du 9 novembre 2018 (le « **Rapport** ») est motivé par la volonté de l'expert indépendant de compléter l'annexe 3 du Rapport¹ et d'apporter ainsi des éléments de réponse à un courrier adressé à Baccarat le 20 novembre 2018 par un cabinet représentant des actionnaires minoritaires de la Société.

L'annexe susvisée fait mention, à titre indicatif et de manière non exhaustive, des principales personnes rencontrées et/ou contactées par Ledouble pour les besoins de la Mission.

À ce titre, nous précisons qu'en sus des personnes mentionnées à l'annexe 3 du Rapport, Ledouble a eu des contacts avec Monsieur Pascal Malbéqui, Directeur Général de la Compagnie Financière du Louvre et ancien administrateur de la Société.

Nous réitérons, ci-après, la conclusion formulée dans notre attestation d'équité du 9 novembre 2018.

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action et dans le contexte de la présente opération où l'Initiateur a exclu la possibilité de procéder à l'issue de l'Offre à un retrait obligatoire du titre Baccarat de la cote, nous sommes d'avis que le Prix d'Offre de 222,7 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Baccarat souhaitant apporter leurs titres à l'Offre.

Nous n'avons pas relevé dans les Accords Connexes de disposition susceptible de porter préjudice aux intérêts des actionnaires minoritaires dont les titres sont visés par l'Offre.

Paris, le 5 décembre 2018

LEDOUBLE SAS

Agnès PINIOT

Sébastien SANCHO

¹ Le présent addendum au Rapport en reprend certains termes définis dans le glossaire du Rapport (pp. 4-5).

