

ANNEXE VII

Rapport du cabinet Associés en Finance relatif à l'équité de la parité retenue dans le cadre de la Fusion



**Rapport sur l'équité de la parité de fusion proposée aux
actionnaires de Foncière des Murs et FDM Management**

Sur la base des conditions de marché de juin 2017



Sommaire

I.	Mission et moyens	3
II.	Présentation des deux sociétés Foncière des Murs et FDM Management	4
	II.A. Foncière des Murs : présentation	4
	II.B. FDM Management : présentation	14
III.	Evaluation des deux sociétés	20
	III.A. Méthodologies d'évaluation	20
	III.B. Evaluation de Foncière des Murs : méthodologie et mise en œuvre des méthodes	20
	III.C. Evaluation de FDM Management	38
IV.	Conclusions et équité de la parité de fusion envisagée	51
	IV.A. Synthèse sur la valorisation de FDM	51
	IV.B. Synthèse sur la valorisation de FDM Management.....	51
	IV.C. Synthèse sur la parité entre les actions Foncière des Murs et les actions FDM..... Management et équité	51
	IV.D. Conclusions	53
	Annexe 1 : Présentation de l'expert	55
	Annexe 2 : Présentation détaillée du modèle Trival®	58
	Trival® : modèle de coût des fonds propres	58
	Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital	60

I. Mission et moyens

Contexte

Foncière des Murs (ci-après « FDM » ou le « Groupe ») est une Société d'Investissements Immobiliers Cotée (SIIC), filiale à 50% de Foncière des Régions (ci-après « FDR »), spécialisée dans la détention et la gestion de murs d'exploitation, dans l'hôtellerie, les loisirs et les commerces.

Le Groupe a créé en 2014 FDM Management (ci-après « FDMM »), dont il détient 40,7%, dans le but d'investir dans des actifs hôteliers en Europe, en étant propriétaire tant des murs que des fonds de commerce.

Le Groupe a annoncé le 19 octobre 2017 qu'il envisageait de rapprocher les deux structures via une fusion-absorption par Foncière des Murs de FDM Management, réalisée sur la base de la parité ressortant des ANR Triple Net à fin juin 2017. A l'issue de cette opération, qui devrait être finalisée début 2018 (sous réserve de l'obtention de certaines autorisations préalables), FDM deviendra détenteur de l'intégralité du capital de FDMM, en contrepartie de l'émission de titres FDM (ci-après l'« Opération ») et Foncière des Régions, unique associé commandité de Foncière des Murs, détiendra 42% du capital de sa filiale Foncière des Murs et en gardera le contrôle.

La parité de fusion envisagée est de 9 actions Foncière des Murs pour 29 actions FDM Management, soit un ratio de 0,31 action FDM pour une action FDMM.

Mission d'Associés en Finance

Préalablement à cette Opération, FDM et FDM Management avaient sollicité Associés en Finance afin de disposer d'une expertise indépendante sur la valorisation des deux entités. Ces travaux de valorisation ont été réalisés dans le courant des mois de juin et juillet 2017, et reflètent donc les informations disponibles à cette période et les conditions de valorisation sur les marchés financiers constatées alors.

Associés en Finance a mis en œuvre une valorisation multi-critères des deux sociétés. Les valorisations ont reposé, en ce qui concerne les méthodes d'actualisation des flux prévisionnels, sur les primes de marché ressortant des modèles de valorisation d'Associés en Finance, calculées en moyenne sur trois mois à fin mai 2017. Les méthodes de valorisation par l'utilisation de multiples constatés sur des sociétés comparables ont pris en compte les cours moyens sur trois mois, arrêtés au 21 juin 2017.

Avertissement

Les informations utilisées pour la réalisation de nos travaux ont soit été fournies par Foncière des Murs, FDM Management, ou leurs conseils, soit étaient publiques.

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

Ce rapport ne constitue pas une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers.

Indépendance

Associés en Finance et ses salariés :

- N'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les Foncière des Murs ou FDM Management ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- N'ont procédé à aucune évaluation des deux Sociétés au cours des dix-huit derniers mois, susceptible d'affecter son indépendance ;
- N'ont conseillé aucune des sociétés concernées, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au titre de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois ;
- Ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de la fusion, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées, susceptible d'affecter leur indépendance ;
- Ne se sont vus confier aucune mission – autre que celle faisant l'objet de la présente Mission – par les sociétés concernées pour les mois à venir, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de la présente Mission ;

En conséquence, Associés en Finance remplit les critères d'indépendance requis pour effectuer cette Mission et confirme ne pas avoir de conflits d'intérêt et être indépendant de l'ensemble des intervenants sur ce projet de fusion.

II. Présentation des deux sociétés Foncière des Murs et FDM Management

II.A. Foncière des Murs : présentation

II.A.1. Historique, actionnariat et structure du Groupe

Historique de Foncière des Murs

La société Foncière des Murs (ci-après « FDM ») a été créée sous sa forme actuelle en 2004 sous l'égide de Foncière des Régions en fédérant des compagnies d'assurance-vie des groupes Crédit Agricole, Crédit Mutuel-CIC, et Generali. FDM est spécialisée dans la détention et l'exploitation de murs commerciaux, notamment dans le secteur de l'hôtellerie, de la restauration et des loisirs, par le biais de partenariats avec des acteurs leaders sur leur marché, partenariats qui permettent la mise en place de baux longs.

L'élargissement du portefeuille de FDM au fil du temps et la mise en place de partenariats s'accompagnent d'appels de fonds réguliers auprès de ses principaux actionnaires ou d'appels au marché financier.

Le premier partenariat de FDM a été noué fin 2004 avec le groupe Korian, un gestionnaire de maisons de retraites médicalisées. De nouveaux partenariats ont ensuite été mis en place à un rythme rapide entre 2005 et 2007 (Accor, Courtepaille, Quick, Jardiland) :

En 2005, FDM lève 297 M€ complétés par 53 M€ correspondant à des apports d'actifs. Cette levée de fonds lui permet d'acquérir 128 hôtels du groupe Accor. En 2006 et 2007, 306 M€ puis 200 M€ sont levés, ouvrant à FDM la voie à une diversification dans le secteur de la restauration avec l'acquisition de 69 restaurants Courtepaille et 99 restaurants Quick pour des montants respectifs de 108 M€ et 308 M€.

En 2010, 97 M€ sont levés, permettant à FDM d'étoffer son portefeuille d'hôtels, avec l'acquisition de 17 hôtels B&B en Allemagne, d'hôtels du groupe Accor et de 32 hôtels Campanile. En 2012, FDM réalise une augmentation de capital de 125 M€ qui précède l'acquisition de 165 hôtels B&B supplémentaires pour une valeur de 508 M€. En 2014, FDM Management (ci-après « FDM ») est créée, dont le premier portefeuille est composé de 11 actifs pour 120 M€. FDM acquiert des hôtels dans les principales métropoles européennes et les exploite, en contrat de gestion, en franchise ou en location gérance.

En 2016, FDM a poursuivi son internationalisation avec des investissements significatifs dans les grandes métropoles européennes :

- acquisition de 4 hôtels B&B en Espagne (y compris à Madrid et à Valence) pour un montant de 11,2 M€ droits inclus ;
- acquisition d'un immeuble en Allemagne, à Munich, dans le cadre d'un projet de développement d'un hôtel Meininger d'une valeur globale de 29,5 M€ ;
- acquisition de 4 hôtels B&B en vente en état futur d'avancement pour un montant de 37 M€ ;
- livraison de 2 hôtels B&B en Allemagne pour un montant de 13 M€.

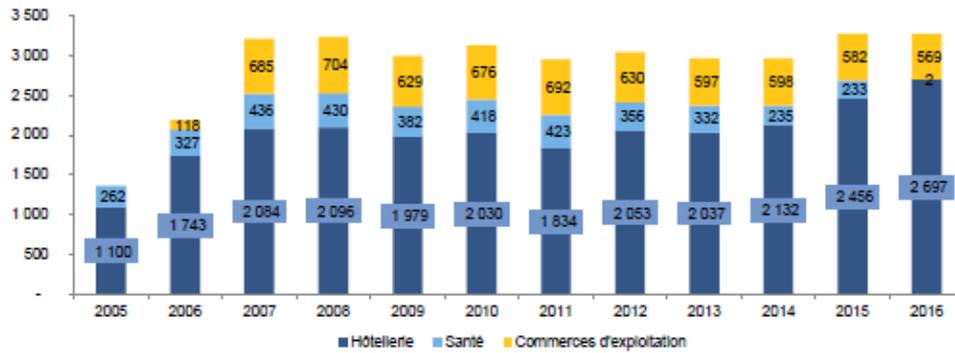
Pour permettre le recentrage de ses activités vers son activité stratégique de l'hôtellerie dans les grandes métropoles européennes, FDM a réalisé en 2016 la cession de 45 hôtels exploités par AccorHotels, principalement situés en régions, pour un montant de 362 M€. De plus, FDM a initié la vente de ses activités de santé, avec la signature d'une promesse de vente du portefeuille santé en juillet 2016, composé de 26 établissements principalement situés en régions et en Ile-de-France, pour un montant de 301 M€, et la vente d'une maison de retraite pour 2 M€ en avril 2016. A fin juin 2017, FDM a finalisé la cession de son portefeuille historique dans la santé.

En avril 2016, la Caisse des Dépôts et FDM ont signé un accord pour le lancement de la société Foncière Développement Tourisme. Ce nouveau véhicule a vocation à accroître les capacités d'hébergement au service du tourisme en France, en investissant dans les murs d'hôtels, les résidences touristiques et les centres de vacances, dans des zones touristiques dynamiques à la montagne et sur le littoral. Dans le cadre de cet accord, un bail et un contrat de promotion immobilière avec Club Med pour le développement d'un nouveau village situé à Samoëns-Morillon en Haute-Savoie a été signé en juillet 2016. L'établissement représente un investissement de 99 M€.

En mars 2017, FDM a annoncé le lancement d'une augmentation de capital en numéraire d'un montant brut d'environ 200 M€. Le produit de l'opération a pour objet de financer une partie de l'acquisition d'un portefeuille de 17 hôtels en Espagne (portefeuille dit « Roca ») pour un montant de 560 M€ droits inclus, réalisé au premier trimestre 2017.

L'évolution et la composition du patrimoine de Foncière des Murs sont présentées dans la Figure 1.

Figure 1
Evolution et composition du patrimoine de Foncière des Murs



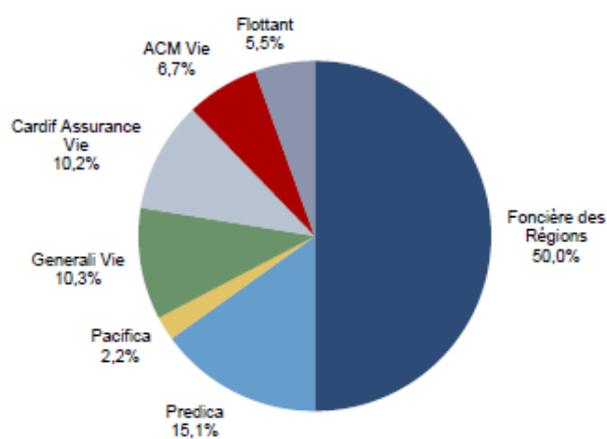
Source : FDM (patrimoine part du groupe, en valeur hors droits)

Actionnariat de FDM

Les actionnaires historiques de FDM sont Foncière des Régions et des sociétés d'assurance, notamment des filiales des groupes Crédit Agricole (Pacifica et Predica), du Crédit Mutuel-CIC (ACM Vie), BNP Paribas (Cardif Assurance Vie), et Generali.

A la fin de l'année 2011, la part de la Foncière des Régions dans l'actionnariat de FDM était de 25,9%. Foncière des Régions s'est depuis renforcée au capital de FDM, notamment en 2015 suite au rachat de 14,6% du capital à Generali et ACM Vie (filiale du Crédit Mutuel). A la fin de l'année 2015, la part de Foncière des Régions dans le capital de FDM passe ainsi à 43,1%. Elle s'établit actuellement à 50,0%. La part du capital détenu par le public est faible (5,5%), compte tenu du poids également important des autres actionnaires historiques.

Figure 2
Composition de l'actionariat de FDM au 19 mai 2017



Source : FDM

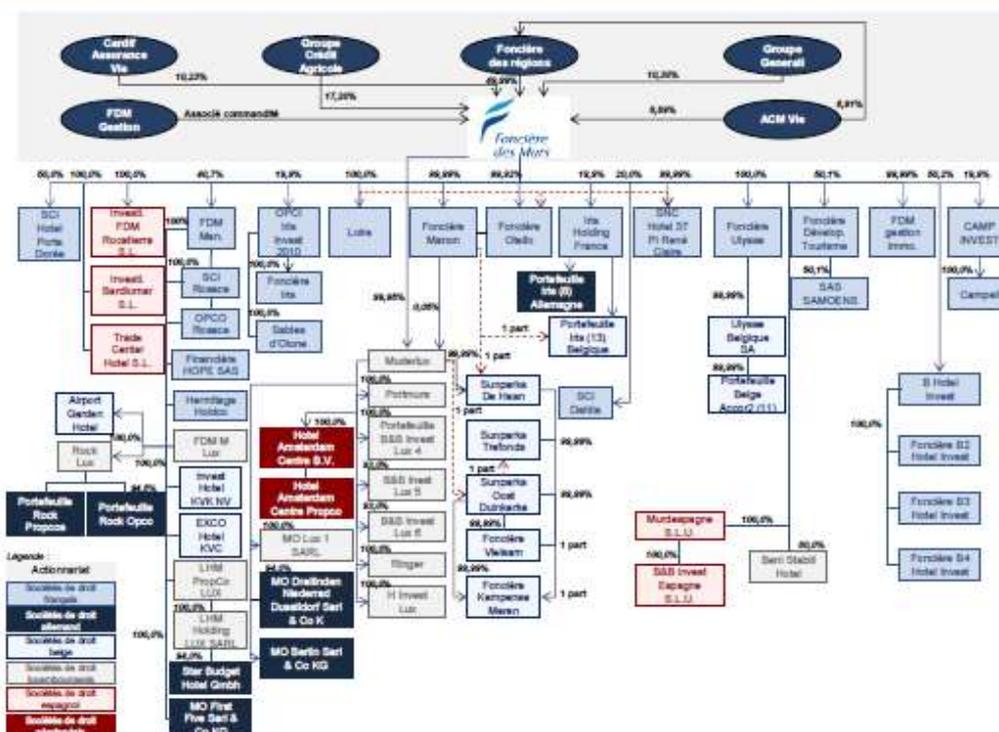
Structure du Groupe et répartition du portefeuille

FDM est propriétaire d'un patrimoine de 503 actifs valorisés au 30 juin 2017 à 3 819,9 M€ hors droits (s'y s'ajoutent 25 actifs sous promesse de vente au 30 juin pour une valeur de 89 M€). Ces actifs sont détenus en pleine propriété. Les actifs sont regroupés par portefeuilles qui correspondent aux partenariats noués au fil du temps avec les différentes enseignes de commerces ou d'hôtels.

Sur la base des conditions de marché de juin 2017

7

Figure 3
Structure du Groupe FDM



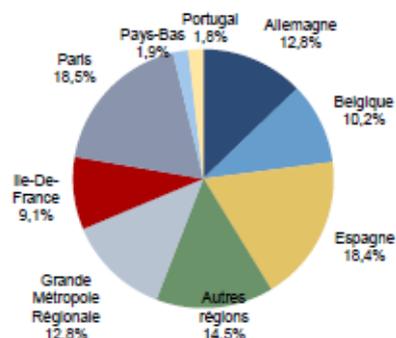
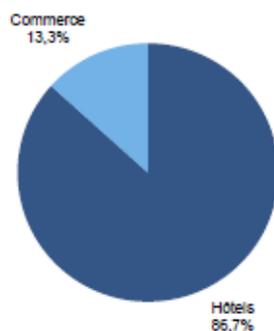
Source : FDM

Après la cession du patrimoine de santé, l'activité de FDM comporte actuellement deux pôles :

- L'activité « commerces d'exploitation » regroupe 164 actifs, estimés en juin 2017 à 508,4 M€ (hors actifs sous promesse). Ces actifs sont exploités par le groupe Quick (64 restaurants), le groupe Courtepaille (55 restaurants), et par le groupe Jardiland (45 jardineries). Ces actifs sont répartis sur l'ensemble du territoire français. En 2016 cette activité a généré des loyers de 36,9 M€ soit 20,4% des loyers perçus par le Groupe ;
- L'activité « hôtellerie » comprend 339 hôtels diversifiés, tant en termes de gammes, allant de l'Ibis Budget au Sofitel, qu'en termes géographiques, avec des hôtels situés en France, en Allemagne, en Belgique, Pays-Bas et au Portugal, et depuis 2017 en Espagne avec l'acquisition du portefeuille Roca. En juin 2017, la valeur d'expertise de l'activité hôtellerie détenue est de 3 311,5 M€ hors droits. Les loyers générés sur l'année 2016 représentaient 143,9 M€ soit 79,6% des loyers de FDM, avec un poids très significatif des actifs Accor.

Figure 4 Valeur d'expertise hors droits des hôtels par activité au 30 juin 2017

Figure 5 Valeur d'expertise hors droits des hôtels par région au 30 juin 2017



Source : FDM, hors actifs sous promesse de vente au 30 juin 2017

L'activité hôtellerie est caractérisée par deux principaux partenariats :

- Le partenariat avec le groupe AccorHotels initié en 2005, année de réalisation de la première opération d'investissement. Dans le cadre de ce partenariat, les baux sont variables et fonction du chiffre d'affaires des hôtels. Le portefeuille Accor est composé d'hôtels des marques Ibis Budget, Ibis, Ibis Style, Mercure, Novotel et Sofitel, situés en France et en Belgique. Les loyers avec AccorHotels représentent 29% des loyers totaux de Foncière des Murs au 1^{er} semestre 2017 ;
- Le partenariat avec B&B initié en 2011, dans lequel FDM détient directement ou indirectement 235 hôtels B&B, en France, en Allemagne et en Espagne. Dans le cadre de ce partenariat, des projets de développement sont régulièrement étudiés, notamment via des opérations en vente en l'état futur d'achèvement comme les 5 hôtels actuellement en cours de construction en France et en Allemagne. Les loyers sont fixes et indexés, contrairement au partenariat avec le groupe AccorHotels. Ces loyers avec B&B représentent 21% des loyers totaux de Foncière des Murs au 1^{er} semestre 2017.

FDM détient également 9 hôtels de Louvre Group en Allemagne, qui concernent le périmètre FDM, 4 résidences de loisirs SunParks (groupe Pierre et Vacances) en Belgique, 2 Clubs Med (dont 1 en développement en France et 1 au Portugal), et de 22 autres hôtels indépendants ou d'autres groupes (cf. Tableau 1).

Tableau 1
Répartition des loyers par locataire

Locataires	Loyers annualisés S1 2017	Variation à périmètre constant (à 100%, HD)
AccorHotels	53,1	29%
B&B	38,7	21%
Quick	16,9	9%
Sunparks	14,2	8%
Jardiland	13,3	7%
NH	8,8	5%
Courtepaille	6,6	4%
Barcelo	7,1	4%
Hotusa	8,2	4%
Melia	5,0	3%
Club Med	4,0	2%
Autres	8,8	5%
<i>Total Murs et Hôtels</i>	<i>184,7</i>	<i>100,0%</i>

Source : FDM

NB : HD = hors droits

II.A.2. Données opérationnelles de Foncière des Murs

Compte de résultat

Tableau 2
Evolution du résultat, en Part du Groupe¹

Nombre d'actions (hors auto-détention)	56 438 939	54 268 857	54 221 607	74 096 248	74 101 302	74 101 708
Compte de résultat (M€) en PdG	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Loyers bruts	203,6	182,5	187,3	179,0	185,4	161,6
<i>Croissance</i>		(10,4)%	2,8%	(4,4)%	3,8%	(12,8)%
Loyers nets	200,6	179,4	184,5	176,5	182,5	159,4
<i>Croissance</i>		(10,8)%	2,8%	(4,3)%	3,4%	(12,7)%
<i>Loyers nets / loyers bruts</i>	98,5%	98,3%	98,5%	98,6%	98,5%	98,8%
Coûts de fonctionnement (nets des autres revenus)	(6,2)	(5,8)	(7,7)	(8,3)	(8,6)	(6,1)
EBITDA	194,4	173,6	176,8	168,2	173,9	153,3
<i>Marge d'EBITDA sur loyers nets (%)</i>	96,9%	96,8%	95,8%	95,3%	95,3%	96,2%
Dotations nettes Amortissements et Provisions	-	(1,4)	0,2	0,3	-	0,2
Résultat opérationnel courant	194,4	172,2	177,0	168,5	173,9	153,5
<i>Marge sur loyers bruts (%)</i>	95,5%	94,4%	94,5%	94,1%	93,8%	95,0%
Coût de financement financier net	(75,3)	(65,7)	(57,6)	(52,4)	(45,9)	(39,5)
Résultat avant Impôts	119,1	106,5	119,4	116,1	128,0	114,0
Impôts courants	(0,8)	(0,2)	(1,5)	(0,5)	(2,0)	(2,6)
<i>Impôt courant en %</i>	-0,7%	-0,2%	-1,3%	-0,4%	-1,6%	-2,3%
Résultat courant après Impôt	118,3	106,3	117,9	115,6	126,0	111,4
<i>Marge courante sur loyers nets (%)</i>	58,9%	58,3%	63,8%	65,5%	68,0%	68,9%
Mise en équivalence	0,5	9,6	5,2	1,3	4,9	3,7
Autres résultats financiers	(64,8)	(55,3)	25,5	(64,7)	(1,2)	(16,3)
Résultat des cessions d'actifs	12,6	(0,5)	1,9	0,2	(3,3)	(0,9)
Ajustements de valeurs des actifs	83,0	43,7	28,2	53,6	86,2	42,1
Impôts différés	(5,4)	(4,0)	(3,5)	(8,5)	(8,3)	(17,1)
Résultat après Impôts	141,2	99,8	175,1	97,5	204,3	122,9
Résultat net des activités abandonnées						66,1
Résultat net	141,2	99,8	175,1	97,5	204,3	189,0
Résultat net récurrent (RNR)	120,8	112,6	123,9	120,0	133,0	137,9
<i>Croissance</i>		(6,8)%	8,8%	(3,1)%	10,8%	3,7%
<i>RNR par action (non ajusté)</i>	2,14	1,70	1,93	1,62	1,79	1,86
Dividendes (payés l'année suivante, en M€)	84,7	95,3	99,5	114,8	114,9	229,7
Dividende par action	1,50	1,50	1,55	1,55	1,55	3,10
<i>Taux de distribution du RNR</i>	70,1%	85,4%	88,3%	85,7%	88,4%	168,8%

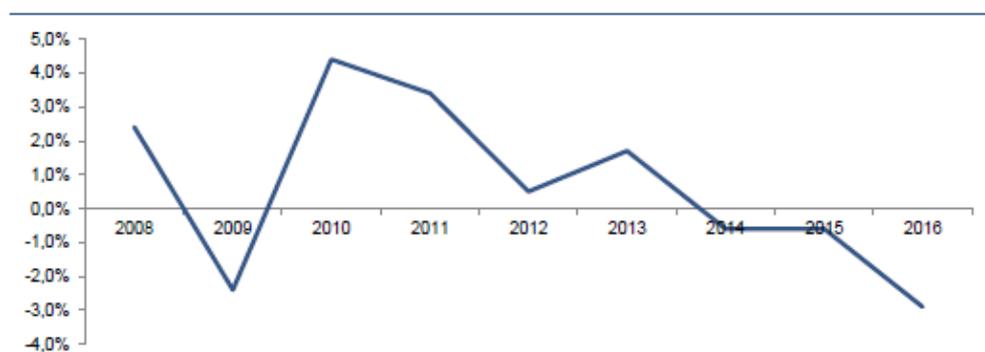
Source : FDM, chiffres en PdG

FDM, en tant que société détenant des actifs immobiliers, a pour principale source de revenus les loyers encaissés sur chacun des actifs. Ceux-ci peuvent être déterminés sur une base fixe (les loyers étant alors indexés chaque année sur un indice de référence) ou sur une base variable : c'est le cas des loyers provenant du partenariat avec Accor, ce qui explique une certaine variabilité d'une année sur l'autre des loyers de FDM (cf. Tableau 2). La variabilité des loyers s'explique aussi par les arbitrages qui peuvent être menés sur le patrimoine de la foncière (cessions, acquisitions ou développement de nouveaux actifs). Ainsi, la baisse des loyers en 2016 cumule deux effets : la cession presque intégrale des actifs de santé et une baisse des loyers du portefeuille Accor.

¹ FDM a commencé à partir de 2012, après l'acquisition en France d'hôtels B&B détenus à 50,2%, à publier deux séries de comptes, la première présentant les actifs à 100% et isolant ensuite les intérêts minoritaires, la seconde intégrant les actifs en « part du groupe » (PdG), qui reflète le périmètre économique du Groupe. Le plan d'affaires du Groupe est de ce fait présenté en PdG. Nous avons privilégié la présentation en PdG, toutefois certaines informations sont présentées à 100%, lorsque cela permettait un degré de détail plus important.

La Figure 6 qui présente l'évolution des loyers à périmètre constant permet de neutraliser l'effet des arbitrages d'actifs et fait ressortir la volatilité des loyers liée aux loyers variables sur le portefeuille Accor, et aux éventuels effets d'indexation.

Figure 6
Evolution des loyers à périmètre constant)



Source : FDM

Les conditions des baux prévoient la récupération totale ou partielle des charges liées à chaque actif auprès du locataire, aussi la différence entre les revenus (les loyers) et le résultat opérationnel provient essentiellement des charges de structure de FDM. Les partenariats noués avec les différents exploitants exonèrent FDM, sauf situation exceptionnelle, des problématiques de vacance sur les actifs, ce qui explique la grande stabilité du ratio loyers nets / loyers bruts.

Comme pour toute société immobilière, les frais financiers sont élevés en proportion des revenus, compte tenu du recours traditionnel à l'endettement. Toutefois, la baisse des taux d'intérêt a conduit à un recul continu du coût de l'endettement et a permis une nette hausse de la marge nette de FDM (après prise en compte de l'impôt courant, faible en raison du statut SIIC en France).

Les autres postes du compte de résultat sont influencés par des éléments spécifiques au secteur :

Les normes comptables prévoient que les sociétés immobilières puissent procéder soit à une comptabilité en coûts amortis (les actifs entrant au bilan étant ensuite amortis) soit à une comptabilité en valeur de marché, ce qui est le cas de FDM : de ce fait, les comptes de FDM ne comportent quasiment aucun amortissement (à l'exception des amortissements des actifs d'exploitation) mais enregistrent année après année la revalorisation des actifs immobiliers en valeur de marché, entraînant une volatilité des résultats nets intrinsèque à la méthode comptable retenue².

Le résultat net récurrent, tel que publié par FDM permet de corriger ces effets³.

² Sur la période 2011 à 2016 présentée ci-dessus, les ajustements de valeur des actifs ont été systématiquement positifs, en raison notamment de la baisse des taux de capitalisation reflétant la baisse des taux d'intérêt. Mais les années plus anciennes comme 2008 et 2009 faisaient ressortir des pertes comptables pour FDM en raison de ces ajustements de valeur des actifs.

³ Le Résultat Net Récurrent est défini comme le résultat récurrent provenant des activités opérationnelles. Il corrige le résultat net part du groupe principalement des variations de juste valeur, des résultats de cession d'actifs, des dotations aux amortissements et aux provisions et de l'impact des impôts différés.

Structure du bilan

Tableau 3
Evolution du bilan de FDM, en Part du Groupe

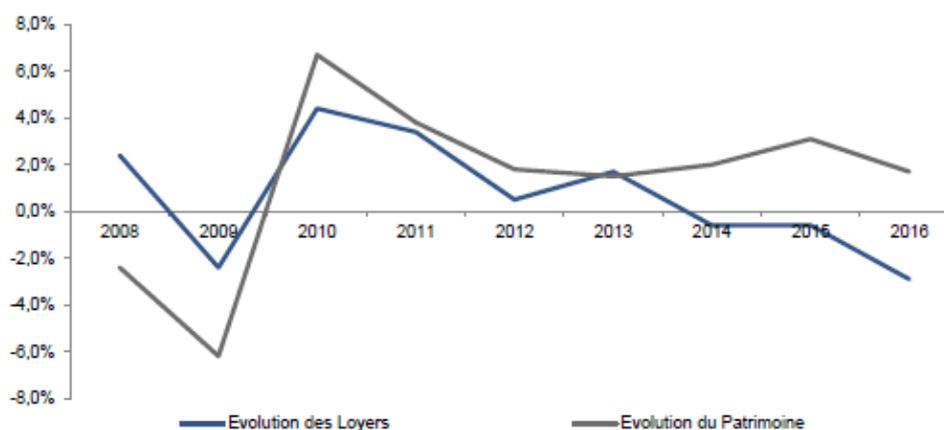
Bilan PdG (M€)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Immeubles de placement	2 949	3 039	2 966	2 965	2 823	2 801
Autres actifs						31
Actifs destinés à la vente					386	18
Immobilisations financières et autres	100	108	111	101	146	326
Trésorerie	1	3	8	111	20	23
Actif total	3 050	3 149	3 086	3 177	3 375	3 199
Fonds propres PdG	1 276	1 416	1 495	1 688	1 777	1 851
Provisions et autres passifs				232	194	182
Dettes financières nettes	1 700	1 657	1 514	1 130	1 363	1 115
Dettes financières brutes	1 701	1 660	1 523	1 241	1 363	1 138
Autres passifs	73	74	68	16	21	28
Passif total	3 050	3 149	3 086	3 177	3 375	3 199
ANR Triple Net EPRA	1 278,0	1 414,8	1 498,1	1 678,5	1 784,9	1 872,5
ANR Triple Net EPRA par action	22,8	22,0	23,3	22,7	23,8	25,3
Loan-to-value	45,9%	42,4%	40,8%	34,7%	31,3%	32,5%

Source : FDM, chiffres en PdG

Le bilan de FDM incluant le patrimoine immobilier en valeur de marché, il y a peu d'écart entre la valeur des fonds propres en PdG et la valeur d'actif net réévalué.

Le *Loan-to-value* (LTV) s'est réduit au fil du temps du fait de la génération de *cash-flows*, des arbitrages de portefeuille sur les dernières années (cession du portefeuille de santé, et cessions au sein du portefeuille Accor), et de la revalorisation du patrimoine à périmètre constant (cf. Figure 7). A fin 2016, le LTV s'établissait à 32,5% (droits inclus), et à 34,8% à fin juin 2017, après l'acquisition du portefeuille Roca et la distribution d'un dividende exceptionnel.

Figure 7
Evolution des loyers et du patrimoine à périmètre constant)



Source : FDM

Sur la base des conditions de marché de juin 2017

13

Enfin, l'analyse du bilan de Foncière des Murs fait ressortir depuis 2015 la montée en puissance des opérations réalisées en partenariat (hausse des immobilisations financières), notamment la création et le développement de FDM Management (détenue à 40,7%) et les partenariats à 19,9% ou 20% avec Crédit Agricole Assurances (portefeuille IRIS et SCI Dahlia, pour la détention directe ou indirecte d'actifs exploités par AccorHotel, et Camp Invest, pour la détention indirecte d'actifs sous enseigne Campanile) (cf. aussi Figure 3 page 7).

II.B. FDM Management : présentation

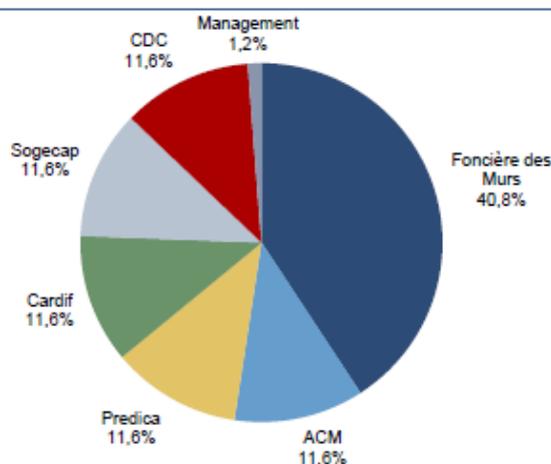
II.B.1. Actionnariat et structure du Groupe

Créée en 2014, FDMM est l'un des principaux acteurs européens de l'investissement hôtelier. La stratégie de FDMM vise à acquérir des hôtels dans les principales métropoles européennes et à les exploiter, en contrat de gestion, en franchise ou en location gérance.

Actionnariat de FDMM

Dès sa création par Foncière des Murs en novembre 2014, le capital de FDMM a été ouvert à des investisseurs institutionnels, qui ont souscrit à plusieurs augmentations de capital successives, destinées à financer l'acquisition des hôtels du Groupe. La composition de l'actionnariat de FDMM avant l'Opération projetée est présentée dans la Figure 8.

Figure 8
Composition de l'actionnariat de FDMM avant Opération



Source : FDM Management

Structure du Groupe et répartition du portefeuille des hôtels

Les portefeuilles de FDMM sont composés des murs des hôtels (immobilier) et de leurs fonds de commerce (exploitation). Dans un seul cas, FDMM ne détient que le fonds de commerce : l'hôtel Première Classe de Munich. Les hôtels détenus par FDMM sont opérés soit par des gestionnaires

Sur la base des conditions de marché de juin 2017

hôteliers spécialisés ou des opérateurs hôteliers (contrats de gestion), soit par des filiales de FDM Management (contrats de franchise).

FDMM a constitué des filiales au fur-et-à-mesure de l'acquisition des hôtels, dont certains ont été acquis en bloc sous forme de portefeuilles, avec dans la plupart des cas des filiales séparées, éventuellement coiffées par une holding, spécialisées pour les unes dans la détention des murs (ci-après les « Propco ») et pour les autres dans l'exploitation des fonds de commerce (ci-après les « Opco »). La structure des filiales découle du mode de détention des actifs, de leur nature spécifique, mais aussi de leur localisation, chaque pays présentant des spécificités réglementaires ou fiscales pouvant justifier la mise en place de structures opérationnelles différentes.

Le premier portefeuille, acquis en février 2015, est constitué de 9 hôtels situés en Allemagne, à l'enseigne Première Classe. Le prix d'acquisition s'est élevé à 39,4 M€. Les structures juridiques mises en place FDMM reflètent l'existence d'intérêts minoritaires dans certaines entités :

- FDMM ne possède pas les murs de l'hôtel de Munich.
- Les murs de 5 hôtels (Düsseldorf Ratingen, Francfort-Offenbach, Hanovre, Kassel et Schweinfurt) sont la propriété de MO First Five, détenu à 94% par FDMM via LHM Propco Lux, et à 6% par Motel One Real Estate.
- Les murs de 3 hôtels (Düsseldorf City, Berlin et Cologne) sont détenus à 100% par FDMM via LHM Propco Lux en direct.
- La filiale d'exploitation, Star Budget Hotels GmbH, qui a conclu des contrats de management avec Louvre Hôtels, exploitant des actifs, est détenue à 100% par FDMM.
- L'ensemble est coiffé par LHM Holding Lux Sarl, actionnaire à 100% de LHM Propco Lux et Star Budget Hotel GmbH.

A la même date, FDMM a racheté les murs et le fonds de commerce de l'hôtel Pullman Charles de Gaulle (305 chambres), situé en France près de l'aéroport de Roissy Charles de Gaulle, avec comme Propco et Opco respectives la SCI Rosace et l'Opco Rosace, détenues toutes deux à 100% par FDMM. L'hôtel est opéré par le groupe Accor via un contrat de management. Le prix d'acquisition s'est élevé à 54,2 M€.

En octobre 2015, FDMM a acquis le Park Inn Louvain (133 chambres) (Propco : Invest Hotel, Opco : Exco Hotel, filiales toutes deux à 100% de FDMM via FDMM Lux Sarl), opéré sous contrat de management par Rezidor. Le prix d'acquisition s'est élevé à 14,1 M€.

En avril 2016, FDMM a racheté le portefeuille Hermitage pour une valeur d'entreprise de 125 M€ et une valeur des titres de 86,5 M€ (dont 20 M€ de différé de paiement en 2018). Les murs et les fonds sont détenus indirectement à 100% par FDMM via SLIH⁴. Les hôtels sont opérés sous contrats de franchise avec IHG, Marriott et Best Western.

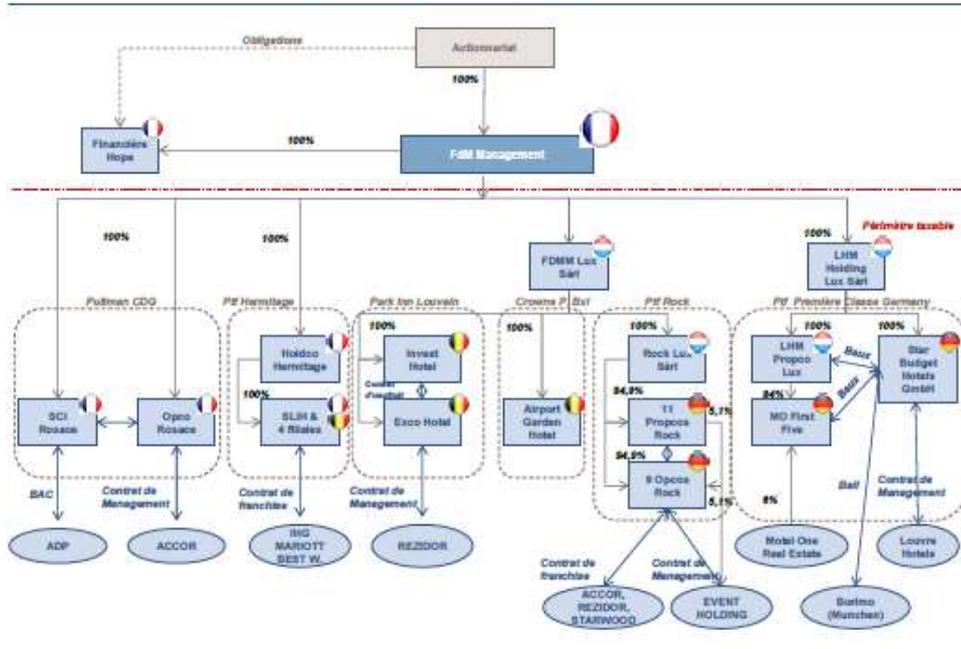
En août 2016, FDMM a acquis le portefeuille Rock, soit 9 hôtels, dont il détient les murs via 11 Propcos et 9 Opcos, filiales à 94,9% de FDMM via FDMM Lux Sarl et Rock Lux Sarl. Ces hôtels sont opérés par Event Holding sous contrats de management ou font l'objet de contrats de franchise avec les enseignes Accor, Rezidor et Starwood. Le portefeuille Rock a été acquis pour une valeur d'entreprise de 811 M€ (et un prix provisoire payé pour les titres de 178,3 M€).

Enfin, en décembre 2016, FDMM a racheté l'hôtel Crowne Plaza Aéroport de Bruxelles, pour un prix d'acquisition des titres de 19 M€ (dont un différé de paiement de 7,5 M€ en 2018).

La Figure 9 présente la structure actuelle du Groupe, tandis que la Figure 10 indique la localisation géographique des différents hôtels.

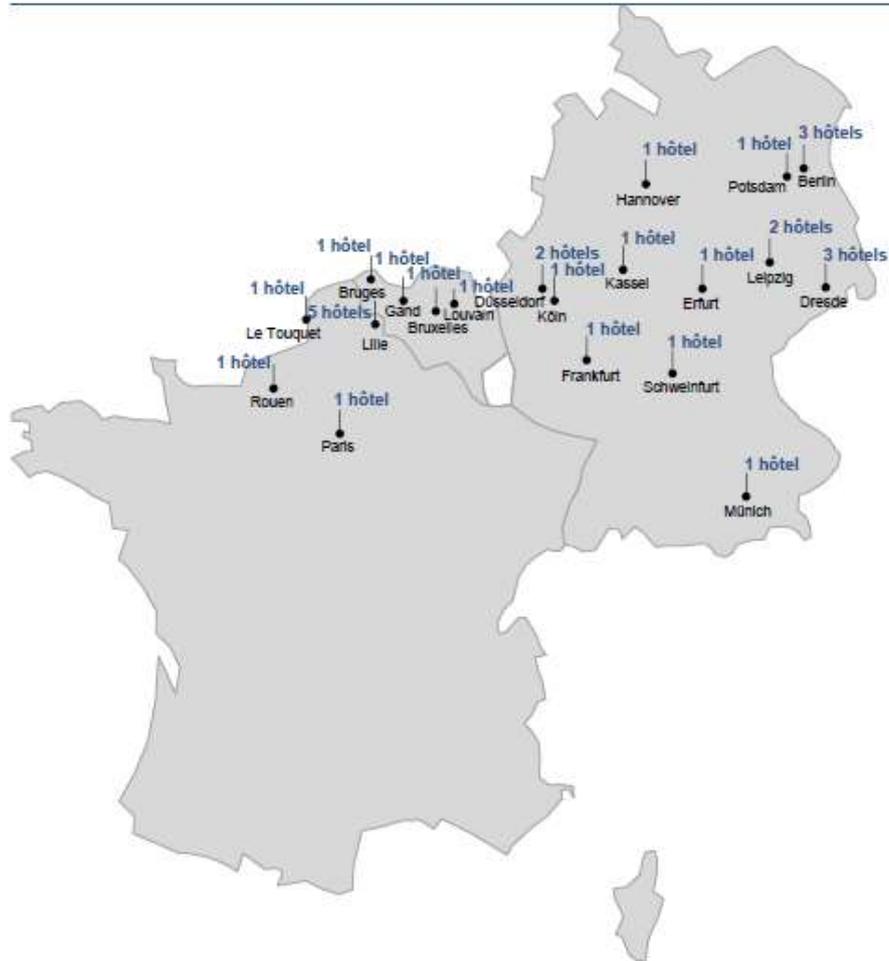
⁴ Les parts sociales de SLIH et l'endettement sont portés par un holding intermédiaire, Holdco Hermitage.

Figure 9
Structure du Groupe FDM Management



Source : FDM Management

Figure 10
Répartition Géographique des hôtels de FDMM



Source : FDM Management

Comme l'historique de la Société le fait ressortir, la majeure partie des actifs de FDMM sont situés en Allemagne, et notamment à Berlin qui représentait près de 50% de la valeur totale du portefeuille à fin décembre 2016 (les deux actifs les plus importants étant le Park Inn Alexander Platz et le Westin Grand Berlin) (Tableau 4).

Sur la base des conditions de marché de juin 2017

Tableau 4
Liste des actifs de FDM Management

Nom Hôtel		Pays	Groupe	Marque
Rook				
Park Inn Alexander Platz	Alexanderplatz 7, 10178 Berlin, Germany	Allemagne	Carlson Rezidor	Park Inn
The Westin Grand Berlin	Friedrichstraße 158-164, 10117 Berlin, Germany	Allemagne	Starwood	Westin
The Westin Leipzig	Gerberstraße 15, 04105 Leipzig, Germany	Allemagne	Starwood	Westin
Radisson Blu Leipzig	Augustusplatz 5-6, 04109 Leipzig, Germany	Allemagne	Carlson Rezidor	Radisson Blu
Pullman Dresden Newa	Prager Strasse 2c, 01069 Dresden, Germany	Allemagne	AccorHotels	Pullman
The Westin Bellevue Dresden	Große Meißner Straße 15, 01097 Dresden, Germany	Allemagne	Starwood	Westin
Ibis Dresden	Prager Straße 13, 01069 Dresden, Germany	Allemagne	AccorHotels	Ibis
Radisson Blu Erfurt	Juri-Gagarin-Ring 127, 99084 Erfurt, Germany	Allemagne	Carlson Rezidor	Radisson Blu
Mercure Potsdam City	Lange Brücke, 14467 Potsdam, Germany	Allemagne	AccorHotels	Mercure
Hermilage				
Grand Hôtel Bellevue	5 rue Jean Rolin, 59800 Lille	France	Autre	Indépendant
Holiday Inn Ricardy	Avenue du Maréchal Foch, 62520 Le Touquet-Paris-Plage	France	HG	Holiday Inn
Art Déco	110 Avenue de la République, 59110 La Madeleine	France	Indépendant	Indépendant
Crowne Plaza	335 Boulevard de Leeds, 59777 Lille	France	HG	Crowne Plaza
Bourtheroulde	15 place de la Pucelle, 76000 Rouen	France	Marrriott	Autograph C.
Héritage Gantols	234 Rue de Paris, 59000 Lille	France	Marrriott	Autograph C.
Couvent des Minimes	17 Quai du Wault, 59600 Lille	France	Indépendant	Indépendant
BW Cour St Georges	Hoogpoort 75, 9000 Gent	Belgique	Best Western	Best Western
Martin's Relais	Genthof 4a, 8000 Brugge	Belgique	Martin's Hotel	Martin's Hotel
Louvre Hotels Allemagne				
Première Classe Frankfurt-Offenbach	Spremlinger Landstr. 177a, 63069 Offenbach	Allemagne	Louvre Hotels	Première Classe
Première Classe Schweinfurt	Straßburger Str. 2, 97434 Schweinfurt	Allemagne	Louvre Hotels	Première Classe
Première Classe Kassel	Rudolf-Diesel-Str. 5, 34123 Kassel	Allemagne	Louvre Hotels	Première Classe
Première Classe Hannover	Rendsburger Str. 8, 30659 Hannover	Allemagne	Louvre Hotels	Première Classe
Première Classe Düsseldorf - Ratingen	Lintorfer Weg 79, 40885 Ratingen	Allemagne	Louvre Hotels	Première Classe
Première Classe Berlin	Heinrich-Hertz-Str. 6, 14532 Berlin	Allemagne	Louvre Hotels	Première Classe
Première Classe Düsseldorf City	Kruppstr. 32, 40227 Düsseldorf	Allemagne	Louvre Hotels	Première Classe
Première Classe Köln	Max-Planck-Str. 46, 50858 Köln	Allemagne	Louvre Hotels	Première Classe
Première Classe Munich	Michael-Haßbeck-Straße 26A, 85640 Putzbrunn, Allemagne	Allemagne	Louvre Hotels	Première Classe
Autres				
Pullman Rolszy	Paris-Charles De Gaulle (CDG), 381a Rue de la Haye, 95935 Rolszy	France	AccorHotels	Pullman
Park Inn Louvain	Martelarenlaan 36, 3010 Leuven, Belgique	Belgique	Carlson Rezidor	Park Inn
Crowne Plaza Brussels Airport	Leonardo Da Vinciiaan 4, 1831 Brussels, Belgique	Belgique	HG	Crowne Plaza

Source : FDM Management

II.B.2. Données opérationnelles

Les comptes des hôtels sont le reflet de leurs modes de détention.

Dans la majorité des cas, les murs sont détenus par une « PropCo » et les fonds de commerce par une « OpCo ».

OpCo : revenu opérationnel

L'OpCo a pour source de revenus le chiffre d'affaires provenant de l'hébergement (chambres d'hôtels) et des revenus complémentaires tels la restauration, le téléphone ou les parkings.

La nature des charges peut varier selon les contrats d'exploitation mais les principes généraux restent identiques :

Outre les charges opérationnelles liées à l'exploitation de l'hôtel, les principales charges de l'OpCo résident dans les redevances payées à l'exploitant (la plupart du temps sous forme de contrat de management). Ces redevances sont en général constituées de redevances indexées sur le chiffre d'affaires (CA hébergement ou CA total), telles que les redevances de gestion, redevances de marques, ou redevances de marketing ou distribution, et d'un mécanisme incitatif à la bonne gestion opérationnelle, sous la forme d'*incentive management fees*, qui représentent un pourcentage du résultat opérationnel brut (éventuellement au-dessus d'un seuil initial restant acquis à l'OpCo).

D'autres charges fixes amputent ensuite le résultat : assurances, taxes locales, etc., et enfin le loyer payé à la société propriétaire des murs (qui appartient elle-même dans la quasi-totalité des cas à FDMM).

Quelques spécificités sont également à prendre en compte pour certaines structures, comme l'existence d'un résultat minimum garanti pour l'OpCo pendant une certaine période de temps ou encore l'existence de redevances spécifiques à payer à des tiers (par exemple des redevances au titre d'un bail à construction). Ces différents éléments sont pris en compte par Associés en Finance dans les travaux de valorisation menés.

Les contrats prévoient de plus une réserve dite FF&E (*Fixtures, Furniture & Equipment*), affectée aux rénovations des hôtels, c'est-à-dire les travaux qui permettent de maintenir les standards imposés par la marque. Les contrats prévoient en général une dotation de la réserve FF&E à hauteur de 4% du chiffre d'affaires.

PropCo : revenu opérationnel

La PropCo a pour source de chiffre d'affaires le loyer payé par l'OpCo. Les charges opérationnelles de la PropCo sont très faibles.

Détention murs et fonds de commerce

Même si, la plupart du temps, FDMM détient tant les murs que le fonds de commerce, la distinction en termes de flux opérationnels entre OpCo et PropCo a du sens, dans la mesure où les taux d'impôt peuvent être différents et où il peut exister des intérêts minoritaires dans certaines structures (cf. Figure 9).

En Allemagne, l'OpCo est soumise à l'impôt sur les sociétés au taux de 15,825% et à une taxe commerciale régionale dont le taux varie entre 7% et 17% dans le pays, qui ressort autour de 15% pour les hôtels du groupe. Les PropCo sont soumises au seul taux de 15,825%.

Les hôtels du portefeuille Hermitage bénéficient d'une intégration fiscale dont FDMM est la tête de groupe.

Le résultat d'exploitation des OpCo est constitué du chiffre d'affaires des hôtels, moins les charges d'exploitation et le loyer interne payé à la PropCo et qui constitue la base du résultat d'exploitation de celle-ci. Les PropCo bénéficient également des loyers des boutiques lorsqu'il en existe.

Enfin, OpCo et PropCo diffèrent par leurs amortissements et investissements, car ils n'ont pas les mêmes actifs à leur bilan : fonds de commerce dans un cas, murs dans l'autre.

Projet de développement à Berlin

FDMM présente pour particularité de détenir des réserves foncières importantes à Berlin, autour de l'hôtel Park Inn sur Alexander Platz. FDMM envisage un projet de développement immobilier sur ces terrains, projet significatif dont la réalisation pourrait permettre d'extérioriser une création de valeur importante.

A ce stade, ce projet de développement comporte un certain nombre d'incertitudes qu'il convient d'intégrer spécifiquement, justifiant la mise en œuvre d'une valorisation spécifique.

III. Evaluation des deux sociétés

III.A. Méthodologies d'évaluation

Associés en Finance a mis en œuvre une approche multi-critères de la valorisation des deux sociétés, en privilégiant les méthodes d'actualisation de flux prévisionnels. Certaines méthodes ont pu être mises en œuvre pour l'une ou l'autre des sociétés, ou pour les deux. L'analyse de la parité de fusion s'entend pour sa part à méthode de valorisation identique (Tableau 5), et ses résultats sont présentés en section IV.

Tableau 5
Méthodes de valorisation utilisées

Méthode	Pertinente pour Foncière des Murs	Pertinente pour Foncière des Murs	Méthode utilisée pour l'analyse de la parité de fusion
Analyse du cours de bourse	x		NS
Objectifs de cours des analystes suivant la société	A titre informatif		NS
Transactions récemment réalisées sur le capital de la société	x	x	NS
ANR triple net EPRA ressortant des expertises immobilières	x	x	x
Ajustement de l'ANR triple net par Associés en Finance	x	x	x
Actualisation des flux de trésorerie	x	x	x
Valorisation par multiples des sociétés comparables	x (à titre secondaire)	x (à titre secondaire)	x (à titre secondaire)

Associés en Finance a également examiné la méthode de valorisation par les multiples de transactions sur des sociétés comparables, mais ne l'a pas retenue, dans la mesure où cette méthode incorpore l'effet de l'existence de primes de contrôle, qui n'ont pas lieu d'être dans le cas présent.

III.B. Evaluation de Foncière des Murs : méthodologie et mise en œuvre des méthodes

III.B.1. Analyse du cours de bourse

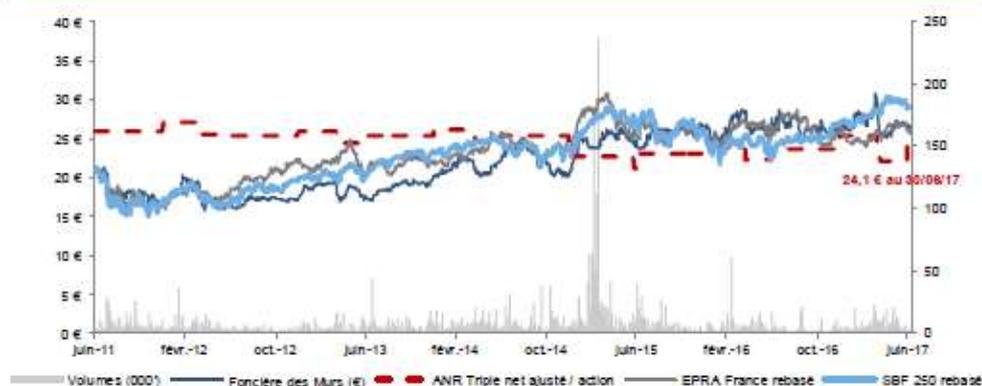
Analyse sur longue période (depuis le 30/06/2011)

Sur l'ensemble de la période présentée, l'action Foncière des Murs (y compris dividendes) affiche une hausse de +111,2%, soit une forte surperformance par rapport à l'indice SBF 250 (+68,7%) et l'indice EPRA France (+64,1%) dividendes inclus.

Comme cela est habituel dans le secteur immobilier, la distribution de dividendes joue un rôle prépondérant dans la rentabilité : hors dividendes, l'action Foncière des Murs n'a progressé que de +25,6%.

Les volumes de transaction sur le titre ont montré un pic très net au moment de l'Offre Publique d'Achat (ci-après « OPA ») initiée par la maison-mère, Foncière des Régions, en février / mars 2015, en raison du franchissement du seuil du tiers du capital et des droits de vote, qui faisait suite au rachat de 14,6% du capital à Generali et ACM Vie. A l'issue de cette offre, la participation de Foncière des Régions ne s'est toutefois accrue que 0,02% supplémentaires.

Figure 11
Evolution boursière de l'action Foncière des Murs (fin juin 2011 – 11 juillet 2017)



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

L'action Foncière des Murs est passée d'une situation de décote (-18,5% au 30 juin 2011) à une situation de prime (+10,0% au 11 juillet 2017) par rapport à son ANR Triple net par action, ce qui correspond à une tendance générale dans le secteur immobilier sur cette période, à des échelles différentes toutefois suivant les sociétés.

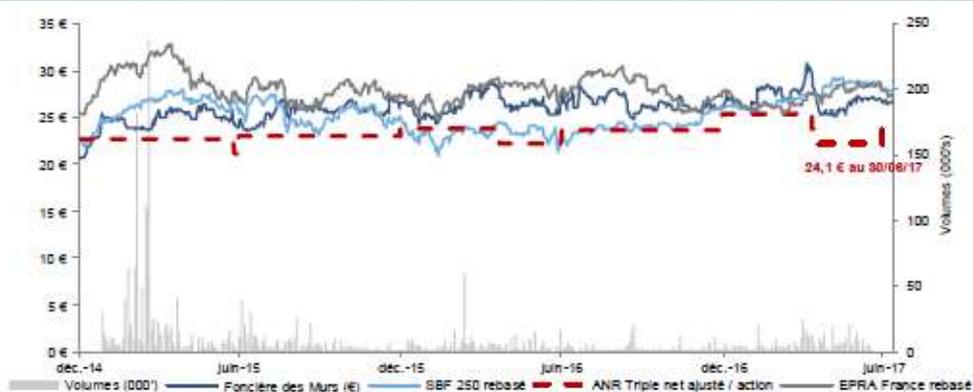
Analyse sur plus courte période (depuis début 2015)

Le cours du titre Foncière des Murs (y compris dividendes) a progressé de +66,6% depuis début 2015, contre +22,7% seulement pour l'indice EPRÀ France.

Là encore, la distribution de dividendes est une composante essentielle de la rentabilité du titre. Hors dividendes, le cours du titre Foncière des Murs a néanmoins enregistré une hausse de +29,3%, contre +7,3% pour l'indice EPRÀ France.

Le titre a commencé à surperformer au moment de l'annonce de l'OPA de Foncière des Régions, en février 2015, et cette surperformance s'est prolongée jusqu'à début avril 2017.

Figure 12
Performance boursière de l'action Foncière des Murs depuis début 2015



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Sur la base des conditions de marché de juin 2017

Volumes échangés

La liquidité de l'action Foncière des Murs est assez faible, du fait de son flottant réduit. Toutefois, relativement au flottant, les volumes échangés s'avèrent assez significatifs : au 11 juillet 2017, 29,5% du flottant de la Société a été échangé sur les 3 derniers mois et 82,9% sur l'année écoulée.

Sur un an glissant au 11 juillet 2017, il s'échangeait en moyenne 3 349 titres par jour de bourse.

Sur cette période, le cours moyen pondéré par les volumes du titre Foncière des Murs a atteint son niveau le plus élevé (30,34 €) le 10 avril 2017.

Tableau 6
Volumes échangés sur l'action Foncière des Murs au 11 juillet 2017

Date	VWAP	Nbre moyen d'actions échangées (000')	/ # total d'actions (%)	/ # total flottant (%)	Nbre cumulé d'actions échangées	/ # total d'actions (%)	/ # total flottant (%)
11-Jul-17	26,41	1,94	0,04%	0,19%	1,94	0,04%	0,19%
Moy. 1M	26,89	2,49	0,05%	0,24%	54,72	1,08%	5,25%
Moy. 3M	26,28	4,88	0,10%	0,47%	307,38	6,07%	29,48%
Moy. 6M	27,14	4,76	0,09%	0,46%	604,07	11,94%	57,94%
Moy. 9M	27,00	3,82	0,08%	0,37%	733,88	14,50%	70,39%
Moy. 12M	26,89	3,35	0,07%	0,32%	863,94	17,07%	82,87%

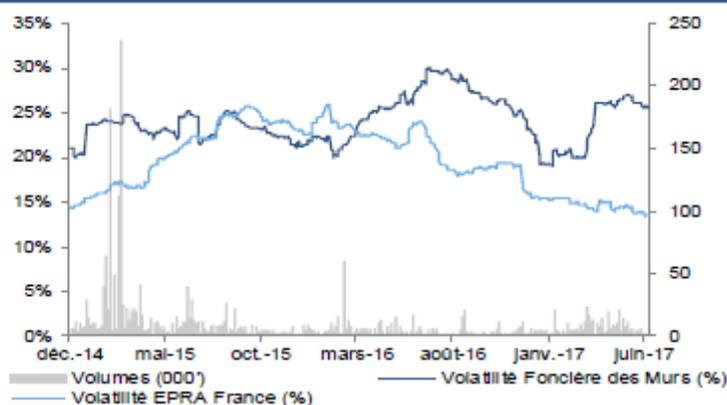
Sources : Capital IQ, Associés en Finance – Note : VWAP = cours moyen pondéré par les volumes

Volatilité du cours de l'action Foncière des Murs

La volatilité d'une action est une mesure de l'incertitude sur sa rentabilité, calculée ici à partir de données de performances boursières passées.

Les volatilités présentées ci-dessous sont calculées sur la base des séries de rentabilités quotidiennes historiques de l'action Foncière des Murs.

Figure 13
Volatilité de l'action Foncière des Murs (calculs arrêtés au 11 juillet 2017)



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

La surperformance de l'action Foncière des Murs par rapport à son indice sectoriel s'accompagne d'une volatilité plus forte (24,1% en moyenne depuis début 2015 contre 19,6%).

Elle se situe actuellement au-dessus de cette moyenne, à 25,6%, alors que la volatilité de l'indice est passée bien au-dessous de la sienne, à 13,5%.

Primes/décote sur l'ANR Triple net

Tableau : Cours moyens pondérés hors dividende au 11 juillet 2017 et primes/décote sur l'ANR Triple net ajusté

Données boursières	Prime / ANR	
	Cours	Triple net ajusté
Cours moyens pondérés par les volumes au 11 juillet 2017	26,41	9,6%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois	26,89	17,5%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 3 mois	26,28	16,9%

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Depuis un an, le titre s'est toujours échangé avec une prime sur son ANR Triple net ajusté. Au 11 juillet 2017, cette prime ressort à +9,6% sur la base du cours moyen pondéré et à 10,0% sur la base du cours de clôture. Le niveau de la prime est plus bas depuis la publication de l'ANR Triple net au 30/06/2017 qui a réajusté les bases de calcul. Sur 6 mois, elle était de 16,9%, et sur 3 mois, de 17,5% sur la base de la comparaison avec le cours moyen pondéré.

III.B.2. Actif net réévalué sur la base des valeurs d'expertise (méthode ANR triple net EPRA)

Les transactions sur les sociétés immobilières s'effectuent de manière habituelle sur la base de la valeur de leur actif net réévalué et notamment sur la base de leur « ANR triple net EPRA ». Cette méthode, prônée par l'EPRA, organisme de référence dans le domaine de l'immobilier en Europe, correspond à la prise en compte de la valeur de marché des actifs immobiliers et des dettes, y compris les effets d'impôt.

Foncière des Murs a fait procéder à l'expertise de ses actifs immobiliers à fin juin 2017 par des experts immobiliers, comme elle le fait régulièrement à l'occasion de la publication de ses comptes.

Associés en Finance a procédé à l'examen des expertises au 30 juin 2017. Comme cela est habituel dans le secteur, ces expertises sont la plupart du temps basées sur des méthodes d'actualisation des flux prévisionnels de chaque actif, complétées le cas échéant par d'autres méthodes de valorisation (capitalisation d'un loyer normatif, référence à des valeurs de marché). Il convient de noter que les experts travaillent à partir des données communiquées par FDM (détail des baux, états locatifs notamment), mais construisent eux-mêmes leurs hypothèses de flux prévisionnels. FDM n'élabore en effet pas de plan d'affaires sur les actifs individuels.

Le résultat des expertises à fin juin 2017 est présenté dans le Tableau 7. La valeur du portefeuille à 100% est en hausse de +3,2% à périmètre constant sur le premier semestre 2017, et de +1,3% en prenant en compte les travaux réalisés. Le principal effet de périmètre au premier semestre 2017 concerne le portefeuille Roca (hôtels en Espagne).

Tableau 7
Détail des valeurs d'expertise (en K€) du portefeuille d'actifs, et variation à périmètre constant

	Valeur à 100% HD juin 2017 (M€)	Variation à périmètre constant (à 100%, HD)
Hôtels	3 357.1	4.6%
Commerces	551.7	-3.1%
Total Murs et Hôtels	3 908.8	3.2%

Source : FDM

La valeur de l'ANR triple net EPRA est obtenue en ajoutant aux fonds propres comptables la plus-value latente par rapport à la valeur des actifs au bilan de FDM (en quote-part de détention), post ajustement liés aux impôts différés sur ces plus-values, et après mise en juste valeur des dettes à taux fixe. Les résultats obtenus par FDM sont présentés dans le Tableau 8.

Tableau 8
Calcul de l'ANR triple net EPRA (en K€ ou en € par action)

M€	31-déc.-16	€/action	30-juin-17	€/action
Capitaux propres consolidés (part du groupe)	1 851,1	25,0	2 074,6	23,6
<i>Retraitements :</i>				
Mise en juste valeur des actifs et fonds FDM	45,5		59,8	
Mise en juste valeur des dettes à taux Fixe	-15,5		-11,0	
Impôts Différés sur Ajustements	-8,8		-11,1	
ANR Triple Net EPRA / valeur des fonds propres	1 872,5	25,3	2 112,3	24,1
<i>Nombre d'actions composant le capital</i>	<i>74 101 708</i>		<i>87 813 437</i>	

Source : FDM (mise en juste valeur des immeubles et fonds de commerce sur la base des expertises immobilières)

L'ANR triple net par action FDM s'élève à 24,1 € au 30 juin 2017.

III.B.3. Actif net réévalué ajusté par Associés en Finance sur la base de l'actualisation des flux prévisionnels d'un échantillon représentatif d'actifs

Associés en Finance a mené sa propre analyse de la valeur des actifs de Foncière des Murs, basée sur l'actualisation des flux prévisionnels, afin de corroborer les valeurs d'expertise aboutissant au calcul de l'actif net réévalué triple net EPRA.

Rappelons que FDM n'élabore pas de plans d'affaires sur les actifs individuels, ni sur les portefeuilles d'actifs (portefeuille d'hôtels Accor, portefeuille B&B, etc.). Associés en Finance a donc travaillé à partir de sa propre connaissance du secteur, des données prévisionnelles présentées dans les expertises immobilières, et des indicateurs opérationnels communiqués par FDM (notamment sur le portefeuille Accor, pour lesquels les loyers sont indexés sur le chiffre d'affaires des hôtels).

De plus, compte tenu du nombre d'actifs dans le portefeuille de FDM, Associés en Finance a mené ses travaux en travaillant sur un échantillon représentatif d'actifs, en terme de taille, de gammes d'hôtels ou de type d'activité, et de géographie. Au total, les travaux menés par Associés en Finance

Sur la base des conditions de marché de juin 2017

24

ont porté sur 83 actifs (y compris les actifs sous promesse), représentant plus de 40% de la valeur agrégée du patrimoine de FDM (en part du groupe). Les actifs actuellement sous promesse de vente ont été incorporés aux calculs sur la base de la valeur de cession ressortant de ces promesses. Pour chacun des principaux portefeuilles examinés, les travaux d'Associés en Finance portent au minimum sur 20% de la valeur des actifs.

Le modèle Trival® d'Associés en Finance (*présentation détaillée en annexe 2*) a été utilisé pour la détermination des taux d'actualisation et les principes de modélisation.

Eléments de contexte sur les flux prévisionnels sur les actifs

Les flux prévisionnels liés à chaque actif découlent de la nature des baux qui ont été conclus. Les baux se distinguent par leur durée en prise ferme, leurs conditions d'indexation (loyer variable indexé sur un indicateur opérationnel, loyer fixe indexé sur un indice de référence, loyer variable avec un loyer minimum garanti, etc.), et les conditions de refacturation des charges aux locataires.

Les partenariats avec chaque groupe hôtelier ont donné lieu à des accords-cadres régissant la nature des baux à l'intérieur de chaque portefeuille. Les partenariats historiques (Accor, Quick, etc.) correspondent en général à des baux « triple net » (dans lesquels l'ensemble des frais sont facturés aux locataires) sur des durées longues. L'évolution législative en France, avec l'adoption de la loi Pinel, devrait conduire à la prise en charge par FDM de charges supplémentaires.

Dans le détail, on peut souligner les éléments suivants sur les principaux portefeuilles :

Portefeuille Accor

Les actifs détenus par FDM et exploités par Accor ont fait l'objet d'un accord de partenariat dont les conditions sont rappelées ci-dessous :

- La plupart des baux ont été conclus en 2004 ou 2005 lors de la mise en place du partenariat entre Accor et FDM, pour une durée de douze ans, renouvelable. Quelques actifs ont toutefois été intégrés plus récemment.
- Il s'agit de baux « triple net » dans lesquels toutes les charges sont prises en charge par le preneur du bail (Accor). De ce fait, les travaux d'entretien et de rénovation sont normalement assurés par Accor.
- Les deux sociétés ont annoncé en octobre 2015 la poursuite et le renforcement de leur partenariat, avec l'allongement à douze années supplémentaires des baux à des conditions de loyers identiques. Il a également été convenu que FDM participe à un programme de rénovation des hôtels. Simultanément, un accord de cession à HotelInvest (filiale d'Accor) de 45 hôtels a été conclu, sur la base des valeurs d'expertise, représentant environ 20% du portefeuille Accor en part du groupe. La moitié de ces hôtels sont situés dans des agglomérations de moins de 300 000 habitants, en accord avec la stratégie de FDM de recentrage sur les zones les plus denses. Ces cessions ont été réalisées en 2016.

Portefeuille B&B

En France, FDM et B&B Hôtels ont noué début 2012 un partenariat de même type que celui avec Accor (baux de 12 ans). Contrairement aux baux Accor, dont les loyers sont indexés sur le chiffre d'affaires des hôtels, les baux du portefeuille B&B prévoient un loyer fixe, net de tout frais, charges et impôts, y compris les honoraires de gestion locative.

A l'image du renouvellement du partenariat avec Accor annoncé en 2015, FDM et B&B Hôtels ont annoncé en février 2017 un renforcement de leur partenariat, comprenant la prolongation des baux de 158 hôtels B&B pour une durée de 12 ans fermes, couplée à un plan de modernisation sur trois ans des établissements, auquel FDM participera au titre des travaux relatifs à l'application de la loi Pinel.

FDM détient une participation de 50,2% dans ces hôtels, le solde étant détenu par Crédit Agricole Assurances et les Assurances du Crédit Mutuel.

En Allemagne, FDM et B&B ont noué début 2011 un partenariat sur la base de baux de 20 ans « Triple Net » avec loyers fixes. Les hôtels B&B sont ventilés en deux portefeuilles, un premier portefeuille de 26 hôtels détenus à 100%, et un second portefeuille de 22 hôtels détenus à 93%.

En Espagne, le partenariat entre FDM et B&B noué en 2016 prévoit des loyers fixes « Triple Net » et des baux de 15 ans. FDM détient 4 hôtels à 100%.

Les baux « triple net » permettent la récupération de l'ensemble des frais auprès des locataires. Toutefois, le maintien d'une logique de partenariat qui permet de garantir des baux longs et assure une sécurité supplémentaire au propriétaire peut aussi nécessiter une participation financière de FDM au-delà de ses stricts engagements initiaux (participation à des travaux de rénovation) au moment du renouvellement des baux.

Portefeuilles Quick, Jardiland et Courtepaille

L'ensemble de ces portefeuilles sont régis par des baux « Triple Net » et les loyers sont fixes.

Les baux Courtepaille sont renouvelables à l'expiration du bail dans les mêmes conditions et charges que le bail initial, au dernier loyer indexé, pour une durée de neuf ans, sur un bail du type 3/6/9. L'échéance des baux Courtepaille est actuellement proche (moins d'un an et demi, l'échéance des baux étant mi-octobre 2018), ce qui fait courir un risque locatif potentiel.

Les baux Quick sont renouvelables à l'expiration du bail dans les mêmes conditions et charges que le bail initial, au dernier loyer indexé, pour une durée de neuf ans, dont six ans fermes.

Les baux Jardiland ont fait l'objet d'un avenant fin 2016, portant la durée ferme des baux à 12 ans (jusqu'en 2028) pour la quasi-totalité des sites.

Portefeuille Roca

Le portefeuille Roca (hôtels en Espagne), dont l'acquisition a été annoncée fin 2016 et réalisée en début d'année 2017, est caractérisé par l'existence de baux « double net » pour la plupart des actifs. L'écart entre loyers nets et loyers bruts est estimé à 7,5% en moyenne sur ce portefeuille. Les loyers sont variables (indexés sur le chiffre d'affaires des hôtels ou leur *gross operating profit*) mais avec un loyer minimum garanti. Les conditions de durée des baux et de renouvellement de ces baux sont variables d'un actif à l'autre.

Principes généraux du modèle Trival®

Le modèle Trival®, utilisé pour la détermination des taux d'actualisation pertinents, repose sur le suivi quotidien par les analystes financiers d'Associés en Finance d'un échantillon de 500 sociétés cotées, dont environ 350 sociétés de la zone euro, couvrant l'ensemble des secteurs économiques (cf. annexe 2).

Trival® met en évidence le fait que la valorisation d'une entreprise sur le marché financier est la résultante de deux facteurs :

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

Prévisions de flux ou de cash-flows

A partir des prévisions de flux élaborées sur chaque société suivie, deux modèles de valorisation sont mis en œuvre :

- un modèle de valorisation *DCF to equity*, qui prend en compte les prévisions de flux disponibles pour les actionnaires après intégration de contraintes d'endettement ou de

trésorerie nette minimale et qui aboutit à la détermination de flux disponibles pour les actionnaires, puis de la valeur des fonds propres. La comparaison entre la capitalisation boursière et les flux prévisionnels permet de mettre en exergue le taux de rentabilité implicite attendu.

- un modèle de valorisation *DCF to firm* (ou encore « plan Wacc ») qui intègre les mêmes flux prévisionnels, avant prise en compte des éléments financiers et qui aboutit à la détermination d'une valeur d'entreprise, puis d'une valeur des fonds propres après déduction de la dette nette et autres éléments correctifs. La comparaison entre la valeur d'entreprise et les flux prévisionnels permet de mettre en exergue le coût du capital implicite attendu.

Ces deux modèles de valorisation, *DCF to equity* et *DCF to firm*, sont liés l'un à l'autre par l'utilisation des mêmes flux prévisionnels et des mêmes méthodologies d'estimation des risques opérationnels. Ils ne divergent l'un de l'autre que par l'exploitation des données qui en est faite. Les primes de marché qui résultent de ces calculs sont régulièrement diffusées par Associés en Finance auprès de ses clients, indépendamment et préalablement à la présente mission.

Application du modèle Trival® dans le cadre du portefeuille d'actifs de FDM

La méthode *DCF to firm* a été utilisée pour déterminer la valeur des actifs sur la base de l'actualisation des flux prévisionnels. L'application de cette méthode permet d'aboutir directement au coût du capital pertinent pour chaque actif valorisé.

Les principes de valorisation, énoncés ci-dessous, sont identiques quels que soient les actifs :

- Les flux considérés proviennent pour l'essentiel des loyers encaissés par FDM sur chacun des baux, en tenant compte des conditions spécifiques de ceux-ci (notamment les loyers variables du portefeuille Accor), et des éléments ressortant des expertises et des états locatifs.
- Lorsque les expertises immobilières faisaient état d'un revenu locatif de marché inférieur aux conditions actuelles des baux, ce revenu locatif de marché a été considéré à la prochaine échéance du bail, et en tout état de cause pour le calcul de la valeur terminale.
- Sont déduits le cas échéant les charges non récupérées (notamment pour le portefeuille Roca) et l'impôt théorique sur les flux, en fonction des zones géographiques.
- Lorsque des travaux restent à la charge de FDM, ceux-ci ont été déduits des flux générés par l'exploitation.
- Les flux actualisés correspondent aux *cash-flows* générés après impôt et après investissements.
- Les valeurs terminales reposent sur la méthode de Gordon-Shapiro (capitalisation à l'infini d'un flux croissant d'un taux fixe, en général l'inflation anticipée à long terme dans Trival, soit 1,5%).
- La période retenue est de dix ans, sauf pour le portefeuille Accor, compte tenu de sa spécificité et de son poids, en tenant compte d'hypothèses d'évolution des loyers à la deuxième échéance des baux, ainsi que d'hypothèse de prise en charge partielle de travaux à chaque échéance de bail.
- Les taux d'actualisation de ces flux résultent de la mise en œuvre de la méthode Trival, détaillée en annexe 2. Dans cette méthode, les taux d'actualisation résultent des primes de marché calculées dans Trival, et des coefficients de risque et de taille appropriés à chaque actif.
- L'approche spécifique du risque et du poids de la taille des actifs est détaillée ci-après.

Estimation du risque et estimation de la taille

Le coût du capital tel que calculé dans Trival® repose sur les primes de marché globales et sur des coefficients spécifiques de risque et de taille.

Mesure du coefficient de taille

Le coefficient de taille a été calculé en considérant la taille globale du portefeuille d'actifs soit 3,3 milliards € sur la base des expertises de fin 2016 en part du groupe. Par comparaison avec la

Sur la base des conditions de marché de juin 2017

taille en valeur d'entreprise de l'ensemble des sociétés cotées suivies dans Trival, cette taille correspond à un coefficient de 1,09⁵.

Mesure du coefficient de risque

Le coefficient de risque dans le modèle *DCF to firm* appliqué ici aux actifs sélectionnés prend en compte deux éléments :

- Le risque sectoriel, représenté par l'indice sectoriel du secteur de la société. Dans le cas présent, le risque sectoriel retenu (bêta sectoriel) correspond à celui de l'indice EPRA, soit 0,84.
- Une note de risque de prévision, basée sur une analyse des forces et faiblesses, et qui s'étage entre une note 1 (très faible risque) à une note 9 (risque très élevé), pour une note médiane de 5.

Pour référence, les notes de risque de prévision dans le modèle Trival s'établissent entre 3 et 5 pour les sociétés du secteur immobilier, dont le portefeuille d'actifs ou les activités sont diversifiées.

Dans ce contexte, les notes de risque de prévision ont été retenues entre 4 et 7 pour les différents actifs de FDM, en tenant compte des analyses concurrentielles et analyses de risque présentées dans les expertises immobilières et des discussions avec les équipes de Foncière des Murs. Ces notes de risque sont nécessairement en moyenne plus élevées que celle agrégée sur Foncière des Murs, dans la mesure où elles portent sur des actifs pris individuellement, sans effet de diversification. De manière générale, un risque plus élevé a été retenu pour les actifs commerciaux par rapport aux hôtels, ainsi qu'un risque plus élevé pour les actifs en région que pour les actifs localisés dans les grandes métropoles. Les notes retenues pour les actifs Courtepaille tiennent compte du risque locatif qui leur est attaché et de la proximité de l'échéance des baux. En définitive, les notes de risque opérationnel, qui sont fonction du risque de prévision et du risque sectoriel, s'établissent entre 0,88 et 1,25 en fonction du niveau de risque de prévision estimé pour chaque actif.

Paramètres de marché et coût du capital :

Les paramètres de marché du modèle Trival® (Plan Wacc) permettent d'aboutir directement au coût du capital après impôt. Ils reflètent la situation des marchés financiers au moment de l'évaluation, qui se caractérisent, par l'abondance des liquidités résultant de l'action des Banques Centrales, par un certain optimisme sur les perspectives économiques en Europe, et par conséquent par des taux d'actualisation bas.

Sur la base de la moyenne 3 mois à fin mai 2017, le coût du capital pour une société de risque moyen (coefficient de risque de 1) et de taille moyenne (coefficient de taille de 1) s'établit à 5,74% après impôt⁶.

En tenant compte des différents risques de prévision estimés sur les actifs et des primes de marché d'Associés en Finance, les coûts du capital utilisés s'étagent entre 5,28% et 7,46% selon les actifs. Le Tableau 9 indique l'impact sur le coût du capital des différents actifs de l'effet risque et de l'effet taille.

⁵ Un coefficient inférieur à 1 correspond à une société de taille plus importante que la moyenne des sociétés suivies. Un coefficient supérieur à 1 correspond à une société de plus petite taille que la moyenne des sociétés suivies.

⁶ Il intègre une prime de risque opérationnel de 5,85% par unité de risque et une prime de taille de 3,03% par unité de taille.

Tableau 9
Primes de marché et coût du capital utilisé

Coût du capital	Coût du capital Marché	5,74%	5,74%
	Impact du risque des actifs (entre 0,88 et 1,25)	entre 5,85% x (0,88 - 1) et 5,85% x (1,25 - 1)	entre -0,73% et 1,45%
	Impact de la taille de FDM(1,09)	3,03% x (1,09 - 1)	0,27%
	Total Coût du capital des actifs		Entre 5,28% et 7,46%

Source : Associés en Finance

Intérêts minoritaires

Les intérêts minoritaires qui existent au sein de certains actifs / structures ne sont pas intégrés dans le calcul de l'ANR (celui-ci reposant sur les valeurs calculées en part du groupe).

Valeurs obtenues sur un échantillon représentatif d'actifs

Tableau 10
Ecart de valorisation sur les actifs examinés (M€)

	% de la valeur du portefeuille analysé par Associés en Finance	Ecart entre la valorisation par Associés en Finance et les expertises immobilières
Portefeuille Accor	36%	3,8%
Portefeuille B&B	20%	0,9%
Portefeuille Club Med	NS (peu d'actifs)	10,3%
Portefeuille Courtepaille	21%	3,0%
Portefeuille Jardiland	24%	12,2%
Portefeuille Motel One	29%	-2,5%
Portefeuille NH	52%	9,9%
Portefeuille Quick	33%	3,0%
Portefeuille Roca	65%	5,2%
Portefeuille Sunparks	100%	-11,2%
TOTAL des actifs analysés	39% (portefeuille à 100%)	2,1%
TOTAL PORTEFEUILLE	40% (portefeuille en Part du Groupe)	

Source : FDM, Associés en Finance

Les calculs menés par Associés en Finance font ainsi ressortir des valorisations assez voisines des valeurs d'expertise sur le portefeuille d'actifs présenté. L'écart sur la valeur agrégée de cet échantillon d'actifs s'élève à +2,1%, soit une différence de 29,6 M€ en part du groupe.

Les valorisations retenues sont proches des résultats des expertises immobilières, notamment sur les deux principaux portefeuilles (portefeuille Accor et portefeuille B&B).

Compte tenu de la faiblesse de ces écarts, les travaux d'Associés en Finance sont cohérents avec les expertises immobilières. Dans les calculs ci-dessous, l'écart en valeur sur les actifs analysés a été reporté en proportion sur les autres actifs (hors actifs sous promesse et actifs en développement).

Sur la base des conditions de marché de juin 2017

29

Passage de la valeur des actifs à la valeur des fonds propres (ANR ajusté)

Plusieurs éléments ont été intégrés pour passer de la valeur des actifs à la valeur des fonds propres (ANR ajusté).

Frais de fonctionnement nets

Les frais de fonctionnement nets (quote-part des charges de structure non intégrées dans la valorisation actif par actif⁷) ont été actualisés au coût du capital de FDM. Ces frais de fonctionnement incluent notamment le dividende précipitaire de 500 000 € par an versé à FDM Gestion (associé commandité de FDM). Ce calcul aboutit à une valeur des frais de holding de -136 M€. Ces frais de fonctionnement ne sont pas pris en compte dans les travaux de valorisation des experts immobiliers.

Ecart de valorisation sur les actifs de FDM Management

Les travaux de valorisation menés par Associés en Finance sur les actifs de FDM Management font ressortir un léger écart par rapport aux valeurs d'expertise (cf. ci-après section III.B.3). Cet écart est reporté ci-dessous au prorata de la détention de FDM.

Tableau 11
Calcul de l'ANR sur la base des travaux de valorisation d'Associés en Finance sur un échantillon d'actifs

M€	Calcul FDM		Calcul Associés en Finance	
	30-juin-17	€/action	30-juin-17	€/action
Capitaux propres consolidés (part du groupe)	2 074,6	23,6	2 074,6	23,6
<i>Retraitements :</i>				
Mise en juste valeur des actifs et fonds FDM	59,8		59,8	
Mise en juste valeur des dettes à taux Fixe	-11,0		-11,0	
Impôts Différés sur Ajustements	-11,1		-11,1	
Différence sur valorisation des actifs (au prorata des actifs examinés)			72,7	
Différence sur valorisation des actifs FDM nette des impôts différés en quote-part			2,3	
Frais de fonctionnement			-136,4	
ANR Triple Net EPRA / valeur des fonds propres	2 112,3	24,05	2 050,9	23,36

Sources : FDM et Associés en Finance

Selon cette approche, la valeur d'une action FDM s'élève à 23,4 € au 30 juin 2017.

Les résultats obtenus sont en définitive voisins du calcul de l'ANR triple net EPRA présenté par FDM, par compensation entre d'une part une valeur des actifs légèrement supérieure à celle des expertises immobilières, et d'autre part, et en sens inverse, l'intégration des frais de structure dans le calcul d'Associés en Finance.

III.B.4. Valeur des fonds propres calculée sur la base de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels de l'ensemble de la société FDM

En tenant compte des éléments financiers constatés sur les dernières années et des éléments de contexte économique et concurrentiel, FDM a été modélisé selon les principes utilisés de manière indépendante par Associés en Finance pour la mise en œuvre du modèle Trival® (cf. Annexe 2).

⁷ Sous la dénomination « frais de holding » sont repris ici tous les postes de produits et charges qui ne rentrent pas directement dans la valorisation par actif. Il s'agit des revenus de gestion et d'administration, dont sont déduits les frais liés à l'activité, les frais de structure et les frais de développement.

Comme indiqué précédemment (cf. III.B.3 pages 24 et suivantes), Trival® est utilisé selon deux modes opératoires : un modèle de valorisation *DCF to equity*, qui aboutit à la détermination de la valeur des fonds propres, et un modèle de valorisation *DCF to firm* qui intègre les mêmes flux prévisionnels, et qui aboutit à la détermination d'une valeur d'entreprise, puis d'une valeur des fonds propres après déduction de la dette nette et autres éléments correctifs.

La méthode *DCF to firm* a été utilisée ci-dessus pour déterminer l'actif net réévalué sur la base de l'actualisation des flux prévisionnels sur chacun des actifs immobiliers de FDM examinés. Associés en Finance a également mis en œuvre une méthode *DCF to equity* sur l'ensemble de la société Foncière des Murs, qui permet de prendre en compte les contraintes d'endettement au niveau du Groupe.

III.B.4.a. Estimation des flux prévisionnels

FDM a communiqué à Associés en Finance un plan d'affaires de la Société présenté en données en part du groupe. Ce plan d'affaires couvre la période 2017 à 2022. Il a servi de base à la modélisation réalisée par Associés en Finance sur cette période.

A partir de 2023, Associés en Finance a prolongé le plan d'affaires afin de modéliser un désendettement, qui se traduit par un niveau de ratio *loan to value* cible de 35%, niveau considéré comme compatible avec la note de risque financier de 3 utilisée dans la détermination du taux d'actualisation des flux. La modélisation est prolongée dans cet esprit jusqu'en 2051.

Plan d'affaires résumé

Le plan d'affaires fait ressortir des éléments opérationnels cohérents avec les tendances déjà soulignées dans l'analyse des comptes historiques (cf. partie II-B pages 11 et suivantes) (faible écart entre loyers bruts et loyers nets, niveau élevé des marges, poids des frais financiers et faible taux d'imposition). Le plan d'affaires tient compte des effets des arbitrages sur portefeuille (cessions, acquisitions et développements), et intègre le résultat des sociétés associées.

A l'exception de l'année 2017, qui bénéficie d'un effet périmètre important en raison de l'intégration du portefeuille Roca, la croissance des loyers est modérée à l'image des tendances constatées dans le secteur.

Sur la période du plan d'affaires, le rapport entre loyers nets et loyers bruts reste stable, à 98%. Compte tenu des caractéristiques de l'activité, la marge d'EBITDA sur loyers nets évolue peu et s'établit aux environs de 94% à 96%.

Le taux d'imposition du Groupe est faible, compte tenu du statut SIIC sur les activités françaises et s'établit à un peu plus de 3% en fin de plan d'affaires.

Distribution de dividendes et levier cible

Sur la durée du plan d'affaires, les prévisions de dividende de FDM sont utilisées pour la modélisation par Associés en Finance. A partir de 2023, Associés en Finance modélise la capacité de distribution de FDM compte tenu d'un ratio *loan to value* cible de 35%. Le taux de distribution du résultat net, de l'ordre de 82% entre 2017 et 2022, reste proche de ces niveaux sur la prolongation du plan d'affaires.

Prorogation du plan d'affaires et autres données prévisionnelles

Le plan d'affaires a été prorogé afin de respecter le *loan to value* cible. Pour l'extrapolation des données sur le long terme, la méthode d'élaboration des prévisions retenue dans Trival®, telle que décrite en annexe 2, a été utilisée. Les principales hypothèses utilisées dans la modélisation sont les suivantes :

- la croissance de l'activité s'établit à 1,5% à long terme, soit le niveau de l'hypothèse d'inflation retenue dans le modèle Trival® ;
- l'écart entre loyers bruts et loyers nets reste stable par rapport au niveau du plan d'affaires ;
- le taux sur la dette est attendu en légère hausse à terme, à 3% ;
- le taux d'impôt, compte tenu d'un poids plus important des portefeuilles à l'étranger, s'accroît légèrement à 5% ;
- la valeur terminale correspond à la valeur des fonds propres en fin de modélisation.

III.B.4.b. Estimation du coût des fonds propres

La méthode *DCF to equity* par actualisation des flux disponibles pour les actionnaires s'appuie sur le coût des fonds propres de FDM, qui prend en compte le risque global de l'activité du Groupe et la liquidité du titre en Bourse.

Risque relatif

Le risque relatif résulte des éléments suivants :

- Le risque de prévision est de 5 sur une échelle croissante de risque de 1 à 9, conformément au risque retenu pour FDM pour son suivi quotidien par Associés en Finance dans son modèle de valorisation Trival® ; ce risque de prévision, relativement élevé par rapport à une société foncière classique (cf. aussi paragraphe III.B.3 pages 24 et suivantes), s'explique par la sensibilité de FDM au portefeuille Accor. Même si le poids relatif du portefeuille Accor est en recul, tant du fait des cessions que des investissements dans d'autres actifs, il n'en reste pas moins vrai que les loyers du Groupe et la valeur du patrimoine demeurent influencés d'une année sur l'autre par la bonne santé ou non de l'activité hôtelière des actifs exploités par Accor. Cette approche est par ailleurs corroborée par la volatilité du titre en bourse, plus élevée que celle de ses comparables (cf. Figure 13) ;
- s'agissant d'un modèle de valorisation « *DCF to equity* », la mesure du risque incorpore également une notion de risque financier : il s'établit dans le cas présent à 3 sur une échelle de risque croissant de 1 à 5. Il reflète la structure financière actuelle et le ratio *loan to value* cible de 35% ;
- enfin, le risque sectoriel (bêta boursier de l'indice EPRA zone euro) est identique à celui qui a été utilisé pour la valorisation individuelle des actifs et s'élève à 0,84 (cf. pages 24 et suivantes).

Sur la base de ces éléments (risque de prévision de 5, risque financier de 3 et risque sectoriel de 0,84), le coefficient de risque relatif de FDM s'établit à 0,97.

Liquidité

Dans le modèle *DCF to equity*, la liquidité de chaque société est appréciée essentiellement au travers de la taille de son flottant, ainsi que par une mesure des montants absorbables (cf. annexe). Dans ce cadre, le coefficient d'illiquidité de l'action FDM en Bourse ressort à 1,60⁸.

Calcul du coût des fonds propres

Les coefficients de risque relatif et d'illiquidité sont appliqués aux primes de marché issues du modèle Trival® et calculées en moyenne sur 3 mois à fin mai 2017.

⁸ Un coefficient inférieur à 1 correspond à une société de taille en bourse plus importante que la moyenne des sociétés suivies. Un coefficient supérieur à 1 correspond à une société de plus petite taille en bourse que la moyenne des sociétés suivies.

Sur la base de la moyenne 3 mois à fin mai 2017, le coût des fonds propres pour une société de risque moyen (coefficient de risque de 1) et d'illiquidité moyenne (coefficient d'illiquidité de 1) s'établit à 6,34% après impôt⁹.

Le Tableau 12 détaille le calcul du coût des fonds propres qui s'établit à 6,75% pour FDM.

Tableau 12
Coût des fonds propres après impôt

Coût des fonds propres	Coût des fonds propres Marché	6,34%	6,34%
	Impact du risque de FDM (0,97)	$6,23\% \times (0,97 - 1)$	-0,20%
	Impact de l'illiquidité de FDM (1,6)	$1,02\% \times (1,6 - 1)$	0,81%
	Total Coût des fonds propres FDM		6,75%

Source : Associés en Finance

III.B.4.c. Résultats de la valorisation par l'actualisation des flux de trésorerie

Les résultats de la valorisation par la méthode *DCF to equity* résultent de l'actualisation des flux disponibles pour les actionnaires de FDM, sous contrainte de ratio *loan to value* cible, au coût des fonds propres de FDM. La valeur obtenue correspond directement à la valeur des fonds propres part du groupe de FDM (cf. Tableau 13).

Sur la base des éléments décrits précédemment, la méthode *DCF to equity* aboutit à une valorisation de 27,8 € par action FDM.

Tableau 13
Résultat de la valorisation de FDM par la méthode *DCF to equity*

Valeur de l'action FDM	Valorisation des fonds propres de FDM (K€)	2 445
	Nombre d'actions composant le capital	87 813 437
	Valeur des actions FDM (€/action)	27,84

Sur la base des primes moyennes sur trois mois

Source : Associés en Finance

III.B.5. Valeur des fonds propres sur la base de la valorisation par multiples constatés sur des sociétés comparables

Compte tenu des spécificités de l'activité de FDM, l'échantillon de sociétés comparables a été constitué selon les principes suivants :

- Constitution d'un échantillon de sociétés immobilières cotées
- Echantillon principalement centré sur des sociétés françaises (en raison de l'existence du régime fiscal SIIC) en excluant :

⁹ Il intègre une prime de risque de 6,23% par unité de risque et une prime d'illiquidité de 1,02% par unité d'illiquidité.

- o les sociétés les plus importantes en taille, dont la diversité des actifs implique une très forte prime de taille¹⁰,
- o et, à l'inverse, les sociétés les plus petites, d'une part parce qu'elles sont très peu suivies par les analystes, et d'autre part parce que leurs actifs sont souvent en nombre très réduit.

La pertinence de l'échantillon est réduite par le fait qu'il existe peu de sociétés immobilières cotées spécialisées dans l'externalisation de murs d'actifs opérationnels¹¹.

L'échantillon retenu est présenté dans le Tableau 14 qui indique aussi le niveau des marges des différentes sociétés. Celles-ci sont en moyenne inférieures à celles de Foncière des Murs (qui bénéficie de la part importante dans ses revenus des baux « triple net » et des partenariats de long terme, qui évitent la vacance des actifs).

Tableau 14
Echantillon de sociétés immobilières

Société	Pays	CA	EBITDA	EBIT	Marge d'EBITDA		
		2016R	2016R	2016R	2017E	2018E	2019E
ANF Immobilier	France	51,2	38,3	37,4	67,3%	69,2%	70,5%
Societe Fonciere Lyonnaise	France	198,1	170,5	169,7	85,2%	85,3%	93,8%
Affine R.E.	France	34,7	21,1	20,0	65,0%	66,5%	67,0%
Société de la Tour Eiffel	France	59,6	45,9	25,2	80,8%	81,5%	82,0%
Terreïs (France)	France	66,7	59,6	29,9	88,6%	88,5%	88,9%
Cofinimmo S.A.	Belgium	203,1	175,1	174,9	81,4%	82,6%	83,2%
Mercialys S.A.	France	189,8	159,1	127,5	83,4%	83,8%	84,0%
Pandox AB (publ)	Sw eden	403,9	186,0	171,0	49,8%	50,5%	50,5%
Hispania Activos Inmobiliarios SOCIMI Spain	Spain	111,1	90,2	88,9	67,6%	73,6%	77,2%
Moyenne					76,8%	78,5%	79,3%
Médiane					81,1%	83,1%	82,6%

Source : Associés en Finance et CapitalIQ – Données opérationnelles en M€

NB : les sociétés Foncière Atlant, Acanthe Développement et Foncière Inea ont également été examinées mais n'ont pu être retenues faute d'estimations sur leurs agrégats opérationnels

Cet échantillon extériorise les multiples d'EBITDA présentés dans le Tableau 15. Ces multiples sont très proches de ceux qui ressortent implicitement du calcul en comparant valeur d'entreprise et agrégats prévisionnels issus du Consensus de Marché sur FDM.

¹⁰ De ce fait, nous n'avons pas inclus dans l'échantillon la maison-mère de FDM (Foncière des Régions) en raison de sa taille.

¹¹ L'échantillon comporte Cofinimmo, société belge qui détient un portefeuille de bureaux mais aussi des murs de cliniques et maisons de retraites (45% du portefeuille), ainsi que des murs de cafés / restaurants et des murs d'agences (cabinets d'assurance MAAF en France) (ces deux dernières activités représentant 16% du patrimoine).

Tableau 15
Multiples d'EBITDA des sociétés immobilières

Société	Capitalisation boursière	Valeur d'entreprise	VE / EBITDA		
			2017E	2018E	2019E
ANF Immobilier	372,1	939,3	28,2x	26,2x	23,8x
Societe Fonciere Lyonnaise	2 329,2	4 688,9	28,5x	27,8x	27,2x
Affine R.E.	180,4	377,7	21,8x	21,0x	20,0x
Société de la Tour Eiffel	687,7	1 097,8	19,9x	19,6x	18,9x
Terrès (France)	985,0	1 807,0	28,6x	28,1x	26,7x
Cofinimmo S.A.	2 254,9	3 829,2	22,0x	21,5x	21,0x
Mercialys S.A.	1 624,9	3 328,3	20,0x	20,1x	19,6x
Pandox AB (publ)	2 367,1	4 304,9	18,9x	17,8x	16,8x
Hispania Activos Inmobiliarios SC	1 537,1	2 088,0	19,2x	19,7x	17,2x
Moyenne			23,0x	22,4x	21,3x
Médiane			21,8x	21,0x	20,0x

Source : Associés en Finance et CapitalIQ – Valeur d'entreprise et capitalisation boursière en M€

Appliqués aux EBITDA prévisionnels de FDM (en part du groupe) sur les années 2017, 2018 et 2019, ces multiples aboutissent à une valeur d'entreprise de 3 575 M€ de FDM en part du groupe (Tableau 16), comprise entre 3 477 M€ et 3 664 M€.

Après déduction de la dette, la valeur des fonds propres s'établit à 2 473 M€. Toutefois, il convient de prendre en compte la faible liquidité de FDM en bourse qui induit une décote sur sa valorisation. Si FDM se caractérise en effet par une valeur d'entreprise équivalente ou même supérieure à celle de la moyenne des comparables présentés dans le Tableau 15, son flottant est faible, et le titre est peu liquide en bourse. A cet égard, comme rappelé au sujet du modèle Trival (cf. annexe 2), la faible liquidité du titre impacte sa valorisation, impliquant une décote de son cours par rapport à celui des autres sociétés, plus liquides. Cette décote implicite a été calculée par le biais du modèle Trival®, en comparant la valorisation obtenue par DCF sur Foncière des Murs à celle obtenue si cette dernière avait la même liquidité que la moyenne de ses comparables ci-dessus¹². Cette différence de liquidité, retranscrite en valeur en € par action, correspond à une décote calculée de -4,7%¹³. Après prise en compte de cette décote, la valeur de FDM s'établit comme présenté dans le Tableau 16.

¹² La liquidité dans le modèle Trival est appréhendée par deux paramètres : le flottant en bourse, et les montants absorbables (montants qui peuvent être échangés quotidiennement sans faire décaler le cours de plus de 1%) (cf. Annexe 2). Le coefficient d'illiquidité médian des sociétés présentées dans l'échantillon de sociétés comparables ressort à 1,29 (contre 1,60 pour Foncière des Murs).

¹³ Ce calcul est effectué à partir des résultats de la méthode DCF to Equity présentée en section III.B.4.b. Si FDM avait la même liquidité (1,29) que ses comparables, le taux utilisé pour actualiser les flux prévisionnels ne serait plus de 6,75% mais de 6,44%, et la valeur obtenue ne serait plus de 27,84 € mais 29,21 € par action. L'écart entre ces deux valeurs donne la décote de -4,7%.

Tableau 16
Valorisation de FDM par la méthode des multiples des comparables

	sur la base des multiples VE/ EBITDA
Valeur d'entreprise moyenne (M€), avant décote	3 575
- Dette nette PiG au 30 juin 2017	-1 473
+ Participations et actifs financiers (revalorisation base ANR triple net)	369
- Autres ajustements (engagements pour retraites et minoritaires)	2
Valeur des fonds propres (M€)	2 473
Nombre d'actions	87 813 437
Valeur des fonds propres en € par action avant décote de liquidité	28,16 €
Valeur des fonds propres en € par action après décote de liquidité	26,84 €

Source : FDM et Associés en Finance

Selon cette approche, la valeur d'une action FDM s'élève à 26,8 € à fin juin 2017.

III.B.6. Transactions récemment réalisées sur le capital de FDM

Cette approche ne constitue pas une méthode de valorisation mais permet de mettre en perspective les dernières transactions réalisées sur le capital de FDM avec les valeurs ressortant des expertises immobilières et les valeurs des ANR.

Augmentations de capital avec appel au marché

Dans les cinq dernières années, Foncière des Murs a procédé à deux augmentations de capital avec appel au marché, en 2014 et 2017. Ces augmentations de capital, réalisées avec maintien du droit préférentiel de souscription (DPS) au profit des anciens actionnaires¹⁴, se sont classiquement effectuées avec une décote, à la fois sur le cours de référence et l'ANR triple net de référence.

Offres publiques et modification de la structure capitalistique de FDM

OPA de 2015

La transaction capitalistique la plus importante des dernières années sur le capital de FDM a été réalisée en 2015, par le rachat à Generali et ACM Vie de 14,6% du capital de FDM (cf. aussi section III.B.1 sur l'analyse du cours).

Suite au franchissement par Foncière des Régions du seuil d'un tiers du capital et des droits de vote de FDM, une OPA aux mêmes conditions financières a été lancée, à la suite de laquelle Foncière des Régions n'avait obtenu que 0,02% supplémentaires au capital de FDM.

Ces deux opérations (achat direct de titres auprès de Generali et d'ACM, et OPA) ont été réalisées à un prix de référence équivalent au dernier ANR triple net connu de FDM, et avec une décote de -3,4% par rapport au cours de référence avant l'annonce de l'Offre.

¹⁴ L'existence de DPS permet en théorie de garantir la neutralité de l'augmentation de capital pour les anciens actionnaires, qui bénéficient par les DPS d'une compensation de la dilution du cours engendrée par l'émission de nouveaux titres avec décote par rapport au cours.

OPE de 2016

En 2016, Foncière des Régions a lancé une Offre Publique d'Echange (ci-après « OPE »), faisant suite à son rachat de 3,34% du capital de FDM auprès de ACM Vie¹⁵ (réalisé par échange d'actions FDR contre des actions FDM).

La parité d'échange, qu'il s'agisse de l'acquisition initiale auprès de ACM Vie, ou des opérations subséquentes (achat de 1,01% du capital auprès d'investisseurs financiers par échange contre des titres FDR puis OPE auprès du public), s'établissait à une action Foncière des Régions pour trois actions Foncière des Murs (dividendes détachés), soit un niveau proche du rapport des ANR Triple net (soit 2,89). L'OPE n'avait permis à Foncière des Régions que d'accroître de 0,28% supplémentaires sa participation au capital de Foncière des Murs.

Ces opérations sont présentées ci-dessous sur la base du cours de Foncière des Régions en clôture le jour où les conditions des offres ont été fixées. Le cours de référence est le cours de clôture de Foncière des Murs le même jour. Cette méthodologie débouche sur des primes sur l'ANR Triple net de +5,2% pour le rachat à ACM Vie et de +17,1% pour l'OPE, compte tenu de l'évolution des cours entre les deux opérations. Par rapport au cours, l'OPE affiche une prime (+5,9%), alors que le rachat à ACM Vie présente une décote de -2,3%.

Tableau 17
Transactions sur le capital de FDM

	Montant (en KE)	Nombre d'actions	Prix	ANR Triple net de référence *	Cours de référence
Augmentation de capital 12 novembre 2014	197 611	9 880 528	20,00 €	25,30 €	22,20 €
Augmentation de capital 17 mars 2017	200 081	9 262 995	21,60 €	25,30 €	27,64 €
Rachat de 14,6% du capital à Generali et ACM Vie par Foncière des Régions 25 février 2015	215 360	9 363 478	23,00 €	22,70 €	23,81 €
OPA de Foncière des Régions 16 mars 2015	17 251	750 043	23,00 €	22,70 €	23,75 €
Rachat de 3,34% du capital à ACM Vie 17 février 2016	57 890	2 473 242	23,41 €	22,25 €	23,95 €
OPE de Foncière des Régions 28 avril 2016	5 351	205 334	26,06 €	22,25 €	24,61 €

Source : FDM et Associés en Finance

* Ajusté du dividende en cas d'offre dividende détaché

III.B.7. Objectifs de cours des analystes suivant la société

Cette approche ne constitue pas une méthode de valorisation mais recense les opinions des analystes sur la société. Dans le cas présent, seul un bureau d'analyse a publié dans la période des travaux de valorisation menés par Associés en Finance un objectif de cours sur Foncière des Murs, à savoir Invest Securities dont l'objectif de cours, en date du 17 juillet 2017, s'élève à 27 € par action. Cet objectif est cohérent avec les fourchettes de valeur par action présentées ci-dessus.

¹⁵ Après l'annonce de cette opération le 18 février 2016 (apport des titres détenus par ACM en échange d'actions FDR, et annonce d'une OPE aux mêmes conditions), trois organismes de placement collectif de valeurs mobilières et deux sociétés d'investissement, dont la gestion était assurée par BMO Global Asset Management, ont souhaité apporter 745 527 actions FDM, représentant 1,01 % du capital de FDM, à FDR selon les mêmes modalités que l'apport réalisé par ACM. Nous considérons que ce deuxième apport constitue le prolongement du premier, et ne doit donc pas être analysé spécifiquement.

III.C. Evaluation de FDM Management

Evaluation hors projet de développement à Berlin : méthodologie et mise en œuvre des méthodes

Comme indiqué précédemment et détaillé dans le Tableau 5, Associés en Finance a mis en œuvre une approche multi-critères de la valorisation de FDM Management, en privilégiant les méthodes d'actualisation de flux prévisionnels. Le projet de développement à Berlin a fait l'objet d'une valorisation séparée reposant sur l'actualisation des flux prévisionnels du projet en différentiel par rapport à la situation existante et probabilisée par une méthode optionnelle.

III.C.1. *Actif net réévalué sur la base des valeurs d'expertise (méthode ANR triple net EPRA)*

FDM Management a fait procéder à l'expertise de ses actifs immobiliers à fin juin 2017 par des experts immobiliers spécialistes du secteur hôtelier, comme elle le fait régulièrement à l'occasion de la publication de ses comptes. Associés en Finance a examiné les expertises détaillées disponibles au 31 décembre 2016 et le résultat des mises à jour à fin juin 2017. Ces expertises sont basées sur des méthodes d'actualisation des flux prévisionnels de chaque entité, qui reposent sur les conditions contractuelles régissant les relations avec les exploitants des hôtels, et sur les plans d'affaires tels que communiqués par FDM Management, éventuellement amendés par chacun des experts en fonction de leur expérience et de leur connaissance des marchés locaux.

Les expertises ont fait ressortir une valeur pour les Murs et les Fonds de 1 254,6 M€ et de 1 271,3 M€ à fin décembre 2016 et fin juin 2017 respectivement. La valeur du portefeuille à 100% est en hausse de +1,3% sur le premier semestre 2017, et de +2,3% à périmètre constant¹⁶.

La valeur de l'ANR triple net EPRA est obtenue en ajoutant aux fonds propres comptables la plus-value latente par rapport à la valeur des actifs au bilan de FDMM (en quote-part de détention), post ajustement liés aux impôts différés sur ces plus-values, et après mise en juste valeur des dettes à taux fixe. Les résultats obtenus par FDMM sont présentés dans le Tableau 8.

Tableau 18
Calcul de l'ANR triple net EPRA (en K€ ou en € par action)

K€	31-déc.-16	€/action	30-juin-17	€/action
Capitaux propres consolidés (part du groupe)	350 301	5,64	344 645	5,54
<i>Retraitements :</i>				
Mise en juste valeur des Immeubles & fonds de commerce	111 884		146 048	
Mise en juste valeur des dettes à taux Fixe	988		1 068	
Impôts Différés sur Ajustements	-21 245		-27 374	
Frais de structure				
ANR Triple Net EPRA	441 926	7,11	465 287	7,49
Elimination IFT & dettes à taux fixe	-1 788		-1 894	
Elimination Impôts Différés	78 089		77 363	
ANR EPRA	518 227	8,34	540 747	8,70
Nombre d'actions composant le capital	62 160 800		62 160 800	

Source : FDM Management (mise en juste valeur des immeubles et fonds de commerce sur la base des expertises immobilières)

Selon cette approche, la valeur d'une action FDMM s'élève à 7,49 € au 30 juin 2017.

¹⁶ Cession d'une cellule commerciale au sein de l'hôtel Ibis Dresden à la valeur d'expertise de fin 2016

III.C.2. Actif net réévalué sur la base de l'actualisation des flux prévisionnels sur chacun des actifs hôteliers

Dans son principe, la méthode suivie est équivalente au calcul d'un ANR triple net EPRA, mais les valorisations sous-jacentes résultent de l'actualisation des flux prévisionnels sur chacun des actifs hôteliers, établis à partir des plans d'affaires communiqués par FDM. Ceux-ci détaillent les flux des OpCo et des PropCo, et présentent également une version consolidée OpCo et PropCo pour chacun des actifs sur lesquels cette consolidation est pertinente.

Comme indiqué précédemment pour les actifs de Foncière des Murs, le modèle Trival® d'Associés en Finance (*présentation détaillée en annexe 2*) a été utilisé pour la détermination des taux d'actualisation et les principes de modélisation.

Application du modèle Trival® dans le cadre du portefeuille d'actifs de FDM Management

La méthode *DCF to firm* a été utilisée pour déterminer l'actif net réévalué sur la base de l'actualisation des flux prévisionnels sur chacun des actifs hôteliers. L'application de cette méthode permet d'aboutir directement au coût du capital pertinent pour chaque actif.

Contrairement aux travaux de valorisation menés sur les actifs de Foncière des Murs, dont le nombre important avait conduit à la mise en œuvre d'une validation des résultats des expertises sur un échantillon représentatif d'actifs, les évaluations menées sur FDM Management ont porté sur l'intégralité des actifs. Ceci est également rendu possible par l'existence de plans d'affaires individualisés pour chaque actif.

Les principes de valorisation, énoncés ci-dessous, sont identiques quels que soient les actifs :

- Les flux considérés résultent des plans d'affaires communiqués, et sont différenciés selon les structures (OpCo et PropCo) compte tenu des différences d'impôt possibles ou de l'existence d'intérêts minoritaires ;
- Les flux actualisés correspondent aux cash-flows générés après impôt et consolidés sur les deux structures OpCo et PropCo, après investissements ;
- Les flux provenant des OpCo et des PropCo ont été actualisés au même taux, puisque concernant le même actif ;
- Les valeurs terminales reposent sur la méthode de Gordon-Shapiro (capitalisation à l'infini d'un flux croissant d'un taux fixe, en général l'inflation anticipée à long terme dans Trival, soit 1,5%) ;
- Les taux d'actualisation de ces flux résultent de la mise en œuvre de la méthode Trival, détaillée en annexe 2. Dans cette méthode, les taux d'actualisation résultent des primes de marché calculées dans Trival, et des coefficients de risque et de taille appropriés à chaque actif ;
- L'approche spécifique du risque et du poids de la taille des actifs est détaillée ci-après.

Estimation du risque et estimation de la taille

Le coût du capital tel que calculé dans Trival® repose sur les primes de marché globales et sur des coefficients spécifiques de risque et de taille.

Mesure du coefficient de taille

Le coefficient de taille a été calculé en considérant la taille globale du portefeuille d'actifs soit 1 255 M€ sur la base des expertises de fin 2016. Par comparaison avec la taille en valeur d'entreprise de l'ensemble des sociétés cotées suivies dans Trival, cette taille correspond à un coefficient de 1,23¹⁷.

¹⁷ Un coefficient inférieur à 1 correspond à une société de taille plus importante que la moyenne des sociétés suivies. Un coefficient supérieur à 1 correspond à une société de plus petite taille que la moyenne des sociétés suivies.

Mesure du coefficient de risque

Le coefficient de risque prend en compte deux éléments, comme indiqué précédemment au sujet de la valorisation des actifs de Foncière des Murs :

- Compte tenu du caractère mixte de l'activité de FDMM (immobilier et exploitation hôtelière), le risque sectoriel retenu (bêta sectoriel) correspond à celui de l'indice EPRA à hauteur de 80%, et à celui de l'indice Eurostoxx Loisirs / Tourisme à hauteur de 20%. Cette répartition est cohérente avec les éléments constatés dans la profession en matière de répartition de la valorisation entre murs et exploitation hôtelière (cf. plus loin également la méthode de valorisation par comparables).
- La note de risque de prévision, actif par actif, qui s'étage entre une note 1 (très faible risque) à une note 9 (risque très élevé), pour une note médiane de 5.

Comme déjà mentionné, les notes de risque de prévision dans le modèle Trival s'établissent entre 3 et 5 pour les sociétés du secteur immobilier. Dans le même temps, les notes de risque de prévision s'établissent entre 4 et 6 pour les sociétés du secteur hôtellerie / tourisme suivies par Associés en Finance. Dans ce contexte, les notes de risque de prévision ont été retenues entre 4 et 6 pour les différents actifs de FDMM, en tenant compte des analyses concurrentielles et analyses de risque présentées dans les expertises immobilières et des discussions avec les équipes de FDM Management.

En tenant compte de ces différents risques de prévision et des primes de marché d'Associés en Finance, les coûts du capital utilisés s'étagent entre 5,75% et 7,20% selon les actifs.

Tableau 19
Primes de marché et coût du capital utilisé

Coût du capital	Coût du capital Marché	5,74%	5,74%
	Impact du risque des actifs (entre 0,88 et 1,13)	entre $5,85\% \times (0,88 - 1)$ et $5,85\% \times (1,13 - 1)$	entre -0,7% et 0,75%
	Impact de la taille de FDMManagement (1,23)	$3,03\% \times (1,23 - 1)$	0,71%
	Total Coût du capital des actifs		Entre 5,75% et 7,2%

Eléments spécifiques sur certains actifs ou portefeuille d'actifs

Crowne Plaza Bruxelles Aéroport

Cet actif a une double particularité :

- Le taux de fréquentation de l'hôtel a fortement souffert des attentats de mars 2016 à Bruxelles (y compris sur le site même de l'aéroport, qui a été fermé plusieurs jours). Le plan d'affaires présenté par FDMM prévoit de ce fait une remontée de ce taux de fréquentation sur 2018 et 2019 puis une croissance du chiffre d'affaires stable à 1,5% sur les années suivantes. Associés en Finance a pour sa part retenu une croissance un peu plus élevée, pour appréhender le potentiel de retour à une situation normale et de corrélation avec la croissance de la zone euro et aboutit à des hypothèses de chiffre d'affaires à partir de 2024 proches de celles retenues par l'expert immobilier.
- Il existe d'importants reports déficitaires : la consommation de ces reports déficitaires implique qu'il n'y a quasiment pas d'impôts sur les flux opérationnels pendant la durée de la modélisation.

Park Inn Alexander Platz (Berlin)

L'investissement à Alexander Platz à Berlin comporte deux spécificités :

- L'existence de commerces,
- Surtout, l'existence de réserves foncières, sur lesquelles FDMM projette de mener un développement important, qui impliquera notamment de détruire les commerces existants.

Ce projet de développement devrait permettre de créer une valeur ajoutée supplémentaire. Celle-ci est estimée de manière séparée via la mise en œuvre d'une méthode optionnelle décrite plus loin dans ce document. La valorisation présentée ci-dessous retient les réserves foncières à leur valeur d'acquisition, ainsi que l'hôtel et les commerces à la valeur correspondant à leur situation actuelle.

Intérêts minoritaires

Les intérêts minoritaires qui existent au sein de certains actifs / structures (cf. Figure 9) ne sont pas intégrés dans le calcul de l'ANR.

Valeur des actifs obtenue

Le Tableau 20 résume le résultat des travaux d'Associés en Finance sur les actifs détenus par FDM Management, à fin juin 2017, qui s'écartent peu des valorisations ressortant des expertises immobilières.

Tableau 20
Valorisation des actifs (M€)

Portefeuille	Valeurs d'expertise (Murs & fonds) à 100% à fin juin 2017	Valeur Associés en Finance	Plus-value Associés en Finance	Plus values latentes PdG	Impôts différés
Total Portefeuille	1 271 260	1 278 703	160 222	153 948	-28 645

Source : Associés en Finance

Passage de la valeur des actifs à la valeur des fonds propres (ANR)

Plusieurs éléments ont été intégrés pour passer de la valeur des actifs à la valeur des fonds propres (ANR).

Frais de holding

Les frais de holdings (quote-part des charges de structure non intégrées dans la valorisation actif par actif) ont été actualisés au coût du capital de FDMM. Ce calcul aboutit à une valeur des frais de holding de -16,8 M€.

Calcul des ANR : impôts différés

Comme dans le calcul des ANR triple net EPRA, le calcul ci-dessous intègre les impôts différés liés à la différence de valeur par rapport aux valeurs au bilan.

Tableau 21
Calcul de l'ANR sur la base de la valorisation actif par actif

KE	Calcul FDMM		Calcul FDMM		Calcul Associée en Finance	
	31-déc.-16	€/action	30-juin-17	€/action	30-juin-17	€/action
Capitaux propres consolidés (part du groupe)	350 301	5,64	344 645	5,54	344 645	5,54
Retraitements :						
Mise en juste valeur des immeubles & fonds de commerce	111 884		146 948		153 948	
Mise en juste valeur des dettes à taux Fixe	966		1 068		1 068	
Impôts Différés sur Ajustements	-21 245		-27 374		-28 645	
Frais de structure					-16 809	
ANR Triple Net EPRA / valeur des fonds propres	441 926	7,11	465 287	7,49	454 208	7,31

Source : Associés en Finance et FDMM

Selon cette approche, la valeur d'une action FDMM s'élève à 7,31 € au 30 juin 2017.

L'écart de valorisation par rapport au calcul de l'ANR triple net EPRA présenté par FDMM résulte principalement de l'intégration des frais de structure dans le calcul. La valeur potentielle du projet de développement sur Alexander Platz n'est pas appréhendée dans ce calcul (cf. section III.C.6 pages 50 et suivantes).

III.C.3. Valeur des fonds propres sur la base de la valorisation par multiples constatés sur des sociétés comparables

L'application de la méthode des multiples constatés sur des sociétés comparables doit tenir compte de deux éléments :

- L'activité de FDMM relève à la fois des activités immobilières et des activités hôtelières ;
- L'existence des OpCo et PropCo permet en théorie de mesurer la part des flux qui reviennent aux activités hôtelières (OpCo) et la part des flux qui reviennent aux activités immobilières (PropCo). Toutefois, cette distinction revêt en partie un caractère arbitraire, puisque la rentabilité de la PropCo sera d'autant plus élevée que le loyer payé par l'OpCo sera important, et que ce montant dépend d'accords internes. De même, la répartition des charges de structure dépend d'une allocation interne.

Dans ces conditions, les calculs intègrent une affectation de 80% de l'EBITDA généré aux PropCo, et de 20% aux OpCo, ce ratio correspondant à celui utilisé pour le calcul du risque sectoriel et ressortant des expertises immobilières qui répartissent la valeur totale d'un actif en valeur des murs et valeur du fonds de commerce.

Ce ratio est corroboré par les calculs individuels menés dans la méthode d'actualisation des flux prévisionnels pour les actifs sur lesquels il était nécessaire de séparer la valeur des murs et la valeur des fonds en raison de l'existence d'intérêts minoritaires dans certaines structures (Hôtels Première Classe). Ces calculs aboutissaient à une valeur moyenne des murs de 82,6% du total de l'actif sur ce portefeuille spécifique. Une répartition de l'ordre de 80% pour les murs et 20% pour les fonds de commerce correspond également aux pratiques dans le secteur.

Compte tenu des spécificités de l'activité de FDMM, deux échantillons de sociétés comparables ont ainsi été constitués :

- Un premier échantillon constitué de sociétés immobilières cotées, principalement centré sur des sociétés françaises en excluant :
 - les sociétés les plus importantes en taille, dont la diversité des actifs implique une très forte prime de taille,
 - et, à l'inverse, les sociétés les plus petites, d'une part parce qu'elles sont très peu suivies par les analystes, et d'autre part parce que leurs actifs sont souvent en nombre très réduit.

La pertinence de l'échantillon est réduite par le fait qu'il existe peu de sociétés immobilières cotées spécialisées dans la détention de murs d'actifs opérationnels : à cet égard, Foncière des

Murs, maison-mère de FDMM, représente la société la plus comparable. A également été incluse dans l'échantillon Cofinimmo, société belge dont une partie de l'activité consiste en la détention de murs¹⁸.

- Un second échantillon constitué d'exploitants hôteliers, au premier rang desquels les groupes responsables de l'exploitation des hôtels du portefeuille FDMM (Accor, Rezidor, Marriott, IHG). D'autres exploitants ont également été pris en compte, dans la mesure où ils présentaient une implantation géographique en Europe continentale et une gamme d'hôtels diversifiée.

Les deux échantillons retenus sont présentés dans le Tableau 22 et le Tableau 23 qui indiquent aussi le niveau des marges des différentes sociétés.

Tableau 22
Echantillon de sociétés immobilières

Société	Pays	CA	EBITDA	EBIT	Marge d'EBITDA		
		2016R	2016R	2016R	2017E	2018E	2019E
ANF Immobilier	France	51,2	38,3	37,4	67,3%	69,2%	70,5%
Societe Fonciere Lyonnaise	France	198,1	170,5	169,7	85,2%	85,3%	93,8%
Affine R.E.	France	34,7	21,1	20,0	65,0%	66,5%	67,0%
Société de la Tour Eiffel	France	59,6	45,9	25,2	80,8%	81,5%	82,0%
Fonciere Des Murs	France	171,0	173,7	173,6	93,4%	93,8%	93,5%
Terreis (France)	France	66,7	59,6	29,9	88,6%	88,5%	88,9%
Cofinimmo S.A.	Belgium	203,1	175,1	174,9	81,4%	82,6%	83,2%
Mercialys S.A.	France	189,8	159,1	127,5	83,4%	83,8%	84,0%
Moyenne					80,7%	81,4%	82,9%
Médiane					82,4%	83,2%	83,6%

Source : Associés en Finance et CapitalIQ – Données opérationnelles en M€

NB : les sociétés Foncière Atland, Acanthe Développement et Foncière Inea ont également été examinées mais n'ont pu être retenues faute d'estimations sur leurs agrégats opérationnels

¹⁸ Des murs de cliniques et maisons de retraites (45% du portefeuille), ainsi que des murs de cafés / restaurants et des murs d'agences (cabinets d'assurance MAAF en France) (ces deux dernières activités représentant 16% du patrimoine).

Tableau 23
Echantillon de sociétés hôtelières

Société	Pays	CA	EBITDA	EBIT	Marge d'EBITDA		
		2016R	2016R	2016R	2017E	2018E	2019E
Marriott International, Inc.	United States	15 322,1	1 795,9	1 576,9	14,0%	14,5%	15,1%
Accor SA	France	5 630,0	495,0	390,0	19,6%	20,5%	21,2%
InterContinental Hotels Group PLC	United Kingdom	1 539,2	679,4	630,0	47,4%	48,0%	48,8%
Rezidor Hotel Group AB (publ)	Belgium	961,2	78,8	37,0	10,1%	13,5%	12,2%
Hilton Worldwide Holdings Inc.	United States	10 467,5	2 348,7	1 818,3	21,0%	21,0%	21,7%
Wyndham Worldwide Corporation	United States	5 025,1	1 178,4	952,2	24,2%	24,5%	24,8%
Whitbread PLC	United Kingdom	3 476,8	870,4	645,3	25,2%	25,3%	25,5%
Choice Hotels International, Inc.	United States	829,9	237,0	214,7	30,7%	31,3%	nd
Meliá Hotels International, S.A.	Spain	1 805,5	274,2	181,3	16,2%	16,8%	17,6%
NH Hotel Group, S.A.	Spain	1 447,9	170,7	72,4	14,6%	15,4%	15,9%
Moyenne					22,3%	23,1%	22,3%
Médiane					20,3%	20,7%	21,5%

Source : Associés en Finance et CapitalIQ – Données opérationnelles en M€

Ces deux échantillons extériorisent les multiples d'EBITDA présentés dans le Tableau 24 et le Tableau 25.

Il convient de noter que l'ensemble des sociétés foncières présentées bénéficient d'un régime fiscal privilégié en tant que sociétés immobilières cotées, qui les exemptent quasiment intégralement d'impôt. Ceci n'est pas le cas des PropCo du portefeuille de FDMM, ce qui justifie l'application d'une décote sur les multiples à hauteur de l'impôt moyen payé, qui s'établit entre 15,825% et 34,4% (taux français actuel), et un taux pondéré de l'ordre de 20%. Par ailleurs, la taille du portefeuille de FDMM est sensiblement inférieure à la taille médiane des actifs des sociétés présentées. Cette différence de taille constitue également un élément de décote. Une décote de 25% sur les multiples des sociétés foncières est en définitive prise en compte.

On peut noter aussi que dans cette approche, les dettes sont retenues à leur nominal, par souci de cohérence avec le calcul des multiples sur les sociétés comparables qui retiennent de même les dettes à leur valeur nominale.

Tableau 24
Multiples d'EBITDA des sociétés immobilières

Société	Capitalisation boursière	Valeur d'entreprise	VE / EBITDA		
			2017E	2018E	2019E
ANF Immobilier	372,1	939,3	28,2x	28,2x	23,8x
Societe Fonciere Lyonnaise	2 329,2	4 688,9	28,5x	27,8x	27,2x
Affine R.E	160,4	377,7	21,8x	21,0x	20,0x
Société de la Tour Eiffel	687,7	1 097,8	19,9x	19,6x	18,9x
Fonciere Des Murs	2 379,4	3 727,8	22,1x	21,1x	20,6x
Terreïs (France)	985,0	1 807,0	28,6x	28,1x	26,7x
Cofinimmo S.A.	2 254,9	3 829,2	22,0x	21,5x	21,0x
Mercialys S.A.	1 624,9	3 328,3	20,0x	20,1x	19,6x
Moyenne			23,9x	23,2x	22,2x
Médiane			22,1x	21,3x	20,8x
Multiple médian après décote de 25%			16,5x	16,0x	15,6x

Source : Associés en Finance et CapitalIQ – Valeur d'entreprise et capitalisation boursière en M€

Tableau 25
Multiples d'EBITDA des sociétés hôtelières

Société	Capitalisation boursière	Valeur d'entreprise	VE / EBITDA			VE / EBIT		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
Marriott International, Inc.	33 672,4	39 936,8	14,1x	13,1x	12,6x	18,1x	16,4x	15,6x
Accor SA	11 785,8	13 248,2	11,1x	10,0x	9,1x	15,9x	13,9x	12,5x
InterContinental Hotels Group PLC	8 581,2	9 875,6	13,2x	12,2x	11,3x	14,9x	13,8x	12,8x
Rezidor Hotel Group AB (publ)	556,9	560,8	5,8x	4,0x	4,4x	10,5x	6,0x	7,0x
Hilton Worldwide Holdings Inc.	18 507,5	23 798,2	14,0x	13,1x	12,3x	19,5x	17,5x	15,9x
Wyndham Worldwide Corporation	8 861,8	13 793,5	9,6x	9,0x	8,5x	11,9x	11,0x	10,8x
Whitbread PLC	8 430,9	9 679,8	10,4x	9,7x	8,9x	14,1x	13,2x	12,3x
Choice Hotels International, Inc.	3 237,0	3 750,7	14,2x	13,1x	12,5x	14,9x	13,7x	13,0x
Meliá Hotels International, S.A.	3 038,1	2 697,9	11,6x	10,2x	9,0x	18,3x	15,7x	13,3x
NH Hotel Group, S.A.	1 645,8	2 384,1	10,2x	8,7x	7,8x	19,0x	14,8x	12,7x
Moyenne			11,4x	10,3x	9,6x	15,7x	13,6x	12,6x
Médiane			11,3x	10,1x	9,0x	15,4x	13,9x	12,7x

Source : Associés en Finance et CapitalIQ – Valeur d'entreprise et capitalisation boursière en M€

Appliqués aux EBITDA prévisionnels de FDMM sur les années 2017, 2018 et 2019, à hauteur de 80% pour l'échantillon immobilier et 20% pour l'échantillon hôtelier, ces multiples aboutissent à une valeur de 1 084,6 M€ pour l'ensemble des actifs de FDMM en part du groupe, et à une valeur des fonds propres de 443,1 M€ (Tableau 26). Dans cette approche, la dette nette part du groupe est déduite, tandis qu'est ajoutée la valeur des reports déficitaires au bilan (dont ne tient pas compte le calcul de l'EBITDA de référence) et autres ajustements¹⁹.

¹⁹ Le plan d'affaires agrégé communiqué incorpore les prévisions sur le commerce situé à Dresde, commerce dont la cession a été réalisée. Dans la mesure où la valeur d'entreprise qui ressort des calculs basés sur le plan d'affaires du Groupe incorpore la valeur de cet actif, qui en réalité n'est plus dans le périmètre du groupe, sa valeur de cession a été retraitée dans le tableau ci-dessous. Enfin, les autres ajustements concernent en positif la valeur ressortant du protocole de cession de Ibis Dresde III et en négatif les différés de paiement actualisés sur Hermitage et Crowne Plaza.

Tableau 26
Valorisation par multiples

En K€	Sur la base des multiples VE / EBITDA
Valeur d'entreprise si 100% de l'EBITDA venait de l'activité immobilière (K€)	1 170 670
Valeur d'entreprise si 100% de l'EBITDA venait de l'activité hôtelière (K€)	740 514
Valeur d'entreprise, après décote et pondération (80% Immobilier, 20% hôtel)	1 084 639
- Valeur de cession commerce Dresde (post Impôt)	-12 257
- Dette nette PDG au 30 juin 2017	-629 896
+ Autres ajustements	-10 166
+ Reports déficitaires au bilan	10 748
Valeur des fonds propres (K€)	443 067
Soit en € par action	7,13 €

Source : FDMM et Associés en Finance

Les autres ajustements concernent en positif la valeur ressortant du protocole de cession de Ibis Dresde III et en négatif les différés de paiement actualisés sur le portefeuille Hermitage et Crowne Plaza

Pour comparaison, la valeur d'entreprise qui ressort de cette valorisation fait ressortir une décote de -15% à -18% par rapport aux multiples extériorisés par la société suédoise Pandox, qui présente certaines similarités avec FDM Management. Elle est toutefois de taille beaucoup plus importante.

Selon cette approche, la valeur d'une action FDMM s'élève à 7,13 € au 30 juin 2017.

III.C.4. Valeur des fonds propres calculée sur la base de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels de l'ensemble de la société FDMM

En tenant compte des éléments financiers constatés sur les dernières années et des éléments de contexte économique et concurrentiel, FDMM a été modélisé selon les principes utilisés de manière indépendante par Associés en Finance pour la mise en œuvre du modèle Trival® (cf. Annexe 2).

Comme indiqué précédemment (cf. III.B.3 pages 24 et suivantes), Trival® est utilisé selon deux modes opératoires : un modèle de valorisation *DCF to equity*, qui aboutit à la détermination de la valeur des fonds propres, et un modèle de valorisation *DCF to firm* qui intègre les mêmes flux prévisionnels, et qui aboutit à la détermination d'une valeur d'entreprise, puis d'une valeur des fonds propres après déduction de la dette nette et autres éléments correctifs.

La méthode *DCF to firm* a été utilisée pour déterminer l'actif net réévalué sur la base de l'actualisation des flux prévisionnels sur chacun des actifs hôteliers. Associés en Finance a également mis en œuvre une méthode *DCF to equity* sur l'ensemble de la société FDMM, pertinente dans un cadre où la logique est d'optimiser les flux revenant aux investisseurs au travers des modes de détention d'actifs retenus.

III.C.4.a. Estimation des flux prévisionnels

FDMM a communiqué à Associés en Finance son plan d'affaires consolidé en intégration proportionnelle. Ce plan d'affaires couvre la période 2016-2024. Il a servi de base à la modélisation réalisée par Associés en Finance sur cette période. A partir de 2025, Associés en Finance a prolongé le plan d'affaires afin de modéliser un désendettement, qui se traduit par un reflux du ratio *loan to value* jusqu'à 50%, niveau considéré comme compatible avec la note de risque financier de 4 utilisée dans la détermination du taux d'actualisation des flux. La modélisation est prolongée dans cet esprit jusqu'en 2043.

Plan d'affaires résumé

Sur la base du périmètre évalué, la croissance du chiffre d'affaires des hôtels, en proportionnel, passe de 3,6% en 2018 à 1,6% en 2024. Ce scénario repose essentiellement sur les hypothèses de croissance en prix en début de plan d'affaires, l'offre de chambres et les taux d'occupation restant relativement stables.

En conséquence, la marge d'EBITDAR des hôtels s'améliore de près d'un pourcent en 2018, puis la marge d'EBITDAR continue de progresser, mais à un rythme qui se ralentit, en raison de l'augmentation du poids des charges de structure et des loyers externes. La marge progresse plus sensiblement sous l'effet d'un net allègement des amortissements.

Les obligations Hope portent intérêt à 5%, taux à l'émission.

Les investissements représentent en moyenne 6,7% du chiffre d'affaires sur la période 2017/2024, dont 4% au titre de la réserve FF&E.

Le taux d'imposition du Groupe s'établit à 26,3% en 2018 et revient à 22,0% en 2024.

Distribution de dividendes et levier cible

Sur la durée du plan d'affaires, les prévisions de dividende de FDMM sont utilisées pour la modélisation par Associés en Finance. A partir de 2024, Associés En Finance modélise la capacité de distribution de FDMM compte tenu d'un ratio *loan to value* cible de 50% à l'horizon 2043.

Prorogation du plan d'affaires et autres données prévisionnelles

Le plan d'affaires a été prorogé jusqu'en 2043 afin de respecter le *loan to value* cible. Pour l'extrapolation des données sur le long terme, la méthode d'élaboration des prévisions retenue dans Trival®, a été utilisée. Les principales hypothèses utilisées dans la modélisation sont les suivantes :

- les prévisions à long terme sur le chiffre d'affaires sont élaborées en liaison avec l'environnement économique et concurrentiel. La croissance de l'activité, qui est de 1,6% en 2024, passe à 1,5% au-delà, soit le niveau de l'hypothèse d'inflation ;
- la marge opérationnelle, les dépenses d'investissement et le taux d'imposition sont supposés stables à un niveau normatif qui correspond à leur niveau de fin de plan d'affaires ;
- la valeur terminale est déterminée à partir de la formule de Gordon-Shapiro. Le flux actionnaire se voit affecté d'une croissance à long terme de 1,5% en ligne avec l'inflation.

III.C.4.b. Estimation du coût des fonds propres

La méthode *DCF to equity* par actualisation des flux disponibles pour les actionnaires nécessite un coût des fonds propres de FDMM, qui prend en compte le risque global de l'activité du Groupe et la liquidité théorique de la Société.

Risque relatif

Le risque relatif résulte des éléments suivants :

- sur la base de l'analyse des facteurs de risque sur FDMM, le risque de prévision retenu est de 5 sur une échelle croissante de risque de 1 à 9, au même niveau que celui de l'ensemble du groupe FDM dans Trival® ;
- s'agissant d'un modèle de valorisation « *DCF to equity* », la mesure du risque incorpore également une notion de risque financier : il s'établit dans le cas présent à 4 sur une échelle de risque croissant de 1 à 5. Il reflète la structure financière actuelle et le ratio *loan to value* cible de 50% ;
- enfin, le risque sectoriel est identique à celui qui a été utilisé pour la valorisation individuelle des actifs et s'élève à 0,86 (cf. page 39 et suivantes).

Sur la base de ces éléments (risque de prévision de 5, risque financier de 4 et risque sectoriel de 0,86), le coefficient de risque relatif de FDMM s'établit à 1,13.

Liquidité

Dans le modèle *DCF to equity*, la liquidité de chaque société est appréciée essentiellement au travers de la taille de son flottant. Dans ce cadre, l'illiquidité de l'action FDMM, non cotée, a été approchée par celle de sa maison-mère FDM en Bourse (soit un coefficient d'illiquidité de 1,60²⁰).

Calcul du coût des fonds propres

Les coefficients de risque relatif et d'illiquidité sont appliqués aux primes de marché issues du modèle Trival® et calculées en moyenne sur 3 mois à fin mai 2017. Le Tableau 27 détaille le calcul du coût des fonds propres.

Tableau 27
Coût des fonds propres de FDM Management après impôt

Coût des fonds propres	Coût des fonds propres Marché	6,34%	6,34%
	Impact du risque de FDM Management (1,13)	$6,23\% \times (1,13 - 1)$	0,82%
	Impact de l'illiquidité de FDM Management (1,6)	$1,02\% \times (1,6 - 1)$	0,82%
	Total Coût des fonds propres FDM Management		7,78%

Source : Associés en Finance

Le coût des fonds propres de FDM Management, qui prend ainsi en compte le risque opérationnel, le risque financier et la liquidité du titre FDMM, s'établit à 7,78%.

²⁰ Un coefficient inférieur à 1 correspond à une société de taille en bourse plus importante que la moyenne des sociétés suivies. Un coefficient supérieur à 1 correspond à une société de plus petite taille en bourse que la moyenne des sociétés suivies.

III.C.4.c. Résultats de la valorisation par l'actualisation des flux de trésorerie

Les résultats de la valorisation par la méthode *DCF to equity* résultent de l'actualisation des flux disponibles pour les actionnaires de FDM Management, sous contrainte de ratio *loan to value* cible, au coût des fonds propres de FDM Management. La valeur obtenue correspond directement à la valeur des fonds propres part du groupe de FDM Management (cf. Tableau 28).

Au 30 juin 2017, la méthode *DCF to equity* aboutit à une valorisation de 7,44 € par action FDM Management.

Tableau 28
Résultat de la valorisation de FDMM par la méthode *DCF to equity*

Valeur de l'action FDMM	Sur la base des primes moyennes sur trois mois	
	Valorisation des fonds propres de FDMM (K€)	462 319
	Nombre d'actions composant le capital	62 160 800
	Valeur des actions FDMM (€/action)	7,44

Source : Associés en Finance

III.C.5. Transactions récemment réalisées sur le capital de FDMM

Cette approche ne constitue pas une méthode de valorisation mais permet de mettre en perspective les dernières transactions réalisées sur le capital de FDMM avec les valeurs ressortant des expertises immobilières.

En effet, FDMM a initié plusieurs augmentations de capital en 2015 et 2016, afin de financer son développement ou faire entrer de nouveaux actionnaires à son capital. Toutes ces augmentations de capital ont été réalisées à une valeur par action correspondant aux ANR triple net EPRA basés sur les dernières expertises immobilières connues.

Tableau 29
Augmentations de capital successives de FDMM

	Montant levé (en K€)	Nombre d'actions	Prix émission	Nombre d'actions total	ANR Triple net de référence
Total des fonds propres à l'émission (novembre 2014)	204	40 800	5,00 €	40 800	5,00€ (création de la société)
Augmentation de capital 28 janvier 2015	28 152	5 630 400	5,00 €	5 671 200	
Augmentation de capital 4 juin 2015	19 582	3 916 400	5,00 €	9 587 600	
Augmentation de capital 25 mai 2016	35 654	5 942 250	6,00 €	15 529 850	6,01€ (à fin 2015)
Augmentation de capital 12 juillet 2016	62	10 350	6,00 €	15 540 200	
Augmentation de capital 22 juillet 2016	279 724	46 620 600	6,00 €	62 160 800	
					7,11€ (à fin 2016)
Total à fin juin 2017	363 377	62 160 800		62 160 800	

Source : FDM Management et Associés en Finance

Sur la base des conditions de marché de juin 2017

49

III.C.6. Valorisation du projet de développement à Berlin

FDMM déteint des réserves foncières inexploitées autour de l'hôtel Park Inn sur Alexander Platz à Berlin, sur lesquelles des projets de développement pourraient être mis en œuvre. Ces projets sont actuellement à un stade très préliminaire, impliquant une forte incertitude sur leur réalisation, beaucoup de facteurs restant à ce jour soumis à aléas, comme par exemple :

- les autorisations administratives à obtenir,
- les coûts afférant au projet (coût d'achat de parcelles de terrain complémentaire, coût des travaux),
- le temps de réalisation du projet (autorisations administratives, temps nécessaire à la construction, temps de commercialisation des nouvelles surfaces créées, etc.),
- et en définitive, la décision de lancer ou non le projet

Conséquences sur la valorisation : utilisation de la méthode de Monte-Carlo

Les approches classiques de valorisation ne peuvent rendre compte de ces différents aléas qui ont pour conséquence une variabilité assez forte de la rentabilité du projet. Pour apprécier la création de valeur liée à ce projet, Associés en Finance a de ce fait mis en œuvre une valorisation basée sur les méthodes optionnelles, en utilisant plus spécifiquement la méthode de Monte-Carlo.

La méthode de Monte-Carlo est une méthode numérique qui utilise des tirages aléatoires pour réaliser le calcul d'une quantité déterministe. L'application de cette méthode nécessite la détermination d'une ou plusieurs variables aléatoires et des lois de probabilité qui leur sont affectées. La réalisation d'un grand nombre de simulations permet alors d'approcher numériquement le problème posé : selon la loi des grands nombres, la moyenne des valeurs obtenues par les simulations constitue une approximation de l'espérance de la variable aléatoire simulée.

Dans le cas présent, les calculs menés cherchent à déterminer la création de valeur supplémentaire qui pourrait être créée par rapport à la situation existante. A cet effet, Associés en Finance a utilisé les prévisions élaborées par FDM Management pour ce projet, en variabilisant certains paramètres pour tenir compte des aléas qui existent. La simulation d'un grand nombre de tirages sur ces variables aléatoires permet d'obtenir autant de plans d'affaires supposés du projet et de calculer les flux entrants et les flux sortants, et leur étalement dans le temps.

Les aléas suivants, susceptibles d'avoir un impact sur le Plan d'Affaires Projet ont été pris en compte : la date d'achat des terrains complémentaires nécessaires, la durée des travaux, le prix des travaux, la part des charges non recouvrables dans l'exploitation des actifs, le rendement net à la sortie en cas de cession. D'autres paramètres ont été pris en compte sans être sensibilisés, notamment les frais en cas de cession à terme de l'ensemble des actifs après leur livraison.

A partir de chaque série de tirages sur les cinq variables aléatoires mentionnés, Associés en Finance a reconstitué un plan d'affaires du projet. Afin de considérer un large éventail de trajectoires du Projet, Associés en Finance a procédé à 10 séries de 10 000 tirages sur les cinq variables aléatoires, permettant d'obtenir 100 000 scénarios d'affaires simulés. Les scénarios simulés à partir des variables aléatoires ont permis de calculer le TRI du Projet, la création de valeur moyenne, et la valeur de l'option que constitue le Projet. Cette valeur de l'option Projet s'appréhende en considérant pour chaque tirage la différence entre la création de valeur du Projet et la valeur d'acquisition des terrains actuels. Si la création de valeur du Projet est inférieure à la valeur des terrains actuels, l'option Projet n'a pas de valeur. Si la création de valeur du Projet est supérieure à la valeur des terrains actuels, l'Option Projet vaut la différence entre cette création de valeur du Projet et la valeur des terrains existants. La valeur moyenne de ces calculs donne la valeur de l'option Projet. Cette valeur de l'option Projet vient s'ajouter aux calculs réalisés dans les parties précédentes qui correspondaient à la valorisation dans l'état actuel de l'actif d'Alexander Platz. Il s'agit ainsi d'une valeur marginale du Projet (au-delà de la valeur des réserves foncières déjà acquises).

Cette valeur marginale du projet de développement s'établit en moyenne sur les dix séries de 10 000 tirages à 13,1 M€, soit environ 0,21 € par action FDM Management.

IV. Conclusions et équité de la parité de fusion envisagée

IV.A. Synthèse sur la valorisation de FDM

Le résultat des travaux d'Associés en Finance aboutit à une fourchette de valeur par action de Foncière des Murs de :

- 24,1 € selon la méthode de l'ANR triple net EPRA ;
- 23,4 € selon l'actualisation des flux prévisionnels menée par Associés en Finance sur un échantillon représentatif des actifs et en tenant compte des frais de holding ;
- 27,8 € par action par l'actualisation des flux prévisionnels agrégés au niveau de FDM ;
- 26,8 € par action par la méthode des comparables boursiers.

Rappelons de plus que le cours du titre s'est établi dans une fourchette d'environ 25 à 27 € sur les trois derniers mois (post détachement du dividende ordinaire et du dividende exceptionnel), et à titre indicatif, que l'objectif de cours du seul analyste publiant ses données s'élève à 27 € par action.

IV.B. Synthèse sur la valorisation de FDM Management

Hors valorisation de la composante optionnelle que donne au portefeuille de FDMM l'existence d'un projet de développement à Berlin, le résultat des travaux d'Associés en Finance aboutit à une fourchette de valeur par action de FDM Management de :

- 7,49 € selon la méthode de l'ANR triple net EPRA ;
- 7,31 € selon l'actualisation des flux prévisionnels menée par Associés en Finance sur chacun des actifs et en tenant compte des frais de holding ;
- 7,44 € par action par l'actualisation des flux prévisionnels agrégés au niveau de FDMM ;
- 7,13 € par action par la méthode des comparables boursiers.

La composante optionnelle du projet de développement à Berlin ajoute une valeur complémentaire de 13,1 M€ soit environ 0,21 € par action.

IV.C. Synthèse sur la parité entre les actions Foncière des Murs et les actions FDM Management et équité

Associés en Finance a mené ses travaux de valorisation sur la valeur des fonds propres de FDM Management et de Foncière des Murs, selon des méthodes équivalentes à chaque fois que cela était possible.

Les résultats ci-dessus mettent en exergue la situation actuellement visible sur la majorité des sociétés immobilières, pour lesquelles les valorisations par des méthodes classiques de nature financière (approche par les cours, par les méthodes de multiples) font ressortir des primes par rapport aux calculs par des méthodes de nature immobilière (ANR). De ce fait, il est important de calculer les parités implicites en examinant les résultats méthode par méthode (ANR contre ANR, valorisation par multiples contre valorisation par multiples, etc.²¹).

²¹ C'est la raison pour laquelle les tableaux ci-dessous ne reprennent pas de calcul de parité implicite sur la base des transactions réalisées précédemment sur le capital de Foncière des Murs ou FDM Management, celles-ci étant intervenues à des dates différentes. On peut toutefois souligner qu'elles ont toutes eu pour référence la valeur des ANR Triple net de chacune des sociétés.

La parité de fusion envisagée est de 9 actions Foncière des Murs pour 29 actions FDM Management, soit un ratio de 0,31 action FDM pour une action FDM. Cette parité de fusion s'appuie sur la valeur respective des ANR Triple Net des deux sociétés à fin juin 2017, comme cela est d'usage dans le secteur.

IV.C.1. Parités implicites hors composante optionnelle du projet de développement à Berlin

La comparaison des résultats obtenus sur chacune des deux sociétés, méthode par méthode aboutit aux résultats du Tableau 30.

Tableau 30
Parité implicite entre actions FDM et actions FDM Management

		ANR Triple net expertises Immobilières	ANR Triple net travail Associés en Finance	DCF flux société	Méthode des comparables boursiers
Valeur de l'action Foncière des Murs	En € par action	24,06	23,88	27,84	26,84
Valeur de l'action FDM Management	En € par action	7,48	7,31	7,44	7,13
	Parité implicite	0,311	0,313	0,267	0,266
Ecart entre la parité de fusion projetée et la parité implicite		0%	-1%	16%	17%

Source : FDM et Associés en Finance

IV.C.2. Parités implicites y compris composante optionnelle du projet de développement à Berlin

La composante optionnelle du projet à Berlin ajoute 0,21 € à la valeur par action FDM Management. Celle-ci est prise en compte dans les calculs ci-dessous, ce qui conduit également à ajuster les valorisations par action de Foncière des Murs, qui bénéficie de cet élément à hauteur de son pourcentage de détention de FDM Management.

Tableau 31
Parité implicite entre actions FDM et actions FDM Management, après prise en compte de la valeur optionnelle du projet à Berlin

		ANR Triple net expertises Immobilières	ANR Triple net travail Associés en Finance	DCF flux société	Méthode des comparables boursiers
Valeur de l'action Foncière des Murs	En € par action	24,11	23,42	27,80	26,90
Valeur de l'action FDM Management	En € par action	7,70	7,62	7,66	7,34
	Parité implicite	0,319	0,321	0,274	0,273
Ecart entre la parité de fusion projetée et la parité implicite		-3%	-3%	13%	14%

Source : FDM et Associés en Finance

Rappelons que la méthode de valorisation par multiples est moins représentative, compte tenu des difficultés à isoler des sociétés réellement comparables.

IV.D. Conclusions

La fusion projetée offrira une liquidité en bourse aux actionnaires actuels de FDM Management et accroîtra la taille et le périmètre d'activités de Foncière des Murs.

La parité de fusion de 9 actions Foncière des Murs contre 29 actions FDM Management correspond à la parité implicite qui ressort des valeurs d'ANR Triple net EPRA à fin juin 2017, l'indicateur-clé de valorisation dans le secteur immobilier. La parité de fusion est ainsi équitable au regard des valeurs respectives des patrimoines des deux sociétés.

Les travaux d'Associés en Finance ont permis de corroborer par une vision financière et l'utilisation de taux d'actualisation issus du modèle de valorisation Trival cette parité d'actif net, en procédant à l'actualisation des flux prévisionnels sur tout ou partie des actifs du patrimoine des deux sociétés et en tenant compte des frais de holding. La parité implicite qui en découle est équivalente à la parité des ANR triple net EPRA ressortant des expertises immobilières. La prise en compte dans ces calculs de la valeur optionnelle du projet de développement à Berlin ne modifie que marginalement ces résultats.

La parité implicite qui ressort des travaux d'actualisation des flux prévisionnels générés par les deux sociétés fait ressortir une parité inférieure (0,274 après prise en compte de la valeur optionnelle du projet de développement à Berlin) à la parité de fusion projetée. Elle ne s'écarte toutefois pas significativement de cette dernière, l'impact dilutif éventuel pour l'actionnaire de FDM au regard de cette seule méthode de valorisation étant inférieur à 2%.

En définitive, la parité de fusion projetée, à 9 actions Foncière des Murs pour 29 actions FDM Management, soit une parité de 0,31, correspond au niveau respectif des ANR triple net EPRA des deux sociétés, et s'inscrit dans la fourchette des parités ressortant des travaux de valorisation d'Associés en Finance, entre 0,267 et 0,321. La parité de fusion projetée est donc équitable pour les actionnaires des deux sociétés Foncière des Murs et FDM Management, au regard des éléments communiqués par les deux groupes et des conditions de marché en vigueur en juin 2017.



Philippe Leroy

Associés en Finance

ANNEXES

Annexe 1 : Présentation d'Associés en Finance

Annexe 2 : Méthodologie Trival

Annexe 1 : Présentation de l'expert

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

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

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

La combinaison de ces deux sociétés a permis de créer le seul acteur indépendant de l'évaluation et du conseil à forte culture financière et dont la légitimité repose sur sa connaissance approfondie des marchés financiers, sa maîtrise de la modélisation financière et son exigence de rigueur. La nouvelle entité dispose d'un effectif d'environ 25 personnes, qui constitue l'une des toutes premières de la Place de Paris à la fois en nombre et en qualité.

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

Associés en Finance suit en particulier de nombreux groupes dans le secteur immobilier de la zone euro, ce qui a permis à Associés en Finance de développer une connaissance de ce secteur unique parmi les cabinets d'expertise indépendants.

Associés en Finance a effectué de multiples missions de conseil, d'expertise indépendante, et plus de 200 missions d'attestations d'équité.

Associés en Finance n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, et a mis en œuvre en interne les procédures et diligences nécessaires pour le respect des exigences requises des experts indépendants conformément aux principes énoncés dans les instructions AMF n°2006-15, n°2006-08 et dans le Règlement Général de l'AMF aux articles 261-4 et 262.1.

Personnes associées à la réalisation de la mission

■ Philippe Leroy – Président

Philippe Leroy est Président d'Associés en Finance. Avant le rapprochement avec Associés en Finance, il a assuré la supervision opérationnelle ou le contrôle qualité de l'intégralité des missions conduites par Détroyat Associés depuis 2007. Diplômé de l'ESSEC, Philippe a commencé sa carrière chez Bossard Consultants avant de rejoindre la banque d'affaires, d'abord à la BGP-SIB, puis à la Chase Manhattan Bank dont il a été le Directeur Général en France et chez HSBC Markets comme Managing Director où il a créé le département de spécialiste en valeur du Trésor. Philippe a été responsable de l'origination et l'exécution d'opérations réalisées pour le compte de banques et de compagnies d'assurances à la Chase Manhattan Bank et chez HSBC. Il était en charge des financements structurés et réglementaires. Il a également été Directeur Corporate Finance, membre du comité exécutif de Vivarte. Philippe a conduit diverses missions pour le compte de la sphère publique notamment avec le Ministère des finances, l'Agence des participations de l'Etat et la CDC. Il est expert judiciaire auprès de la Cour d'Appel de Paris.

■ Aurélien Bricout – Associé, responsable du Contrôle Qualité

Aurélien Bricout est diplômé de HEC Paris et de la Copenhagen Business School. Il est Associé et Co-responsable de l'équipe d'exécution chez Détroyat Associés depuis 2015. Il a rejoint Détroyat

Associés en 2013 après des expériences en fusions & acquisitions chez DC Advisory (ex-Close Brothers) et en restructurations financières chez Houlihan Lokey ainsi qu'en fonds d'investissement.

■ **Catherine Meyer – Associée et Co-Responsable de l'Exécution**

Responsable de l'exécution, en charge des missions d'évaluation, d'expertise et de conseil, Catherine est également responsable transversale de la Formation et de la veille technique d'Associés en Finance et suit plus spécifiquement le secteur immobilier. Diplômée d'HEC et membre de la SFAF, Société Française des Analystes Financiers, elle a animé des séances de formation à la SFAF. Catherine est intervenue sur de nombreux dossiers d'attestation d'équité sur des secteurs d'activité variés. Elle a aussi mené des missions de valorisation d'actifs non cotés, d'études du coût du capital des sociétés, des dossiers de contentieux et d'arbitrage, et des missions de valorisation d'instruments optionnels.

■ **Pierre Charmion – Manager**

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

■ **Laurent Sitri, Associate**

Laurent Sitri est titulaire d'un doctorat en pharmacie, d'un Master 104 – Finance de l'Université Paris Dauphine et d'un MBA de la Strathclyde Graduate Business School de Glasgow (Écosse), il travaille sur les marchés financiers depuis une quinzaine d'année et mène des missions d'évaluation dans des secteurs divers, et notamment dans le secteur immobilier.

■ **Isabelle Dutertre, Associate**

Isabelle Dutertre est diplômée du CNAM, de Colby College (Etats-Unis) et de l'Université de Caen, et membre de la SFAF, Société Française des Analystes Financiers. Avant de rejoindre Associés en Finance, elle a travaillé chez Barclays dans les départements Asset Management et Equity Research, et chez Svenska Handelsbanken en tant qu'analyste sell-side. Isabelle couvre notamment le secteur Loisirs / Tourisme.

Données utilisées par Associés en Finance

Les principaux documents et sources d'information utilisés par Associés en Finance ont été les suivants :

- Rapports annuels de Foncière des Murs depuis 2011 et comptes à fin juin 2017 ;
- Communiqués de presse financiers de Foncière des Murs ;
- Calcul des valeurs d'ANR par Foncière des Murs à fin 2016 et fin juin 2017 ;
- Expertises immobilières à fin juin 2017 des actifs de Foncière des Murs ;
- Plan d'affaires du Groupe élaboré par les équipes de Foncière des Murs ;
- Comptes à fin 2016 de FDM Management ;
- Présentation des comptes de FDM Management à fin juin 2017 au comité d'audit ;
- Calcul des valeurs d'ANR par FDM Management à fin 2016 et fin juin 2017 ;
- Expertises immobilières détaillées à fin décembre 2016 et actualisation à fin juin 2017 ;
- Documents de présentation des comptes de FDM Management ;
- Plans d'affaires par portefeuille, par actif, et plan d'affaires agrégé de FDM Management élaborés par les équipes de FDM Management ;
- Contrats de management et contrats de franchise types ;
- Documents de présentation sur le projet de développement à Berlin ;

-
- Projet de document de fusion (« Document E ») ;
 - Utilisation des bases de données financières externes (Bloomberg, Capital IQ) ;
 - Utilisation de la base de données Trival d'Associés en Finance ;

Annexe 2 : Présentation détaillée du modèle Trival®

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

Trival® : modèle de coût des fonds propres

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

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

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

L'univers Trival®

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon 500 sociétés : environ 350 sociétés de la zone Euro et environ 150 sociétés hors zone euro (principalement des grandes sociétés nord-américaines ou européennes hors zone euro) de taille très différente, avec des flottants s'étageant de 35 M€ pour le plus faible à plus de 700 Mds€ pour le plus élevé.

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

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

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

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

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

Les flux disponibles pour l'investisseur sont calculés après paiement de l'impôt sur les sociétés, des frais financiers et des flux de la dette, remboursements ou nouveaux emprunts. Le taux de rentabilité anticipé ressortant de ce calcul est donc un taux de rentabilité attendu sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôt sur les sociétés, mais avant imposition de l'actionnaire.

De l'actif économique à l'actif financier coté

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

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

Le risque anticipé

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

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

- Le risque de prévision correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le risque de prévision est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices, qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre une note qualitative propre au bureau d'analyse financière d'Associés en Finance représentant la synthèse de douze critères d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats. Le risque de prévision s'étage sur une échelle de 1 à 9, pour une note médiane de 5.
- Le risque financier s'apparente aux notations des agences de rating financier. Le risque financier, qui s'étage sur une échelle croissante entre 1 et 5 (3 étant la note médiane), mesure la solidité de la structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement. Il tient compte, sur la base des flux prévisionnels élaborés par Associés en Finance de la structure financière de la société (dettes sur valeur d'entreprise), de la taille et la volatilité des actifs, de la couverture des charges financières par l'exploitation et du nombre d'années de *cash flows* que représente la dette.
- Le risque sectoriel correspond au bêta boursier de l'indice sectoriel auquel appartient la société analysée.

La liquidité

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

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

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

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

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

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

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

Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital

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

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

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

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

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

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

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

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque opérationnel, la prime de taille et l’ordonnée du plan.

Section 2 : Faits significatifs depuis la publication du Rapport Financier Semestriel

- Communiqué de presse de FDM en date du 19 octobre 2017



COMMUNIQUE DE PRESSE

Paris, le 19 octobre 2017

Foncière des Murs lance un projet de fusion avec FDM Management SAS

Foncière des Murs annonce aujourd'hui le projet de rapprochement de ses deux structures via une fusion absorption par Foncière des Murs de FDM Management SAS, réalisée sur la base de l'ANR triple net.

FDM Management SAS est une société d'investissement créée en 2014 pour acquérir des hôtels (en murs et fonds) exploités par les principaux opérateurs du secteur, détenue aujourd'hui à 40,7% par Foncière des Murs. FDM Management SAS détient un patrimoine hôtelier de 1,3 Md€.

Cette opération permettrait à Foncière des Murs de conforter son statut de leader de l'investissement hôtelier en Europe et renforcerait ses perspectives de croissance via :

- > la montée en gamme du patrimoine, qui sera composé à 68% d'hôtels hauts de gamme,
- > l'accroissement de l'exposition à l'Allemagne (34% du patrimoine vs 25%), en particulier à Berlin (15% vs 8%),
- > le renforcement des sources de création de valeur et des capacités de développement.

A la suite de la réalisation de cette opération, le patrimoine de Foncière des Murs s'élèverait à 4,8 Md€ dont 4,3 Md€ de patrimoine hôtelier.

Principales modalités de l'opération

Un projet de traité de fusion a été signé entre Foncière des Murs et FDM Management SAS en date du 20 octobre 2017. La parité de fusion retenue est de neuf (9) actions de la société absorbante (Foncière des Murs) pour vingt-neuf (29) actions de la société absorbée, soit 17.460.738 actions nouvelles Foncière des Murs à émettre, représentant 19,9% du capital actuel.

Parallèlement à cette opération, un projet de traité d'apport de 50% des parts de la SCI Hôtel Porte Dorée détenant l'actif Motel One situé à Paris Porte Dorée, a été signé en date du 20 octobre 2017 par Foncière des Murs et son coassocié. L'hôtel Motel One Porte Dorée est un hôtel de 255 chambres en cours de développement qui est la 1^{ère} implantation de Motel One en France. Il sera livré en avril 2018. 975.273 actions Foncière des Murs (soit 1,1% du capital actuel) seront émises en échange de l'apport par le coassocié de sa participation dans la SCI Hôtel Porte Dorée.

Sous réserve de l'enregistrement par l'Autorité des marchés financiers (AMF) d'un document E et de l'obtention de certaines autorisations, la fusion et l'apport seront soumis à l'approbation des actionnaires de Foncière des Murs réunis en Assemblée Générale Extraordinaire début 2018.

Informations importantes

Le présent communiqué ne constitue pas et ne doit pas être regardé comme une offre ni une sollicitation d'offre pour l'achat, la vente ou l'échange de titres Foncière des Murs. Il ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'offre d'achat, de vente ou d'échange de titres dans un pays dans lequel une telle offre, sollicitation, vente ou échange est illégal ou soumis à un enregistrement en vertu du droit applicable dans ledit pays. Ce communiqué ne constitue pas une offre de valeurs mobilières aux Etats-Unis. Les valeurs mobilières ne peuvent être ni offertes ni vendues aux Etats-Unis sans enregistrement ou exemption d'enregistrement conformément au U.S. Securities Act de 1933 tel que modifié.

Pour les besoins de l'opération envisagée, le document d'information nécessaire à cette opération sera déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers («AMF»). Il est vivement recommandé aux actionnaires et autres investisseurs de lire le document d'information, et en particulier la rubrique liée aux facteurs de risques, déposé auprès de l'AMF lorsqu'il sera disponible, ainsi que tout document approprié déposé auprès de l'AMF ainsi que les avenants et les compléments y afférents, car ceux-ci contiendront des informations importantes.

Données financières combinées

Ce communiqué contient des données financières résultant de l'addition de données financières historiques retraitées de Foncière des Murs et FDM Management. Ces données sont fournies à titre indicatif uniquement. Ces données ne sont pas des informations financières pro forma et ne sont pas auditées. Des états financiers proforma seront présentés dans le cadre du document E.

Contacts

Relations presse
Géraldine Lemoine
Tél : + 33 (0)1 58 97 51 00
geraldine.lemoine@fdr.fr

Relations investisseurs
Paul Arkwright
Tél : + 33 (0)1 58 97 51 85
paul.arkwright@fdr.fr

A propos de Foncière des Murs

Foncière des Murs, filiale de Foncière des Régions, est spécialisée dans la détention de murs d'exploitation notamment dans les secteurs de l'Hôtellerie, de la santé et des commerces d'exploitation. Société d'Investissements Immobiliers Cotée (SIIC), partenaire immobilier des grands acteurs des murs d'exploitation, Foncière des Murs détient un patrimoine d'une valeur de 3,9 Md€ à fin juin 2017.

www.foncieredesmurs.fr

Foncière des Régions, foncière partenaire

Acteur de référence de l'immobilier tertiaire, Foncière des Régions a construit son développement et son patrimoine autour d'une valeur clé et caractéristique, celle du partenariat. Avec un patrimoine total de 21 Md€ (13 Md€ en part du groupe) situé sur les marchés porteurs que sont la France, l'Allemagne et l'Italie, Foncière des Régions est aujourd'hui le partenaire reconnu des entreprises et territoires, qu'elle accompagne dans leur stratégie immobilière avec un double objectif : valoriser le patrimoine urbain existant et concevoir l'immobilier de demain.

Foncière des Régions est engagée principalement aux côtés des Grands Comptes (Orange, Suez Environnement, Edf, Dassault Systèmes, Thales, Eiffage...) sur le marché des Bureaux. Le groupe déploie également son activité, de façon pionnière et pertinente, sur deux autres secteurs stratégiques que sont le Résidentiel en Allemagne et l'Hôtellerie en Europe.

www.foncieredesregions.fr

Suivez-nous sur Twitter [@fonciereregions](https://twitter.com/fonciereregions) et sur les réseaux sociaux



- **Communiqué de presse de FDM en date du 8 décembre 2017**



COMMUNIQUE DE PRESSE

Paris, le 8 décembre 2017

Foncière des Régions poursuit son recentrage en réalisant près de 290 M€ de cessions d'actifs non stratégiques

Foncière des Régions annonce avoir signé pour 287M€ (143 M€ pdg) de cessions et promesses de vente portant sur des actifs commerces en France. Le groupe poursuit ainsi son recentrage stratégique sur ses activités core que sont les Bureaux en France et en Italie, l'Hôtellerie en Europe et le Résidentiel en Allemagne.

Ces accords portent sur la vente de 287M€ d'actifs de commerces loués à Quick (81 actifs pour 264M€) et Jardiland (5 actifs pour 23M€). Foncière des Régions arbitre ainsi une part significative de ses actifs non stratégiques, avec notamment la totalité du portefeuille Quick vendue ou sous promesse.

Ces nouvelles cessions, venant s'ajouter aux 949M€ (601M€ pdg) de ventes déjà sécurisées depuis le début de l'année, permettent à Foncière des Régions de franchir une nouvelle étape significative dans son objectif de recentrage stratégique sur ses quatre métiers qu'elle déploie au cœur des grandes métropoles européennes.

CONTACTS

Relations presse
Géraldine Lemoine
Tél : + 33 (0)1 58 97 51 00
geraldine.lemoine@fdr.fr

Laetitia Baudon
Tél : + 33 (0)1 44 50 58 79
laetitia.baudon@shan.fr

Relations investisseurs
Paul Arkwright
Tél : + 33 (0)1 58 97 51 85
paul.arkwright@fdr.fr

Section 3 : Etat comptable intermédiaire de FDM au 30 septembre 2017

BILAN :

<u>Données en K€</u>	<u>30/09/2017</u>		
	<u>VALEURS BRUTES</u>	<u>AMORT. PROV.</u>	<u>VALEURS NETTES</u>
Immobilisations corporelles	972 985	-271 210	701 775
Immobilisations financières	1 602 903	-10 906	1 591 997
Actif immobilisé	2 575 888	-282 116	2 293 772
Clients et autres créances	58 381	0	58 381
Disponibilités	26 176	0	26 176
Actif Circulant	84 557	0	84 557
Comptes de régularisation - actif	25 634	0	25 634
Total Actif	2 686 079	-282 116	2 403 963

<u>Données en K€</u>	<u>30/09/2017</u>
Capital	351 264
Primes liées au capital	705 353
Autres réserves et report à nouveau	102 025
Réserve légale	33 347
Résultat de l'exercice	47 698
Provisions réglementées	3 907
Capitaux propres	1 243 594
Provisions	1 589
Dettes financières	1 021 289
Fournisseurs et autres dettes	135 246
Comptes de régularisation - passif	2 245
Total Passif	2 403 963

COMPTE DE RESULTATS :

M€	30-sept.-16	30-sept.-17	Variations
Loyers	70 773	51 095	-19 678
Charges locatives non récupérées	-10	-15	-5
Charges sur Immeubles	-2 008	-1 139	869
Charges nettes des créances irrécouvrables	-1	-4	-3
LOYERS NETS	68 754	49 937	-18 817
Revenus de gestion et d'administration	7 160	7 535	375
Frais liés à l'activité	-684	-564	120
Frais de structure	-6 672	-8 354	-1 682
Frais de développement	-527	-14	513
COÛT DE FONCTIONNEMENT NET	-723	-1 397	-674
Amortissements des biens d'exploitation	-28 018	-16 707	11 311
Variation nette des provisions et autres	2 452	109	-2 343
RESULTAT D'EXPLOITATION	42 465	31 942	-10 523
Résultat des cessions d'actifs	201 715	5 369	-196 346
Résultat des ajustements de valeurs	0	0	0
Résultat de cession de titres	0	0	0
Résultat des variations de périmètre	0	0	0
RESULTAT OPERATIONNEL	244 180	37 311	-206 869
Résultat des sociétés non consolidées	17 890	12 372	-5 518
Coût de l'endettement financier net	-37 764	-9 171	28 593
Ajustement de valeur des instruments dérivés	0	0	0
Actualisation des dettes et créances	0	0	0
Variation nette des provisions financières et autres	-4 363	7 186	11 549
Quote-part de résultat des entreprises associées	0	0	0
RESULTAT NET AVANT IMPOTS	219 943	47 698	-172 245
Impôts différés	0	0	0
Impôts sur les sociétés	0	0	0
RESULTAT NET DE LA PERIODE DES ACTIVITE POURSUIVIES	219 943	47 698	-172 245
Profit ou perte après impôt des activités abandonnées	0	0	
RESULTAT DES ACTIVITES ABANDONNEES	0	0	
RESULTAT NET DE LA PERIODE	219 943	47 698	-172 245
Intérêts minoritaires	0	0	0
RESULTAT NET DE LA PERIODE - PART DU GROUPE	219 943	47 698	-172 245

ANNEXE IX
Informations relatives à FDMM

Section 1 : Comptes, rapports sur les comptes et rapports spéciaux des commissaires aux comptes de FDMM sur les deux derniers exercices

RAPPORT SUR LES COMPTES ET COMPTES CONSOLIDES POUR L'EXERCICE CLOS AU 31 DECEMBRE 2016

MAZARS
61, rue Henri Regnault
92400 Courbevoie
S.A. au capital de € 8.320.000

Commissaire aux Comptes
Membre de la compagnie
régionale de Versailles

ERNST & YOUNG et Autres
1/2, place des Saisons
92400 Courbevoie - Paris-La Défense 1
S.A.S. à capital variable

Commissaire aux Comptes
Membre de la compagnie
régionale de Versailles

FDM Management S.A.S.

Exercice clos le 31 décembre 2016

Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés

Aux Associés,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par vos statuts et décision unanime des associés, nous vous présentons notre rapport relatif à l'exercice clos le 31 décembre 2016, sur :

- le contrôle des comptes consolidés de la société FDM Management S.A.S., tels qu'ils sont joints au présent rapport ;
- la justification de nos appréciations ;
- la vérification spécifique prévue par la loi.

Les comptes consolidés ont été arrêtés par le président. Il nous appartient, sur la base de notre audit, d'exprimer une opinion sur ces comptes.

I. Opinion sur les comptes consolidés

Nous avons effectué notre audit selon les normes d'exercice professionnel applicables en France ; ces normes requièrent la mise en œuvre de diligences permettant d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes consolidés ne comportent pas d'anomalies significatives. Un audit consiste à vérifier, par sondages ou au moyen d'autres méthodes de sélection, les éléments justifiant des montants et informations figurant dans les comptes consolidés. Il consiste également à apprécier les principes comptables suivis, les estimations significatives retenues et la présentation d'ensemble des comptes. Nous estimons que les éléments que nous avons collectés sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion.

Nous certifions que les comptes consolidés de l'exercice sont, au regard du référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union européenne, réguliers et sincères et donnent une image fidèle du patrimoine, de la situation financière ainsi que du résultat de l'ensemble constitué par les personnes et entités comprises dans la consolidation.

Sans remettre en cause l'opinion exprimée ci-dessus, nous attirons votre attention sur le paragraphe « Changement de présentation » de la note 2.1.1 de l'annexe aux comptes consolidés qui expose le changement de présentation de l'état du résultat net.

II. Justification des appréciations

En application des dispositions de l'article L. 823-9 du Code de commerce relatives à la justification de nos appréciations, nous portons à votre connaissance les éléments suivants :

- Comme exposé dans la première partie du présent rapport, la présentation de l'état du résultat net a été modifiée par rapport à l'exercice précédent. Le paragraphe « Changement de présentation » de la note 2.1.1 de l'annexe aux comptes consolidés décrit le changement opéré et le justifie au regard des agrégats utilisés dans le secteur de l'hôtellerie. Nous avons apprécié le fondement et la correcte application de ce changement de présentation, ainsi que l'information donnée à ce titre en annexe.
- Votre groupe procède à chaque clôture à des tests de perte de valeur des actifs dont les modalités sont précisées dans la note 2.6 « Dépréciation des actifs » de l'annexe aux comptes consolidés. Nous avons examiné les modalités de mise en œuvre de ces tests et avons vérifié que la note 2.6 donne une information appropriée.
- La note 2.7.3 « Instruments dérivés et instruments de couverture » de l'annexe aux comptes consolidés traite des règles et méthodes d'évaluation des instruments financiers. A ce titre, nous avons apprécié les données et les hypothèses sur lesquelles se fondent ces estimations, et vérifié les calculs effectués par votre groupe.

Les appréciations ainsi portées s'inscrivent dans le cadre de notre démarche d'audit des comptes consolidés, pris dans leur ensemble, et ont donc contribué à la formation de notre opinion exprimée dans la première partie de ce rapport.

III. Vérification spécifique

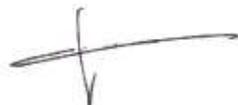
Nous avons également procédé, conformément aux normes d'exercice professionnel applicables en France, à la vérification spécifique prévue par la loi des informations relatives au groupe, données dans le rapport de gestion.

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur leur sincérité et leur concordance avec les comptes consolidés.

Courbevoie et Paris-La Défense, le 9 mai 2017

Les Commissaires aux Comptes

MAZARS



Gilles Magnan

ERNST & YOUNG et Autres



Sophie Duval

Etats financiers consolidés IFRS

Exercice clos le 31/12/2016



GROUPE FDM MANAGEMENT

10, avenue Kléber – 75116 PARIS

- SOMMAIRE -

Note préalable : L'ensemble des données mentionnées dans les documents de synthèse consolidés est exprimé en K€.

1.	Etats financiers consolidés	4
1.1.	<i>Etat du résultat net</i>	4
1.2.	<i>Etat du résultat global</i>	5
1.3.	<i>Etat de la situation financière</i>	6
1.4.	<i>Tableau des flux de trésorerie consolidés</i>	7
1.5.	<i>Tableau de variation des capitaux propres consolidés</i>	8
1.6.	<i>Constitution et développement du groupe</i>	8
1.7.	<i>Activité du groupe</i>	9
1.8.	<i>Faits marquants de l'exercice</i>	9
1.9.	<i>Evènements post-clôture</i>	10
2.	Notes annexes	12
2.1.	<i>Principes et méthodes comptables</i>	12
2.1.1.	<i>Base de préparation des états financiers</i>	12
2.1.2.	<i>Estimations et jugements comptables déterminants</i>	15
2.1.3.	<i>Principes de consolidation</i>	16
2.2.	<i>Périmètre de consolidation</i>	18
2.2.1.	<i>Organigramme au 31 décembre 2016</i>	18
2.2.2.	<i>Liste des sociétés consolidées et exclues du périmètre</i>	19
2.3.	<i>Données opérationnelles de rentabilité</i>	20
2.3.1.	<i>Chiffre d'affaires</i>	20
2.3.2.	<i>Analyse du Résultat Brut d'exploitation</i>	21
2.3.3.	<i>EBITDAR</i>	22
2.3.4.	<i>Résultat Net Opérationnel</i>	23
2.3.5.	<i>Résultat financier</i>	24
2.4.	<i>Actifs relatifs au patrimoine lié à l'activité</i>	24
2.5.	<i>Regroupements d'entreprises et Goodwill</i>	25
2.5.1.	<i>Notion de regroupement d'entreprises</i>	25
2.5.2.	<i>Principes généraux</i>	26
2.5.3.	<i>Traitement des variations de pourcentage d'intérêt</i>	27
2.6.	<i>Dépréciation des actifs</i>	29
2.7.	<i>Financements et instruments financiers</i>	29
2.7.1.	<i>Actifs financiers</i>	29
2.7.2.	<i>Emprunts et dettes</i>	31



2.7.3. Instruments dérivés et instruments de couverture	34
2.7.4. Catégorisation et juste valeur des actifs et passifs financiers	35
2.7.5. Gestion des risques financiers	36
2.8. Participations dans les entreprises associées	37
2.9. Capitaux émis et réserves	38
2.10. Provisions non courantes	39
2.10.1. Provisions pour avantages au personnel	39
2.10.2. Autres provisions	40
2.11. Impôt sur les résultats	40
2.11.1. Analyse de la charge impôt sur les résultats	40
2.11.2. Réconciliation entre l'imposition théorique et l'imposition effective	41
2.11.3. Impôts et taux retenus par zones géographiques	41
2.11.4. Principaux actifs et passifs d'impôts différés	42
2.12. Effectif à la clôture	42
2.13. Informations sur les parties liées	43
2.13.1. Transactions avec les entreprises liées	43
2.13.2. Transactions avec les dirigeants	43
2.14. Informations sur les intérêts détenus dans d'autres entités	43
2.15. Engagements donnés ou reçus	44
2.15.1. Sûretés réelles consenties et engagements donnés :	44
2.15.2. Engagements reçus	44
2.16. Honoraires des Commissaires aux comptes	45

1. Etats financiers consolidés

1.1. Etat du résultat net

Données consolidées en KE	31-déc.-16	31-déc.-15	Note n°
Chiffre d'affaires	119 877	13 047	2.3.1
Coûts des ventes	-16 472	-1 991	
Coûts de personnel	-37 690	-4 834	
Administratif et Général (A&G)	-7 787	-680	
Ventes et Marketing (S&M)	-5 778	-579	
Autres charges d'exploitation	-10 543	-1 066	
Résultat Brut d'exploitation (GOP)	41 607	3 907	2.3.2
Frais de gestion	-4 091	933	
Impôts et taxes	-2 548	-258	
Assurances	-589	-69	
Honoraires conseils	-2 149	-982	
EBITDAR	32 230	3 531	2.3.3
Locations Immobilières externes	-2 018	-666	
Locations Immobilières Intra-groupe	-85	0	
EBITDA	30 127	2 865	
Dotations nettes aux amortissements, dépréciations et provisions	-18 709	-3 663	
Résultat Opérationnel Courant	11 418	-798	
Frais de pré-ouverture	1	-1 000	
Frais d'acquisition sur titres	-8 740	-763	
Autres produits exceptionnels	3 376	0	
Autres charges exceptionnelles	-1 212	-1 376	
Résultat Opérationnel	4 843	-3 937	2.3.4
Coût de l'endettement financier net	-9 693	-960	
Profits et pertes de réévaluation à la juste valeur	742	-464	
Autres produits et charges financiers	-1 409	-115	
Résultat avant impôts	-5 517	-5 476	2.3.5
Impôts différés	3 997	126	2.11.3
Impôts sur les sociétés	-2 730	-3	2.11
Résultat net de l'ensemble consolidé	-4 250	-5 353	
Résultat net des Intérêts non contrôtants	-3 515	5	2.3.4
Résultat net part du groupe	-7 765	-5 348	

La présentation de l'état du résultat net a été modifiée par rapport à l'exercice précédent pour faire apparaître les agrégats utilisés dans le secteur hôtelier (agrégats USALI : normes uniformes de comptabilité pour l'industrie du logement).

1.2. Etat du résultat global

	31-déc.-16	31-déc.-15
RÉSULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDÉ	-4 260	-5 362
Éléments du résultat global qui ne seront pas revoqués en résultat	0	0
Éléments du résultat global susceptibles d'être revoqués en résultat		
Variations de valeur des instruments de couverture	0	0
Impôts différés liés aux variations de valeur des instruments de couverture	0	0
RESULTAT GLOBAL	-4 260	-5 362
Dont part revenant aux propriétaires de la Société	-7 765	-5 348
Dont part revenant aux participations ne donnant pas le contrôle	3 515	-5
RESULTAT GLOBAL TOTAL DE LA PERIODE	-4 260	-5 362

1.3. Etat de la situation financière

RE - Données Consolidées	31-déc.-18	31-déc.-16	Note n°		31-déc.-18	31-déc.-16	Note n°
ACTIFS INCORPORELS ET GOODWILL							
Goodwill	111 903	0	2.4	Capital	62 151	9 588	
Immobilisations incorporelles	42 328	5 155	2.5.3	Primes	301 215	38 350	
				Réserves consolidées	-5 310	-1	
				Résultat net Part du Groupe	-7 765	-5 349	
ACTIFS CORPORELS			2.4	CAPITAUX PROPRES DU GROUPE	360 301	42 688	1.5
Immeuble d'exploitation	965 737	96 771		Intérêts non contrôlants	13 413	751	
Autres immobilisations corporelles	23 336	13 611		TOTAL CAPITAUX PROPRES	389 714	49 399	
Immobilisations en cours	532	116		Emprunts Long Terme	716 570	75 771	2.7.2
Immeuble de placement	0	0		Autres instruments financiers	592	284	2.7.3
Actifs financiers non courants	2 992	3		Impôts Différés Passifs	73 477	465	2.11.3
Participations dans les entr. associées	0	0		Provisions (dont avantages au personnel)	458	0	2.10.1
Impôts Différés Actifs	21 464	175	2.11.3	Autres dettes Long Terme	28 496	26	2.7.2
Instruments financiers actif LT	1 612	56	2.7.2				
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	1 988 804	116 887		TOTAL PASSIFS NON COURANTS	819 663	78 698	
Stocks et en-cours	2 100	165		Dettes fournisseurs	32 495	9 653	2.7.2
Créances clients	12 630	1 829	2.7.1	Emprunts Court Terme	12 700	10 946	2.7.2
Créance d'impôt sur les sociétés	344	1		Autres instruments financiers	218	181	2.7.3
Autres créances	12 818	12 787	2.7.1	Avances et acomptes	4 762	333	2.7.2
Trésorerie et équivalent de trésorerie	66 057	11 372	2.7.1	Provisions Court Terme	8 269	186	2.10.2
				Dettes d'impôt sur les sociétés	3 584	47	2.7.2
Charges constatées d'avance	2 000	207		Autres dettes Court Terme	14 298	1 027	2.7.2
				Comptes de Régularisations	6 259	0	2.7.2
TOTAL ACTIFS COURANTS	96 948	28 981		TOTAL PASSIFS COURANTS	82 686	22 373	
TOTAL ACTIF	1 296 863	142 348		TOTAL PASSIF	1 296 863	142 348	

1.4. Tableau des flux de trésorerie consolidés

RE	31-déc.-18	31-déc.-1E	Note n°
Résultat net consolidé (y compris intérêts minoritaires)	-4 250	-5 353	
Amortissements et provisions	18 709	4 564	2.3.4
Profits et pertes de réévaluation à la juste valeur	-742	465	2.3.5
Autre produits et charges calculés	703	78	2.3.5
Produit sur abandon de créance	-3 296	0	2.3.4
MARGE BRUTE D'AUTOFINANCEMENT DES SOCIÉTÉS INTEGÉREES	11 124	-148	
Coût de l'endettement financier net	9 693	961	2.3.5
Charge d'impôt (y compris impôts différés)	-1 267	-123	2.11.1
MARGE BRUTE D'AUTOFINANCEMENT DES SOCIÉTÉS INTEGÉREES AVANT COUT DE L'ENDETTEMENT FINANCIER	18 660	882	
Impôt versé	-1 550	43	
Variation du BFR lié à l'activité (y compris dette liée aux avantages au personnel)	20 677	-12 825	
FLUX NET DE TRÉSORERIE GÉNÉRÉ PAR L'ACTIVITÉ	38 877	-12 080	
Acquisition d'immobilisations corporelles et incorporelles	-1 537	-77 844	
Incidence des variations de périmètre	-549 683	-13 039	2.5.3
Variation des prêts et avances consentis	115	-4	
Autres flux liés aux opérations d'investissement	-644	0	
FLUX NET DE TRÉSORERIE DES OPÉRATIONS D'INVESTISSEMENT	-661 748	-80 887	
Sommes reçues des actionnaires lors d'augmentations de capital	3 16 355	47 933	1.5
Dividendes mis en paiement au cours de l'exercice	0	0	
Encaissements liés aux nouveaux emprunts	655 624	86 510	2.7.2
Remboursements d'emprunts (y compris contrats de location financement)	-398 978	-19 676	2.7.2
Intérêts financiers nets versés (y compris contrats de location financement)	-5 852	-454	
Autres flux sur opérations de financement	-115	-72	
FLUX NET DE TRÉSORERIE DES OPÉRATIONS DE FINANCEMENT	687 034	114 241	
VARIATION DE LA TRÉSORERIE NETTE	63 882	11 284	
Trésorerie d'ouverture	11 370	106	
Trésorerie de clôture	65 332	11 370	
Variation de trésorerie	63 882	11 284	
	Clôture	Clôture	
Trésorerie brute (a)	66 057	11 372	2.7.1
Solides débiteurs et concours bancaires courants (b)	-81	-2	
Trésorerie nette (c) = (a) - (b)	66 978	11 370	
Endettement brut (d)	737 660	87 332	2.7.2
Amortissement des frais de financement (e)	-8 471	-617	
Endettement financier net (d) - (e) + (c)	663 213	76 346	

1.5. Tableau de variation des capitaux propres consolidés

K€	Capital	Prime d'émission	Réserves et résultats non distribués	Total Capitaux propres part du Groupe	Intérêts non contrôlants	Total capitaux propres
Situation à la création de la société	120	0	0	120	0	120
Affectation du résultat				0		0
Résultat de la période			-5 349	-5 349		-5 349
Autres éléments du résultat global				0		0
Total du résultat global			-5 349	-5 349	-6	-5 363
Variations de périmètre			-1	-1	641	640
Distributions versées aux intérêts non contrôlants				0		0
Augmentation capital	9 468	38 350		47 818	114	47 932
Autres				0		0
Situation au 31 décembre 2015	9 688	38 360	-5 360	42 688	761	43 388
Affectation du résultat				0		0
Résultat de la période			-7 766	-7 766	3 515	-4 250
Distribution de dividendes				0		0
Distribution de dividendes				0		0
Total du résultat global			-7 766	-7 766	3 515	-4 260
Variations de périmètre			0	0	7 997	7 997
Distributions versées aux intérêts non contrôlants				0		0
Augmentation capital	52 573	262 965		315 438	869	316 307
Autres				40	281	321
Situation au 31 décembre 2016	62 181	301 216	-13 076	360 301	13 413	383 714

Aucun dividende n'a été distribué au cours de l'exercice.

Les intérêts non contrôlants concernent :

- En 2015, la colonne « Intérêts non contrôlants » dont le total était de 751 K€ faisait référence à l'acquisition le 2 février 2015 de la société MO First Five détenant cinq hôtels Motel One en Allemagne (taux de détention de 94%).
- En 2016, vient s'ajouter l'acquisition le 1er Août 2016 d'un portefeuille en Murs et fonds de 9 hôtels en Allemagne (taux de détention de 94,0%).

1.6. Constitution et développement du groupe

Le groupe FDM Management a été créé en 2014 et se positionne comme l'un des principaux acteurs européens de l'investissement hôtelier. La stratégie du groupe vise à acquérir des hôtels, en contrat de gestion, en franchise ou en location gérance dans les principales métropoles européennes. Le portefeuille de FDM Management est composé des murs des hôtels (immobilier) et de leurs fonds de commerce (exploitation).

Les hôtels du groupe FDM Management sont opérés soit par des gestionnaires hôteliers spécialisés ou des opérateurs hôteliers (contrats de gestion), soit par des filiales de FDM Management (contrats de franchise).



Les principales étapes du développement 2014-2015 de FDM Management ont été :

- 2014 : création de la société et développement d'un hôtel Pullman opéré par AccorHotels à Roissy Pôle pour 54,2 M€ - 305 chambres ;
- 2015 : acquisition de huit actifs (plus un fonds de commerce) opérés par Louvre Hotels sous l'enseigne Première Classe en Allemagne pour 39,4 M€ - 750 chambres et l'acquisition d'un hôtel Park Inn opéré par Rezidor à Louvain en Belgique pour 14,1 M€ - 133 chambres.

1.7. Activité du groupe

Les activités de FDM Management se développent autour de trois principaux pôles d'activité :

- Activité hébergement : exploitation d'un portefeuille de 30 hôtels (8 282 chambres) en France, Belgique et Allemagne ;
- Activité restauration et ventes diverses : exploitation de restaurants et salles de séminaire / conférence aux seins des hôtels ;
- Activité immobilière : location des surfaces commerciales des ensembles immobiliers liés aux hôtels (essentiellement sur le portefeuille Rock en Allemagne).

1.8. Faits marquants de l'exercice

➤ Acquisitions d'actifs immobiliers

Le Groupe a procédé, au cours de l'année 2016, à l'acquisition de nombreux actifs hôteliers (murs et fonds). Les investissements réalisés :

- Acquisition le 29 avril du portefeuille Hermitage (7 hôtels à Lille, Rouen, Le Touquet en France - 2 hôtels en Belgique - 648 chambres) pour une valeur d'entreprise de 125 M€. Le prix payé pour l'acquisition des titres est de 86,5 M€ (dont 20 M€ de différé de paiement en 2018).
- Acquisition le 1er Août 2016 du portefeuille Rock (9 hôtels en Allemagne à Berlin, Dresde et Leipzig - 4 131 chambres), pour une valeur d'entreprise de 811M€. Le prix payé pour les titres est de 178,3 M€.
- Acquisition le 15 décembre du Crowne Plaza Bruxelles Airport (315 chambres), pour une valeur d'entreprise de 51,9 M€. Le prix payé pour l'acquisition des titres est de 19 M€ (dont un différé de paiement de 7,5 M€ en 2018).

➤ Augmentation de capital

En juin et juillet 2016, le groupe a procédé à une augmentation de capital de 315,439 M€ (y compris primes d'émission).



Depuis sa création, le Groupe a procédé à plusieurs augmentations de capital. L'historique est rappelé ci-dessous :

Evolution des fonds propres apportés	M€
Capital + Primes d'émission (à la création)	204
Augmentation de capital & Primes d'émission (Janv 2015)	28 152
Augmentation de capital & Primes d'émission (Jun 2015)	19 582
Augmentation de capital & Primes d'émission (mai 2016)	35 654
Augmentation de capital & Primes d'émission (juillet 2016)	279 785
Fonds propres apportés	388 377

➤ Financements levés

En 2016, le Groupe a été conduit à souscrire ou émettre les financements suivants :

- Emprunts obligataires :
 - Utilisation de l'intégralité de l'enveloppe obligataire initiale de 103,2 M€ : 80,5 M€ tirés en 2016 ;
 - Emission d'un nouvel emprunt obligataire en juillet pour un montant total de 84,1 M€ dont 42 M€ ont été effectivement tirés.
- Souscription du financement du portefeuille Rock : 435 M€ ayant permis le refinancement des emprunts existants (323,5 M€) et le remboursement des prêts de l'ancien actionnaire (111,5 M€) avec une marge de 1,75% + Euribor 3M – durée 7 ans ;
- Souscription du financement du portefeuille Hermitage :
 - Prêt relais corporate de 23,3 M€ avec une marge de 2,25% + Euribor 3M – durée 5 ans ;
 - Prêt hypothécaire de 12,4 M€ avec une marge de 1,65% + Euribor 3M – durée 5 ans ;
- Souscription du financement du Crowne Plaza Bruxelles à hauteur de 26,5 M€ avec un taux fixe de 1,85% - durée 7ans ;
- Souscription du financement pour le Park Inn Louvain à hauteur de 8 M€ (refinancement de l'acquisition réalisée en octobre 2015) avec un taux fixe de 1,85% - durée 7 ans.

1.9. Evènements post-clôture

Les évènements survenus après la clôture de l'exercice sont les suivants :

- Par convention les sociétés Hermitage Holdco, Alliance et SLIH ont rejoint le périmètre d'intégration fiscale dont la Société FDM Management est la tête d'intégration fiscale. Cette convention prend effet à compter du 1er janvier 2017.
- Dans le cadre de la cession à venir d'un hôtel à Dresde, les salariés ont été informés d'une réorganisation en janvier 2017. Le risque est estimé à environ 1 M€. Une provision pour restructuration sera comptabilisée en 2017.



- Un commerce loué à Dresde est en cours de cession. Le 20 mars 2017, la documentation juridique a été signée avec un fonds d'investissement. La vente effective est prévue pour fin mai 2017.
- Des discussions sont en cours concernant la détermination du prix définitif du portefeuille Rock. Les comptes au 31 décembre 2016 intégrant le prix d'acquisition maximal pour l'opération, aucun risque n'est encouru.

2. Notes annexes

2.1. Principes et méthodes comptables

2.1.1. Base de préparation des états financiers

Les comptes consolidés au 31 décembre 2016 du groupe FDM Management sont établis en conformité avec les normes et interprétations comptables internationales édictées par l'IASB (International Accounting Standards Board) et adoptées par l'Union européenne à la date d'arrêt. Ces normes comprennent les IFRS (International Financial Reporting Standards) et IAS (International Accounting Standards) ainsi que leurs interprétations.

Les normes appliquées sont disponibles sur le site :

http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/ias/index_fr.html

Les comptes ont été arrêtés par le Président.

➤ *Etats financiers*

Le Groupe présente un compte de résultat par nature, faisant apparaître le chiffre d'affaires, le résultat opérationnel courant, les autres produits et charges opérationnels, le résultat financier, le résultat des sociétés mises en équivalence et le résultat net de l'ensemble consolidé.

Le Groupe FDM Management a opté pour la mise en évidence, à son compte de résultat, d'un « Résultat opérationnel courant » calculé par différence entre le « Résultat opérationnel » et les « Autres produits et charges opérationnels ». Ces derniers correspondant à des événements inhabituels, anormaux et peu fréquents, et d'une matérialité significative. Il peut s'agir notamment des éléments suivants :

- Les plus ou moins-values de cession ou dépréciations importantes et inhabituelles d'actifs non courants, corporels ou incorporels,
- Certaines charges de restructuration : il s'agit uniquement des coûts de restructuration qui seraient de nature à perturber la lisibilité du résultat opérationnel courant, par leur caractère inhabituel et leur importance,
- D'autres charges et produits opérationnels tels qu'une provision relative à un litige d'une matérialité très significative.

Pour la présentation de l'Etat de situation financière, la distinction entre éléments courants et non courants requise par la norme IAS 1 correspond pour l'essentiel au découpage de l'actif (immobilisé/circulant) et du passif (long terme/court terme).



L'établissement des états financiers selon les principes IFRS nécessite d'effectuer des estimations et de formuler des hypothèses qui affectent les montants et les informations fournies dans les états financiers. Les résultats réels peuvent s'avérer sensiblement différents de ces estimations en fonction d'hypothèses ou de conditions différentes et le cas échéant, une analyse de sensibilité peut être mise en œuvre si elle présente un caractère significatif. Les principaux jugements et estimations sont décrits dans la note 1.2 « Estimations et jugements comptables déterminants ».

➤ *Changement de présentation*

La présentation de l'état du résultat net a été modifiée par rapport à l'exercice précédent pour faire apparaître les agrégats utilisés dans le secteur hôtelier (agrégats USALI : normes uniformes de comptabilité pour l'industrie du logement). Il s'agit d'un changement de présentation volontaire visant à présenter un niveau d'information plus fiable.

➤ *Monnaie fonctionnelle de présentation*

Les états financiers consolidés sont présentés en milliers d'euros, monnaie de présentation et monnaie fonctionnelle de la société mère.

➤ *Base d'évaluation des états financiers consolidés*

Au 31 décembre 2016, les états financiers ont été établis selon le principe de continuité d'exploitation.

Le Groupe a appliqué les mêmes principes comptables et méthodes d'évaluation que l'exercice précédent à l'exception si applicables de nouvelles normes, amendements et interprétations applicables pour les exercices ouverts au 1^{er} janvier 2016.

➤ *Principales nouvelles normes, amendements de normes et interprétations de normes d'application obligatoire au sein de l'Union Européenne au 31 décembre 2016*

Les nouvelles normes, ou amendements de normes et interprétations de normes suivants ont été appliqués aux comptes clos le 31 décembre 2016 :

- Amendement IAS 1 « Disclosure Initiative » : cet amendement apporte des clarifications s'agissant, notamment :
 - De l'application de la notion de matérialité, en précisant qu'elle s'applique aux états financiers y compris les notes annexes et que l'inclusion d'informations non significatives peut être nuisible à leur compréhension,
 - Et l'application du jugement professionnel, en modifiant à la marge certaines formulations considérées comme prescriptives et ne laissant de ce fait pas de place au jugement.

- Amendements à IAS 19 « cotisations des membres du personnel » : ces amendements limités s'appliquent aux contributions des membres du personnel ou des tiers à des régimes à prestations définies.
- Améliorations annuelles 2010-2012. Les précisions apportées par ces améliorations sont relatives aux normes IFRS 2, IFRS 3, IFRS 8, IFRS 13, IAS 16/38 et IAS 24.
- Les améliorations annuelles 2012-2014 : au niveau européen, les amendements sont applicables au plus tard aux exercices ouverts à compter du 1er janvier 2016. Les précisions apportées par ces améliorations sont relatives aux normes IFRS 5, IFRS 7, IAS 19 et IAS 34.
- Amendements à IAS 16 et IAS 38 : ces amendements (d'application obligatoire au 1er janvier 2016) clarifient les modes d'amortissement acceptables
- Amendements à IFRS 11 « Comptabilisation des acquisitions d'intérêts dans une entreprise commune » : l'amendement publié (d'application obligatoire au 1er janvier 2016) vient préciser la manière de comptabiliser les acquisitions d'intérêts dans une entreprise commune dont l'activité constitue une entreprise (« business ») au sens d'IFRS 3 « Regroupements d'entreprises ».
- Ces nouvelles normes n'ont pas eu d'impact significatif sur les compte du Groupe au 31 décembre 2016.

➤ *Textes pouvant être anticipés par les sociétés européennes*

Les nouveaux textes suivants sont entrés en vigueur au sein de l'Union Européenne pour les exercices ouverts à compter du 1er janvier 2016. Ils peuvent être anticipés et ne l'ont pas été par l'ensemble FDM Management :

- IFRS 9 « Instruments financiers » : l'application sera obligatoire au 1er janvier 2018 en cas d'adoption par l'Union Européenne.
- IFRS 15 « Produits provenant des contrats avec les clients ».

Les impacts de ces amendements sur les états financiers du Groupe FDM Management, sont en cours d'analyse par le Groupe. Les incidences, à ce stade pressenties, ne sont pas significatives.

➤ *Nouvelles normes, amendements aux normes et interprétations publiés par l'IASB mais non adoptées par l'UE au 31 décembre 2016 et qui ne sont pas applicables par anticipation par le groupe*

Le Groupe FDM Management n'a pas appliqué par anticipation les normes et interprétations suivantes, dont les impacts sur ses états financiers, toujours en cours d'analyse, ne devraient pas avoir d'incidence significative. Cela concerne notamment :

- IFRS 14 « Comptes de report réglementaires » applicable à compter du 1er janvier 2016 selon l'IASB : la Commission Européenne a décidé de ne pas lancer de processus d'adoption de cette norme considérée comme transitoire.

- IFRS 16 « Contrats de location » applicable à compter du 1er janvier 2019 selon l'IASB.
- Amendement à IAS 7 « Initiative concernant les informations à fournir » applicables à compter du 1er janvier 2017 selon l'IASB.
- Amendements à IAS 12 « Comptabilisation d'actifs d'impôts différé au titre de pertes latentes » applicables à compter du 1er janvier 2017 selon l'IASB.
- Amendements à IAS 40 « Immeubles de placement » : précisions sur les modalités de transfert depuis ou vers a catégorie immeuble de placement.
- Améliorations annuelles 2014-2016. Ces améliorations concernent les normes IFRS 1 (suppression d'exemptions), IFRS 12 et IAS 28 (clarifications) applicables au 1er janvier 2017 ou 2018 selon l'IASB.
- IFRIC 22 « Opérations en devises et paiements d'avance » : applicable au 1er janvier 2018 selon l'IASB.
- Amendements à IFRS 15 « Clarifications » applicables au 1er janvier 2018 selon l'IASB.
- Amendements à IFRS 2 « Classement et évaluation des transactions dont le paiement est fondé sur des actions » applicables au 1er janvier 2018 selon l'IASB.

Les impacts de ces amendements sur les états financiers du Groupe FdM Management, sont en cours d'analyse par le Groupe.

2.1.2. Estimations et jugements comptables déterminants

Les états financiers ont été préparés selon la convention du coût historique, à l'exception de certains instruments financiers qui sont comptabilisés selon la convention de la juste valeur. L'établissement des états financiers nécessite, conformément au cadre conceptuel des normes IFRS, d'effectuer des estimations et d'utiliser des hypothèses qui affectent les montants figurant dans ces états financiers.

Les estimations significatives réalisées par FdM Management pour l'établissement des états financiers portent principalement :

- L'évaluation à la juste valeur des instruments financiers dérivés ;
- Analyse des contrats de location : location simple et location financement ;
- L'évaluation de la valeur recouvrable des écarts d'acquisition et les valeurs d'utilité des actifs incorporels et corporels.

En raison des incertitudes inhérentes à tout processus d'évaluation, FdM Management révisé ses estimations sur la base des informations régulièrement mises à jour. Il est possible que les résultats futurs des opérations concernées diffèrent de ces estimations.

Outre l'utilisation d'estimations, la direction du Groupe fait usage de jugements pour définir le traitement comptable adéquat de certaines activités et transactions lorsque les normes et interprétations IFRS en vigueur ne traitent pas de manière précise des problématiques comptables concernées.

2.1.3. Principes de consolidation

➤ Entités contrôlées

Les présents états financiers comprennent les états financiers de la société FDM Management et les états financiers des entités (y compris les entités structurées) qu'elle contrôle et ses filiales. FDM Management a le contrôle lorsqu'elle :

- détient le pouvoir sur l'entité émettrice ;
- est exposée, ou a le droit, à des rendements variables, en raison de ses liens avec l'entité émettrice ;
- a la capacité d'exercer son pouvoir de manière à influencer sur le montant des rendements qu'elle obtient.

Le groupe FDM Management doit réexaminer son niveau de contrôle sur l'entité émettrice lorsque les faits et circonstances indiquent qu'un ou plusieurs des trois éléments du contrôle énumérés ci-dessus ont changé.

Si le Groupe ne détient pas la majorité des droits de vote dans une entité émettrice afin de déterminer le pouvoir exercé sur une entité, il analyse s'il dispose des droits suffisants pour lui conférer la capacité de diriger unilatéralement les activités pertinentes de l'entité émettrice.

Une entité structurée est une entité conçue de telle manière que les droits de vote ou droits similaires ne constituent pas le facteur déterminant pour établir le contrôle de l'entité ; c'est notamment le cas lorsque les droits de vote concernent uniquement des tâches administratives et que les activités pertinentes sont dirigées au moyen d'accords contractuels.

Les filiales sont consolidées selon la méthode de l'intégration globale.

Aucune société du groupe n'est, au 31.12.2016, considérée comme une entité structurée.

➤ Entreprises associées

Une entreprise associée est une entité dans laquelle le Groupe a une influence notable. L'influence notable est le pouvoir de participer aux décisions de politique financière et opérationnelle d'une entité émettrice, sans toutefois exercer un contrôle ou un contrôle conjoint sur ces politiques.

Les résultats et les actifs et passifs des entreprises associées sont comptabilisés dans les présents états financiers consolidés selon la méthode de la mise en équivalence.

Aucune société du groupe n'est, au 31.12.2016, considérée comme une entreprise associée.

➤ *Coentreprises*

Une coentreprise est un partenariat dans lequel les parties qui exercent un contrôle conjoint sur l'opération ont des droits sur l'actif net de celle-ci.

Les résultats et les actifs et passifs des coentreprises sont comptabilisés dans les présents états financiers consolidés selon la méthode de la mise en équivalence.

Aucune société du Groupe n'est, au 31.12.2016, considérée comme une coentreprise.

➤ *Activités conjointes*

Une activité conjointe est un partenariat dans lequel les parties qui exercent un contrôle conjoint sur l'opération ont des droits sur les actifs, et des obligations au titre des passifs, relatifs à celle-ci. Ces parties sont appelées coparticipants.

Le coparticipant comptabilise les actifs, les passifs, les produits et les charges relatifs à ses intérêts dans une activité conjointe en conformité avec les normes IFRS qui s'appliquent à ces actifs, passifs, produits et charges.

Aucune société du Groupe n'est, au 31.12.2016, considérée comme une activité conjointe.

➤ *Dates d'arrêtés des comptes sociaux des filiales*

Les comptes individuels de la société mère et de l'ensemble des filiales sont clôturés sur l'année civile (31 décembre), à l'exception de la société Crowne Plaza Bruxelles qui a clôturé ses comptes au 30 novembre 2016. La date de clôture de cette société entrée dans le périmètre le 15 décembre 2016 sera portée au 31 décembre dès l'exercice 2017.

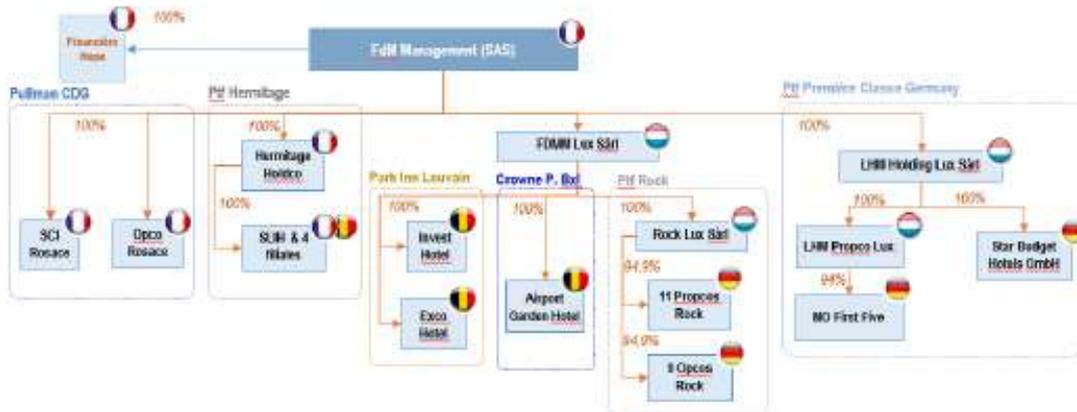
Les entités entrées dans le périmètre au cours de l'exercice sont consolidées à compter de leur date de prise de contrôle effective.



2.2. Périmètre de consolidation

2.2.1. Organigramme au 31 décembre 2016

Au 31 décembre 2016, l'organigramme du groupe est le suivant :



2.2.2. Liste des sociétés consolidées et exclues du périmètre

La liste des entreprises consolidées avec les pourcentages de contrôle, d'intérêts et les méthodes de consolidation figurent dans le tableau ci-après :

Sociétés	Pays	Méthode de consolidation 2018	Méthode de consolidation 2016	% d'intérêt 2018	% d'intérêt 2016
FDM Management	France	Société Mère	Société Mère	100%	100%
LHM Holding Lux SARL	Luxembourg	IG	IG	100%	100%
LHM ProCo Lux SARL	Luxembourg	IG	IG	100%	100%
SCI Rosace	France	IG	IG	100%	100%
MO First Five	Allemagne	IG	IG	94,0%	94,0%
Star Budget Hotel GmbH	Allemagne	IG	IG	100%	100%
Financière Hope SAS	France	IG	IG	100%	100%
FDM Lux	Luxembourg	IG	IG	100%	100%
OPCO Rosace	France	IG	IG	100%	100%
Exco Hôtel	Belgique	IG	IG	100%	100%
Invest Hôtel	Belgique	IG	IG	100%	100%
Heritage Holdco	France	IG	-	100%	-
Rock-Lux	Luxembourg	IG	-	100%	-
SLH - Société Lilloise Investissement Immobilier Hôteler	France	IG	-	100%	-
Spiegelei HLD SA	Belgique	IG	-	100%	-
Alliance et Compagnie SAS	France	IG	-	100%	-
Spiegelei SA MBF	Belgique	IG	-	100%	-
Résidence Cour St Georges	Belgique	IG	-	100%	-
Berlin I (Propco Westin Grand Berlin)	Allemagne	IG	-	94,9%	-
Opco Grand Hôtel Berlin Betriebs (Westin Berlin)	Allemagne	IG	-	94,9%	-
Berlin II (Propco Park Inn Alexanderplatz)	Allemagne	IG	-	94,9%	-
Opco Hotel Stadt Berlin Betriebs (Park Inn)	Allemagne	IG	-	94,9%	-
Berlin III (Propco Mercure Postdam)	Allemagne	IG	-	94,9%	-
Opco Hotel Postdam Betriebs (Mercure Postdam)	Allemagne	IG	-	94,9%	-
Dresden I (Propco Westin Bellevue)	Allemagne	IG	-	94,9%	-
Opco Hotel Bellevue Dresden Betriebs (Westin Bellevue)	Allemagne	IG	-	94,9%	-
Dresden II (Propco Ibis Hotel Dresden)	Allemagne	IG	-	94,9%	-
Dresden III (Propco Ibis Hotel Dresden)	Allemagne	IG	-	94,9%	-
Dresden IV (Propco Ibis Hotel Dresden)	Allemagne	IG	-	94,9%	-
Opco BIL Hotelbetriebsgesellschaft (Dresden II to IV)	Allemagne	IG	-	94,9%	-
Dresden V (Propco Pullman Newa Dresden)	Allemagne	IG	-	94,9%	-
Opco Hotel Newa Dresden Betriebs (Pullman)	Allemagne	IG	-	94,9%	-
Leipzig I (Propco Westin Leipzig)	Allemagne	IG	-	94,9%	-
Opco Hotelgesellschaft Gerberstrasse Betriebs (Westin Leipzig)	Allemagne	IG	-	94,9%	-
Leipzig II (Propco Radisson Blu Leipzig)	Allemagne	IG	-	94,9%	-
Opco Hotel Deutschland Leipzig Betriebs (Radisson Blu)	Allemagne	IG	-	94,9%	-
Erfurt I (Propco Radisson Blu Erfurt)	Allemagne	IG	-	94,9%	-
Opco Hotel Kosmos Erfurt (Radisson Blu)	Allemagne	IG	-	94,9%	-
Airport Garden Hotel IV	Allemagne	IG	-	100%	-

MEERCE : Mise en équivalence - Co-entreprise (0)

MEEREA : Mise en équivalence - Entreprise Associée (0)

IG : Intégration globale (38)

n.i. : Non intégrée (0)

Aucune entité contrôlée n'a eu à faire l'objet d'une exclusion de périmètre.

Les entrées de périmètre résultent des investissements de l'exercice. Elles sont globalement structurées en trois opérations distinctes, à savoir :

- Portefeuille Hermitage : 9 hôtels (648 chambres, Murs et Fonds),
- Portefeuille Rock : 9 hôtels (4 131 chambres, Murs et Fonds),
- Crowne Plaza Bruxelles : 1 hôtel (315 chambres, Murs et Fonds).

2.3. Données opérationnelles de rentabilité

2.3.1. Chiffre d'affaires

Le produit des activités ordinaires correspond au montant des ventes de produits et prestations de services liées aux activités ordinaires des sociétés consolidées par intégration globale. Il se répartit entre les différentes prestations hôtelières (hébergement, restauration et autres prestations).

L'ensemble des produits des activités ordinaire est évalué à la juste valeur de la contrepartie reçue ou à recevoir, net des rabais, remises et ristournes, de la TVA et des autres taxes.

Les prestations de service sont comptabilisées au moment où le service est rendu.

Le chiffre d'affaires de l'ensemble FDM Management se compose comme suit :

Données consolidées en K€	31-déc.-18	31-déc.-16	Variation
Hébergements	79 410	10 950	68 460
Restauration	29 072	1 781	27 291
Ventes diverses	8 061	315	7 746
Loyers liés aux hôtels	3 334	0	3 334
Chiffre d'affaires	119 877	13 046	106 831

Compte tenu des investissements conséquents de l'exercice 2016, le chiffre d'affaires comptabilisé n'est pas représentatif du potentiel d'activité de FDM Management en année pleine. Tel était également le cas en 2015.

Les flux d'activité effectivement pris en compte le sont en fonction des dates effectives de prise de contrôle, à savoir :

- Portefeuille Hermitage à compter du 29 avril 2016
- Portefeuille Rock à compter du 1^{er} août 2016
- Compte tenu de sa date d'entrée dans le périmètre (15 décembre 2016), le Crowne Plaza Bruxelles n'a aucun impact sur le chiffre d'affaires de l'exercice.

2.3.2. Analyse du Résultat Brut d'exploitation

Données consolidées en K€	31-déc.-18	% de CA	31-déc.-16	% de CA
Chiffre d'affaires	118 877		10 047	
Coût des chambres	-6 837		-1 454	
Coût restauration	-7 961		-423	
Coût des ventes diverses	-1 100		-264	
Variation stocks fournitures	-138		150	
Redevances de crédit-bal	-436		0	
Coûts des ventes	-18 472	13,7%	-1 981	15,3%
Salaires	-17 516		-1 885	
Charges sociales	-4 886		-478	
Primes	-1 692		-291	
Sous-traitance (nettoyage)	-5 882		-669	
Personnel extérieur	-7 641		-1 486	
Autres coûts de personnel	-73		-25	
Coûts de personnel	-37 880	31,4%	-4 804	37,1%
Dépenses administratives	-3 255		-220	
Services bancaires et assimilés	-1 076		-27	
Autres charges externes	-1 941		-329	
Pertes sur créances irrécouvrables	-66		0	
Autres dépenses	9		0	
Maintenance informatique	-1 458		-104	
Administratif et Général (A&G)	-7 787	6,5%	-880	5,2%
Publicité	-2 659		-43	
Droit d'utilisation de la marque	-2 356		-471	
Marketing fees	-763		-65	
Ventes et Marketing (S&M)	-6 778	4,8%	-678	4,4%
Energie	-5 901		-668	
Travaux et frais d'entretien	-4 642		-388	
Autres charges d'exploitation	-10 648	8,8%	-1 068	8,1%
Résultat Brut d'exploitation (GOP)	41 607		3 607	

Les charges d'exploitation ont évolué proportionnellement au chiffre d'affaires.

Les charges de personnel, salariés ou extérieurs, sont maîtrisées et s'élèvent à 37 880 K€. Elles comprennent non seulement le personnel des hôtels (1 495 personnes), mais également le personnel de la plateforme de gestion (5 personnes), les frais de sous-traitance de l'activité, de nettoyage, ainsi que les extras.

2.3.3. EBITDAR

Données consolidées en K€	31-déc.-18	31-déc.-15
Résultat Brut d'exploitation (GOP)	41 807	3 807
Honoraires de Management	-3 469	-185
Honoraires exceptionnels de Management	-663	0
Subventions d'exploitation	41	1 118
Frais de gestion	-4 091	833
Impôts et taxes	-128	-243
Taxes professionnelles	-599	0
Taxes foncières	-1 360	-15
Autres impôts et taxes	-462	0
Impôts et taxes	-2 548	-258
Primes d'assurance du patrimoine	-494	-58
Coût des assurances corporate	-95	-11
Assurances	-689	-69
Coût des conseils et prestataires	-1 083	-446
Honoraires commissariat aux comptes et expertise comptable	-682	-455
Frais d'expertise et d'évaluation	-263	-43
Honoraires Property Management	-121	-38
Honoraires conseils	-2 149	-982
EBITDAR	32 230	3 631

Les frais fixes comprennent principalement :

- Les frais de gestion (4 091 K€) correspondant essentiellement aux honoraires de management versés à des opérateurs hôteliers au titre de leurs missions de gestion de l'activité hôtelière des actifs du groupe FDM Management.
- Les impôts et taxes (2 548 K€) composés pour plus de moitié des taxes foncières.
- Les honoraires (2 149 K€) sont relatifs aux obligations légales des sociétés du Groupe (expertise-comptable, commissariat aux comptes) ainsi qu'à des missions ponctuelles confiées à des avocats ou sociétés de conseil.

2.3.4. Résultat Net Opérationnel

Données consolidées en K€	31-déc.-18	31-déc.-16
EETDAR	32 290	3 631
Locations immobilières externes	-2 018	-666
Locations immobilières intra-groupe	-85	0
EETDA	30 187	2 965
Amortissement et dépréciation des actifs incorporels	-208	-286
Amortissement et dépréciation des équipements hôteliers	-5 096	0
Amortissement et dépréciation des actifs corporels	-13 453	-3 378
Dépréciation des actifs circulants	-75	0
Reprises dépréciation des actifs circulants	38	1
Dotations provisions pour risques et charges	-12	0
Reprise provisions pour risques et charges	87	0
Résultat Opérationnel Courant	11 418	-788
Prais de pré-ouverture	1	-1 000
Prix de vente des actifs	0	0
Valeur nette comptable des actifs cédés	0	0
Coût de mise en place des opérations d'acquisition	-9 952	-2 139
Autres produits exceptionnels	3 376	0
Résultat Opérationnel	4 843	-3 927

Le résultat opérationnel au titre de l'exercice 2016 est un bénéfice de 4 843 K€, principalement affecté par :

- L'amortissement des actifs corporels (18 539 K€).
- Les coûts de mise en place des opérations réalisées (Hermitage, Rock et Crowne Plaza Bruxelles) pour 9 952 K€.
- Un produit non récurrent de 3,3 M€ a été constaté dans le cadre de la restructuration du portefeuille Rock, et est relatif aux intérêts non contrôlants, ce portefeuille étant détenu à 94,9%).

2.3.5. Résultat financier

Données consolidées en K€	31-déc.-16	31-déc.-15
Résultat Opérationnel	4 843	-3 937
Charges financières des emprunts bancaires et obligataires	-9 464	-931
Charges financières des instruments dérivés	-284	0
Produits d'intérêts des prêts	102	0
Commission de non utilisation	-98	-49
Autres revenus financiers	51	20
Coût de l'endettement financier net	-9 883	-980
Variation positive des IFT	1 135	1
Variation négative des IFT	-393	-465
Profits et pertes de réévaluation à la juste valeur	742	-484
Charges financières d'actualisation	-736	-35
Amortissement des frais sur emprunts	-703	-78
Gains/Pertes de change	29	-2
Autres charges financières	1	0
Autres produits et charges financiers	-1 408	-116
Résultat avant impôts	-6 517	-6 478

Le résultat financier comprend principalement les intérêts d'emprunts :

- Relatifs aux emprunts obligataires émis en 2015 et 2016 (4 119 K€),
- Du financement Rock (3 129 K€)

Il en résulte une perte avant impôts de -5 517 K€.

2.4. Actifs relatifs au patrimoine lié à l'activité

Les immobilisations incorporelles sont comptabilisées initialement à leur coût ou à leur juste valeur si elles sont acquises dans le cadre de regroupement d'entreprises. Elles sont principalement composées de logiciels, de frais de développement, et tout autre actif non monétaire identifiable sans substance physique (par exemple une plateforme téléphonique de réservation).

Les immobilisations corporelles comprennent principalement les murs des hôtels exploités ainsi que les matériels y afférent. En 2015, premier véritable exercice d'investissements, les principaux mouvements ont concerné :

- L'acquisition de huit actifs (plus un fonds de commerce) en Allemagne pour 39,4 M€ ;
- L'acquisition d'un hôtel Pullman à Roissy Pôle pour 54,2 M€ ;
- L'acquisition d'un hôtel Park Inn à Louvain en Belgique pour 14,1 M€ ;

Les acquisitions se sont poursuivies et amplifiées en 2016 :

- L'acquisition du portefeuille Hermitage le 29 avril 2016 pour 125M€ ;
- L'acquisition du portefeuille Rock le 1^{er} aout 2016 pour 811M€ ;
- L'acquisition du Crowne Plaza Bruxelles pour 51,9M€.

Les mouvements du patrimoine, par agrégats, entre 2015 et 2016 sont détaillés dans le tableau ci-dessous :

KE - Données Consolidées	31-déc.-15	Variation de périmètre	Acquisitions	Travaux	Dotations Amort. et dépréciation	31-déc.-16
Ecart d'acquisition	0	111 903	0	0	0	111 903
Immobilisations incorporelles	5 446	39 035	0	11	0	44 492
Amort. immobilisations incorporelles	-201	-1 666	0	0	-205	-2 164
Immobilisations incorporelles nettes	5 165	148 273	0	11	-208	164 231
Immobilisations corporelles nettes	110 488	887 411	882	812	-19 898	889 605
Total Consolidé	116 653	1 048 684	882	823	-20 108	1 143 836

Les variations de périmètre, incluant les goodwill, concernent les entrées de :

- Rock (841 M€)
- Hermitage (153 M€)
- Crowne Plaza Bruxelles (52,7 M€)

A titre comparatif, les mouvements du patrimoine au cours de l'exercice précédent étaient les suivants :

KE - Données Consolidées	31-déc.-14	Variation de périmètre	Acquisitions (Amort.)	Travaux	Dot./ Amort. & Dep.	31-déc.-15
Immobilisations incorporelles	0	1 373	4 073	0		5 446
Amort. Imm. Incorporelles	0	-6	0	0	-205	-201
Immobilisations incorporelles nettes	0	1 388	4 073	0	-208	5 165
Immobilisations corporelles nettes	0	33 625	78 828	1 423	-3 376	110 488
Total Consolidé	0	34 988	83 901	1 423	-3 694	116 653

2.5. Regroupements d'entreprises et Goodwill

2.5.1. Notion de regroupement d'entreprises

Une entité doit déterminer si une transaction ou un autre évènement constitue un regroupement d'entreprise au sens de la définition de la norme IFRS 3 qui stipule qu'une entreprise est un ensemble intégré d'activités et d'actifs susceptible d'être exploité et géré dans le but de fournir un rendement (dividendes, coûts inférieurs ou autres avantages économiques) directement aux investisseurs.



Dans ce cas, le coût d'acquisition correspond à la juste valeur de la date d'échange des actifs et passifs apportés et des instruments de capitaux propres émis en échange de l'entité acquise. L'écart d'acquisition est comptabilisé comme un actif pour l'excédent du coût d'acquisition sur la part d'intérêt de l'acquéreur dans la juste valeur des actifs et passifs acquis nette des impôts différés comptabilisés s'il y a lieu. Un écart d'acquisition négatif est porté au compte de résultat.

Pour déterminer si une transaction est un regroupement d'entreprise, le Groupe considère notamment si un ensemble intégré d'activités est acquis en plus de l'immobilier dont les critères peuvent être le nombre d'actifs et l'existence de processus comme l'asset management ou des activités de commercialisation.

Les coûts connexes à l'acquisition sont comptabilisés en charges conformément à IFRS 3 et figurent sur la ligne « frais d'acquisition des titres » dans le compte de résultat.

Si le Groupe conclut qu'il ne s'agit pas d'un regroupement d'entreprise, la transaction est comptabilisée comme une acquisition d'actifs et applique les normes appropriées aux actifs acquis.

2.5.2. Principes généraux

Le goodwill inscrit au bilan consolidé représente la différence entre :

- la somme des éléments suivants :
 - la contrepartie transférée ;
 - le montant de la participation ne donnant pas le contrôle dans la société acquise, déterminé sur la base de leur quote-part dans la juste valeur des actifs et passifs nets identifiables acquis (méthode du goodwill partiel). L'option pour la méthode du goodwill partiel, ouverte transaction par transaction, est susceptible de faire l'objet de traitements différents pour de futures acquisitions (option possible pour la méthode du goodwill complet) ;
- et le montant net des actifs identifiables acquis et passifs repris, évalués à leur juste valeur à la date d'acquisition.

Lorsque la différence entre la contrepartie transférée et la juste valeur de la quote-part revenant au groupe dans les actifs identifiables acquis et les passifs identifiables éventuels de la filiale acquise est négative, l'écart est comptabilisé directement au compte de résultat.

Les compléments de prix éventuels sont évalués à la juste valeur à la date d'acquisition. Ils sont définitivement évalués dans les 12 mois suivant la date d'acquisition. La variation ultérieure de ces compléments de prix est comptabilisée en résultat de la période.

Les coûts liés au regroupement d'entreprise sont comptabilisés en charges lorsqu'ils sont encourus.

Après sa comptabilisation initiale, le goodwill fait l'objet d'un test de perte de valeur au minimum une fois par an.

2.5.3. Traitement des variations de pourcentage d'intérêt

Chaque étape d'une prise et/ou d'une cession de participation traduisant une variation de pourcentage d'intérêts conduit à des traitements spécifiques à chaque cas d'espèce. Ainsi :

➤ *Acquisition d'intérêts conférant le contrôle exclusif*

Lors de la première consolidation d'une entreprise contrôlée exclusivement, les actifs acquis, passifs et passifs éventuels qui correspondent à une obligation existant à la date d'acquisition en raison d'événements passés, et qui peuvent être évalués de manière fiable, de l'entreprise acquise sont évalués à leur juste valeur sauf exceptions spécifiquement prévues par la norme IFRS 3 révisée.

➤ *Cession d'intérêts ne modifiant pas le contrôle*

Pour les cessions d'intérêts ne modifiant pas le contrôle exercé sur l'entité, l'écart entre la juste valeur du prix de cession des titres et la quote-part de capitaux propres consolidés que ces titres représentent à la date de leur cession est constaté en capitaux propres attribuables aux propriétaires de la société mère du groupe en maintenant inchangée la valeur consolidée des actifs et passifs identifiables de la filiale y compris le goodwill. La part de ces cessions encaissée en numéraire, nette des frais de cession associés, est classée en flux de trésorerie liées aux opérations de financement du tableau des flux de trésorerie consolidés.

➤ *Acquisition d'intérêts par étapes*

Lorsque la prise de contrôle est précédée de l'acquisition d'intérêts n'ayant pas donné le contrôle, les lots antérieurement acquis font l'objet, à la date de prise de contrôle, d'une ré-estimation à leur juste valeur, estimée en utilisant le coût d'acquisition du lot permettant la prise de contrôle. L'écart éventuel est inscrit en compte de résultat, et l'écart d'acquisition est déterminé par différence entre le coût global d'acquisition ainsi déterminé et la juste valeur des actifs et passifs acquis.

➤ *Cession d'intérêts qui entraînent la perte de contrôle*

Les cessions d'intérêts qui entraînent la perte de contrôle exclusif, donnent lieu en règle générale à la constatation d'un résultat de cession comptabilisé en résultat calculé sur la totalité de la participation à la date de l'opération. Toute participation résiduelle conservée est ainsi évaluée à sa juste valeur par le compte de résultat au moment de la perte de contrôle exclusif. Lorsque l'opération de cession de titre est analysée comme un apport d'actifs dans une entité sous contrôle conjoint, la quote-part des actifs et passifs conservés reste enregistré à sa valeur historique, sans constatation de résultat de cession.

➤ *Évaluation des intérêts ne donnant pas le contrôle*

La norme IFRS 3 révisée permet de comptabiliser les intérêts ne donnant pas le contrôle soit à leur juste valeur, soit en retenant leur quote-part dans l'actif net de l'entité acquise. Cette option est exercée, au cas par cas, pour chaque opération de regroupement d'entreprises.

➤ *Goodwill*

L'évolution des Goodwill consécutives aux variations de périmètre de l'exercice est la suivante :

Goodwill	2015	Augmentation	Diminution	Variation de périmètre	2016
Heritage	0			27 976	27 976
Rock	0			83 110	83 110
Crowne Plaza	0			816	816
Total	0	0	0	111 903	111 903

A noter qu'un écart d'acquisition a été comptabilisé pour 1 M€ sur l'Hôtel Pullman mais il a été totalement déprécié à fin 2015.

Les prix d'acquisition ont été affectés provisoirement aux postes suivants au 31 décembre 2016, sachant que la société dispose d'un délai de 12 mois à compter de la date de prise de contrôle pour l'affectation définitive du prix d'acquisition :

(en milliers d'euros)	Heritage	Rock	Crowne Plaza
Prix d'acquisition actualisé	84 580	178 291	19 015
Actifs			
Goodwill	27 976	83 110	816
Actifs non courants			
Immobilisations incorporelles	37 249	103	197
Immobilisations corporelles	87 809	757 597	51 703
Actifs financiers non courants	1 603	0	0
Impôts différés actifs	1 675	10 928	9 088
Actif courant			
Créances Clients et autres débiteurs	6 841	20 073	440
Autres actifs courants	1 629	3 147	160
Trésorerie et équivalent de trésorerie	1 798	15 182	4 690
Passifs			
Passif non courants			
Dettes financières à long terme	-18 035	-638 380	-34 212
Passif d'impôts différés	-30 795	-34 402	-12 192
Passif courant			
Dettes financières à court terme	-26 977	-5 995	-413
Dettes fournisseurs et autres créditeurs	-5 435	-17 135	-1 221
Autres passifs courants	-758	-7 938	-41
Actif net acquis	66 804	100 180	18 198
Part des intérêts non contrôlants sur l'actif net acquis	-	-5 282	0
Actif net part du groupe à la clôture	66 804	94 898	18 198

La ligne incidence des variations de périmètre du tableau des flux de trésorerie pour 549 M€ comprend :

- L'acquisition des titres pour 282 M€ dont sont déduits :
 - Les différés de paiement (25 M€)
 - La trésorerie nette acquise (12 M€)
- L'acquisition des prêts d'actionnaires (shareholder loans) et o-notes (304 M€)

2.6. Dépréciation des actifs

Les valeurs comptables des actifs incorporels et corporels (à durée de vie déterminée ou indéterminée), autres que les stocks, les actifs d'impôts différés, les actifs relatifs aux avantages du personnel et les actifs financiers compris dans le champ d'IAS 32, sont revus à chaque clôture afin d'identifier d'éventuelles pertes de valeur.

En cas d'identification de perte de valeur, c'est-à-dire lorsqu'il existe un risque que la valeur recouvrable puisse être inférieure à la valeur comptable, la valeur recouvrable de l'actif fait l'objet d'un test de dépréciation selon les modalités décrites ci-après.

Une perte de valeur est comptabilisée dès que la valeur comptable de l'actif ou de l'unité génératrice de trésorerie à laquelle il appartient excède sa valeur recouvrable. Les pertes de valeur sont, le cas échéant comptabilisées dans le compte de résultat.

Compte tenu des dates d'acquisition et du lancement récent de l'activité, en ligne avec les business plans, les valeurs recouvrables estimées sont égales ou supérieures aux valeurs nettes comptables effectivement comptabilisées.

2.7. Financements et instruments financiers

2.7.1. Actifs financiers

➤ Actifs financiers non courants

Les actifs financiers non courants sont constitués des avances preneur dans le cadre des contrats de crédit-bail, ainsi que de sommes relatives à des hypothèques, dépôts et cautionnements.

➤ Trésorerie et équivalents de trésorerie

La trésorerie et les équivalents de trésorerie comprennent les disponibilités, les dépôts à court terme et les SICAV monétaires. Il s'agit d'actifs à court terme, très liquides, facilement convertibles en un montant connu de trésorerie et soumis à un risque négligeable de changement de valeur.

K€	31-déc.-18	31-déc.-16
Titres monétaires disponibles à la vente	0	0
Disponibilités bancaires	66 057	11 372
Autres	0	0
Trésorerie brute	66 057	11 372

La trésorerie au 31.12.2016 comprend la trésorerie acquise lors des opérations de croissance de l'exercice.

Le groupe FdM Management ne détient aucun placement présentant un risque en capital.

➤ Créances clients

Les créances clients comprennent uniquement les créances liées aux revenus ordinaires. Ces éléments sont évalués au coût amorti. Dans le cas où la valeur recouvrable se trouverait inférieure à la valeur nette comptable, le Groupe pourrait être conduit à comptabiliser en résultat une perte de valeur.

Pour les créances, une dépréciation est constituée en fonction des délais de retard du paiement.

Les créances et dépréciations théoriques qui découlent des règles ci-dessus font l'objet d'un examen au cas par cas afin de tenir compte des situations particulières.

K€	31-déc.-18	31-déc.-16	Variation
Créances clients	12 833	1 830	11 003
Dépréciation des créances	-203	-1	-202
Total net clients débiteurs	12 630	1 829	10 801

Les créances clients concernent principalement le périmètre Rock (9,9 M€) : le chiffre d'affaires de certains hôtels est généré à partir de contrats B to B avec des sociétés dont les délais de paiements varient de 10 à 60 jours.

➤ Autres créances

K€	31-déc.-18	31-déc.-16	Variation
Créances fiscales (IS)	344	1	343
Autres créances	12 818	12 787	31
Total	13 162	12 788	374

Les autres créances s'élèvent à 13 162 K€ et sont essentiellement constituées de :

- D'un minimum garanti sur l'exploitation d'un hôtel pour 4,7 M€, dont la contrepartie figure en produits constatés d'avance. Contractuellement, ce produit devra être remboursé en cas de surperformance et a par conséquent été considéré comme non définitivement acquis.
- TVA pour 4,6 M€.

2.7.2. Emprunts et dettes

➤ Passifs financiers

Les passifs financiers comprennent les emprunts et autres dettes porteuses d'intérêts.

Lors de leur comptabilisation initiale, ils sont évalués à leur juste valeur sur laquelle sont imputés les coûts de transaction qui sont directement attribuables à l'émission du passif. Les coûts de transaction sont ensuite comptabilisés au coût amorti sur la base du taux d'intérêt effectif (le « TIE »). Le taux effectif comprend le taux facial et l'amortissement actuariel des frais d'émission et des primes d'émission et de remboursement.

La part à moins d'un an des dettes financières est classée dans le poste dettes financières courantes.

Dans le cas des dettes financières issues de la comptabilisation des contrats de location financement, la dette financière constatée en contrepartie de l'actif est initialement comptabilisée à la juste valeur du bien loué ou, si celle-ci est inférieure, à la valeur actualisée des paiements minimaux au titre de la location.

Principales variations de la dette financière

Les variations des dettes financières s'analysent comme suit sur l'exercice 2016 :

K€	31-déc.-16	Augmentation	Destruction	Entrée de périmètre	31-déc.-16
Emprunts bancaires	64 118	541 596	-396 114	348 715	558 305
Emprunts obligataires	22 704	122 550	0	0	145 254
Crédit bail	0	0	-2 863	27 236	24 372
Autres emprunts et dettes assimilées	1	0	0	5 379	5 379
Sous-total Emprunts (portant intérêts)	86 823	664 136	-388 977	381 328	733 310
Intérêts courus	509	4 346	-505	0	4 350
Balancement des frais sur emprunts	-617	657	-8 511	0	-8 471
Banques créditrices	2	0	0	79	81
Total Emprunts (LT / CT)	86 717	668 138	-407 993	381 407	728 270
Valorisation des Instruments financiers	408	0	0	-1 211	-802
dont Actif	-66	0	0	-1 666	-1 612
dont Passif	466	0	0	345	810
Total Dette bancaire	87 125	668 138	-407 993	380 196	728 468

Le total de l'endettement brut au 31 décembre 2016 s'élève à 733 310 K€ (hors intérêts courus).

La ligne encaissements liés aux nouveaux emprunts du tableau des flux de trésorerie (655 M€) comprend :

- 664 M€ de nouveaux emprunts souscrits au cours de l'exercice :
 - 122,5 M€ relatifs aux emprunts obligataires : tirage de 80,5 M€ restants sur l'emprunt émis en 2015 et de 42 M€ sur l'emprunt émis en 2016
 - 435 M€ correspondants au financement Rock

- 8 M€ pour l'acquisition du Park Inn Louvain
- 26,5 M€ dans le cadre de l'acquisition du Crowne Plaza Bruxelles
- 72 M€ relatifs à l'opération Hermitage
- Desquels sont déduits 9 M€ de frais accessoires

La ligne remboursements d'emprunts du tableau des flux de trésorerie (399 M€) comprend :

- 324,5 M€ de remboursement des emprunts Rock
- 36 M€ relatifs à l'opération Hermitage
- 25,5 M€ dans le cadre de l'opération Crowne Plaza Bruxelles
- 10 M€ de remboursement d'emprunt du Pullman Roissy
- 3 M€ relatifs à différents crédits-baux

Emprunts bancaires

Les emprunts sont évalués après leur comptabilisation initiale au coût amorti sur la base du taux d'intérêt effectif.

Le taux moyen de la dette consolidée de FDM Management s'élève au 31 décembre 2016 à 1,8%.

Caractéristiques des emprunts contractés par FDM Management :

en M€	Encours au 31 déc.-16	Échéance à - 1 an	Encours au 31 déc.-17	Échéance de 2 à 5 ans	Encours au 31 déc.-21	Échéance + 5 ans
Dettes Financières à taux fixe	444 084	2 981	441 119	33 981	407 132	407 132
Emprunts bancaires à taux fixe	293 461	2 981	290 480	33 981	256 499	256 499
Total Emprunts	293 461	2 981	290 480	33 981	256 499	256 499
Obligations	145 254	0	145 254	0	145 254	145 254
Total dettes représentées par des titres	145 254	0	145 254	0	145 254	145 254
Autres emprunts et dettes assimilées	5 379	0	5 379	0	5 379	5 379
Dettes Financières à taux variable	289 218	6 384	293 852	67 885	225 987	225 987
Emprunts bancaires à taux variable	254 844	2 000	262 844	45 992	216 852	216 852
Crédit-bail	24 372	3 384	21 008	11 873	9 135	9 135
Total Emprunts	289 218	6 384	293 852	67 885	225 987	225 987
Total	733 310	9 365	734 985	91 866	633 119	633 119

Emprunts obligataires

Les caractéristiques des emprunts obligataires sont les suivantes :

Emprunts obligataires	17/07/2016	25/07/2018
Montant final de l'émission (en M€)	103 200	84 108
Emission effectuée (en M€)	103 200	42 054
Emission restant à réaliser	0	42 054
Nominal d'une obligation (en euros)	10	10
Nombre de parts émises	10 320 000	8 410 800
Taux nominal	5,00%	5,00%
Date d'échéance	31-déc.-24	31-déc.-24

L'ensemble des dettes est enregistré au coût historique.

Après leur comptabilisation initiale, le groupe évalue au coût amorti tous les passifs financiers autres que ceux détenus à des fins de transactions.

Lorsque l'effet de la valeur temps de l'argent est significatif, le montant de la dette correspond à la valeur actuelle des dépenses attendues que l'on pense nécessaires pour régler l'obligation. La dette est donc actualisée et sa valeur comptable augmente à chaque exercice pour refléter l'écoulement du temps. Cette augmentation est comptabilisée en charges financières. Tel est le cas des différés de paiement qui sont comptabilisés pour leur valeur actuelle.

➤ *Dettes fournisseurs et dettes diverses*

Les dettes fournisseurs et autres crédateurs comprennent les éléments suivants :

K€	31-déc.-18	31-déc.-16
Différés de paiement sur titres	25 467	0
Dépôts de garantie	828	26
Autres dettes Long Terme	2 161	0
Fournisseurs et comptes rattachés	26 796	2 571
Fournisseurs d'immobilisations	5 700	7 082
Avances et acomptes reçus sur commandes	4 275	50
Clients crédateurs	487	283
Dettes d'impôt sur les sociétés	3 584	47
Dettes fiscales et sociales	5 290	914
Dettes diverses	9 009	113
Total	66 138	11 080

Les différés de paiement, en valeurs actualisées, concernent :

- Hermitage : 18 064 K€
- Crowne Plaza : 6 803 K€

La dette d'impôt sur les sociétés provient presque exclusivement des sociétés Rock et est en partie relative aux exercices antérieurs, les sociétés allemandes ayant la possibilité de déclarer leur impôt jusqu'au 31 décembre de l'exercice suivant.

Les dettes concernant des fournisseurs d'immobilisations sont rattachées au Pullman Roissy : elles incluent 4 M€ de différé de paiement et 1,3 M€ auprès d'Eiffage dans le cadre de l'achèvement de la construction de l'hôtel.

Les dettes diverses (9 M€) comprennent principalement 6,9 M€ correspondant au solde du prix pour l'acquisition du portefeuille Rock (en attente de la détermination du prix définitif).

➤ *Produits constatés d'avance*

Les produits constatés d'avance correspondent en grande partie au minimum garanti (4,7 M€) dans le cadre de l'exploitation d'un hôtel (paragraphe 2.7.1).

2.7.3. Instruments dérivés et instruments de couverture

Les instruments financiers dérivés sont enregistrés au bilan à la juste valeur. La juste valeur est déterminée à partir de techniques de valorisation faisant appel à des méthodes de calcul mathématiques fondées sur des théories financières reconnues et des paramètres dont la valeur est déterminée à partir des prix d'instruments traités sur des marchés d'actifs. Cette valorisation est réalisée par un prestataire extérieur.

Le Groupe tient compte, pour ses évaluations d'instruments financiers, du risque de contrepartie (i.e. le risque qu'une contrepartie manque à l'une de ses obligations).

Compte tenu des caractéristiques de son endettement, FdM Management utilise des instruments dérivés pour la couverture de ses dettes à taux variable contre le risque de taux (couverture de flux de trésorerie futurs) mais n'a pas opté pour la comptabilité de couverture au sens de la norme IAS 39. Tous les instruments dérivés sont donc comptabilisés à leur juste valeur et les variations sont inscrites au compte de résultat.

Répartition par échéance des notionnels des instruments dérivés :

KE	à moins d'un an	de 1 à 5 ans	à plus de 5 ans	31-déc.-2016
Couverture Ferme				
SWAP payeur fixe	0	6 000	98 207	104 207
SWAP receveur fixe	0	0	0	0
Couverture Optionnelle				
Achat de CAP et Collar	0	25 000	120 000	145 000
Vente de CAP et Collar	0	0	0	0
Total	0	31 000	218 207	249 207

Encours au 31 décembre 2016 :

KE	Taux fixe	Taux variable
Emprunts et dettes financières brutes	444 094	289 216
Banques créditrices		81
Disponibilités		-66 057
Passifs financiers nets	444 094	223 240
Swaps	104 207	-104 207
Caps et collars	145 000	-145 000
Instruments dérivés	249 207	-249 207
Passifs financiers nets après dérivés	693 301	-25 967

Les nominaux des instruments de couverture représentent l'ensemble des instruments de couverture de la Société, que ceux-ci soient qualifiés à la comptabilité de couverture ou pas. Les instruments de couverture à départ décalé ne sont pas pris en compte dans ce tableau.

2.7.4. Catégorisation et juste valeur des actifs et passifs financiers

➤ Catégorisation des actifs et passifs financiers

Le tableau ci-après présente les différentes catégories d'instruments financiers au 31 décembre 2016 :

Catégories selon IAS 38	Poste concerné dans l'état de situation financière	31-déc.-16 Net (M€)	Montant figurant dans l'Etat de Situation Financière évalué :			Juste Valeur (M€)
			Au Coût amorti	A la juste Valeur par le biais des capitaux propres	A la juste valeur par le biais du compte de Résultat	
Prêts & Créances	Actifs financiers non courants	1 491	1 491			1 491
Prêts & Créances	Créances clients	12 630	12 630			12 630
Actifs en juste valeur	Dérivés à la juste valeur	1 612			1 612	1 612
Actifs au coût amorti	Equivalents de trésorerie	0	0			0
Total Actifs Financiers		16 733	14 121	0	1 612	16 733
Dettes au coût amorti	Dettes financières	733 310	733 310			732 330 ⁽¹⁾
Passifs à la juste valeur	Dérivés à la juste valeur	810			810	810
Dettes au coût amorti	Dépôts de Garantie	828	828			828
Dettes au coût amorti	Dettes fournisseurs	32 495	32 495			32 495
Total Passifs Financiers		767 443	768 633	0	810	766 463

⁽¹⁾ L'écart entre valeur nette comptable et juste valeur des dettes à taux fixe est de 980 K€.

Le tableau ci-après présente les différentes catégories d'instruments financiers au 31 décembre 2015 :

Catégories selon IAS 38	Poste concerné dans l'état de situation financière	31-déc.-15 Net (M€)	Montant figurant dans l'Etat de Situation Financière évalué :			Juste Valeur (M€)
			Au Coût amorti	A la juste Valeur par le biais des capitaux propres	A la juste valeur par le biais du compte de Résultat	
Prêts & Créances	Actifs financiers non courants	1	1			1
Prêts & Créances	Créances clients	1 829	1 829			1 829
Actifs en juste valeur	Dérivés à la juste valeur	56		0	56	56
Actifs au coût amorti	Equivalents de trésorerie	0	0			0
Total Actifs Financiers		1 886	1 830	0	56	1 886
Dettes au coût amorti	Dettes financières	86 823	86 823			86 348 ⁽¹⁾
Passifs à la juste valeur	Dérivés à la juste valeur	465		0	465	465
Dettes au coût amorti	Dépôts de Garantie	0	0			0
Dettes au coût amorti	Dettes fournisseurs	9 653	9 653			9 653
Total Passifs Financiers		96 941	96 476	0	465	97 006

⁽¹⁾ L'écart entre valeur nette comptable et juste valeur des dettes à taux fixe est de 125 K€.

➤ Hiérarchie des justes valeurs des actifs et passifs financiers

- Niveau 1 : instruments financiers cotés sur un marché actif ;
- Niveau 2 : instruments financiers dont la juste valeur est évaluée par des comparaisons avec des transactions de marchés observables sur des instruments similaires ou basée sur une méthode d'évaluation dont les variables incluent seulement des données de marchés observables ;

- Niveau 3 : instruments financiers dont la juste valeur est déterminée intégralement ou en partie à l'aide d'une méthode d'évaluation basée sur une estimation non fondée sur des prix de transactions de marché sur des instruments similaires.

Au 31 décembre 2016, le classement des instruments selon les niveaux est le suivant :

KE	Niveau 1	Niveau 2	Niveau 3	Total
Dérivés à la juste valeur par résultat		1 612		1 612
Total Actifs financiers	0	1 612	0	1 612
Dérivés à la juste valeur par résultat		810		810
Total Passifs financiers	0	810	0	810

2.7.5. Gestion des risques financiers

La politique de gestion des risques du groupe a pour objectif d'identifier et d'analyser les risques auxquels le groupe est confronté, de définir les limites dans lesquelles les risques doivent se situer et les contrôles à mettre en œuvre, de gérer les risques et de veiller au respect des limites définies.

La politique et les systèmes de gestion des risques sont régulièrement revus afin de prendre en compte les évolutions des conditions de marché et des activités du groupe. Le groupe, par ses règles et procédures de formation et de gestion, vise à développer un environnement de contrôle rigoureux et constructif dans lequel tous les membres du personnel ont une bonne compréhension de leurs rôles et de leurs obligations.

➤ Risques de change

La société opère en zone Euro. Elle n'est donc pas exposée au risque de taux de change.

➤ Risques de taux

L'exposition du Groupe au risque de variation des taux d'intérêts de marché est liée à l'endettement financier à taux variable et à long terme.

La dette bancaire est, dans la mesure du possible quasi systématiquement couverte par des instruments financiers. Au 31 décembre 2016, après prise en compte des swaps de taux d'intérêts, environ 88% de la dette du Groupe est couverte.

➤ Risques de liquidité

Le risque de liquidité du groupe correspond aux financements de ses besoins futurs (projets découlant de l'activité de développement et besoins généraux du groupe). Le risque de liquidité est ainsi le risque que le groupe ne puisse faire face à ses obligations à l'échéance ou dans des conditions normales. La direction gère la liquidité du groupe sur la base de prévisions des flux de trésorerie, la trésorerie et les équivalents de trésorerie sont détenus dans des établissements financiers européens réglementés de premier plan.



Compte tenu de la trésorerie au 31 décembre 2016 (86 057 K€, détail note 2.7.1), le Groupe n'est pas exposé au risque de liquidité.

A la date d'arrêté des comptes, les covenants bancaires sont intégralement respectés.

➤ *Risques de contrepartie financière*

Compte tenu des relations contractuelles qu'entretient FDM Management avec ses partenaires financiers, la société est exposée au risque de contrepartie. Si l'une des parties partenaires n'est pas en mesure d'honorer ses engagements le résultat du Groupe pourrait subir des impacts négatifs.

Ce risque concerne notamment les instruments de couverture souscrit par le Groupe et pour lesquels une défaillance de la contrepartie pourrait entraîner la nécessité de remplacer une opération de couverture au taux du marché en vigueur.

Le risque de contrepartie est limité par le fait que FDM Management est structurellement emprunteur. Il se limite donc essentiellement aux placements effectués par le Groupe et aux contreparties du Groupe dans les transactions de produits dérivés.

Le Groupe suit de manière continue son exposition au risque de contreparties financières. La politique du Groupe est de ne contracter qu'avec des contreparties de premier rang, tout en diversifiant ses partenaires financiers et ses sources de financement.

➤ *Risque lié aux variations de valeur des actions et obligations*

Le Groupe n'est pas exposé aux risques de variations de valeur des actions car il n'en détient pas.

Le groupe FDM Management a émis deux emprunts obligataires : une enveloppe initiale en juillet 2015 puis une enveloppe complémentaire en juillet 2016, dont les caractéristiques sont présentées en Note 2.7.2.

Ce dernier n'étant pas convertible et étant également assorti d'un coupon fixe, il n'est pas exposé à des variations de valeurs.

2.8. Participations dans les entreprises associées

Une entreprise associée est une entité dans laquelle le Groupe a une influence notable sur les politiques financières et opérationnelles, sans en avoir le contrôle. Les investissements dans les entreprises associées sont comptabilisés selon la méthode de la mise en équivalence.

Au 31 décembre 2016, le groupe FDM Management ne possède aucune participation dans des entreprises associées.

2.9. Capitaux émis et réserves

Les actions ordinaires et les actions de préférence correspondant à certains critères sont enregistrées en tant qu'instrument de capitaux propres. Les coûts afférents à des émissions de tels titres sont comptabilisés en déduction du produit de l'émission.

Les dividendes ne sont comptabilisés en dettes que lorsque leur distribution a effectivement été approuvée par l'Assemblée Générale.

Les réserves de la société mère sont constituées des primes d'émission de 301,2 M€ suite aux augmentations de capital réalisées en 2015 et 2016, auxquelles vient s'ajouter la perte réalisée au titre de l'exercice 2015 pour -5,3 M€.

Au 31 décembre 2015, le capital social était composé de 9 587 600 actions, au nominal de 1 euro, soit un montant de 9 588 K€.

Le capital s'élève à 62 161 K€ au 31 décembre 2016. Il est composé comme suit :

- nombre d'actions autorisées : 62 161 000
- nombre d'actions émises et entièrement libérées : 62 161 000
- nombre d'actions émises et non entièrement libérées : 0
- valeur nominale des actions : 1,00 €
- Catégorie d'actions : aucune
- Restriction à la distribution de dividendes : aucune
- Actions détenues par la société ou ses filiales : 0

Variation du nombre d'actions sur la période :

Date	Opération	Actions émises	Actions Propres	Actions en circulation
31-déc.-15		9 587 600	0	9 587 600
	Augmentation de Capital	52 573 400	0	52 573 400
31-déc.-16		62 161 000	0	62 161 000

2.10. Provisions non courantes

Evolution des provisions du 1^{er} janvier 2016 au 31 décembre 2016 :

(en milliers d'euros)	31-déc.-16	Dotations	Reprises	Variation périmètre	Autres variations	31-déc.-16
Provisions pour retraites	0	12	-87	533		458
Provisions pour litiges	186			121		307
Provisions autres risques	0			7 962		7 962
TOTAL	186	12	- 87	8 616	-	8 727

2.10.1. Provisions pour avantages au personnel

Les régimes à prestations définies font l'objet d'une évaluation actuarielle suivant la méthode des unités de crédits projetées. Selon cette méthode, chaque période de service donne lieu à une unité supplémentaire de droits à prestations, et chacune de ces unités est évaluée séparément pour valoriser l'obligation finale. Cette obligation finale est ensuite actualisée.

Ces calculs actuariels intègrent des hypothèses démographiques et financières définies aux bornes de chacune des entités concernées et en considérant leur contexte macro-économique local. Tous les écarts actuariels sont comptabilisés en autres éléments du résultat global.

Hypothèse retenue pour l'évaluation des avantages au personnel :

La provision pour le Groupe FDM Management est calculée sur une base actuarielle en prenant en compte l'ancienneté et la rémunération des intéressés avant l'âge de la retraite (prévu à 65 ans).

Les hypothèses actuarielles en prenant en compte l'ancienneté pour l'évaluation du régime à la clôture 2016 sont les suivantes :

- Taux de rotation du personnel : taux de rotation médian de 1,9% (sauf 2,55% pour FDMM),
- Taux d'actualisation : 1,31%,
- Taux de progression des salaires : 1,5% (sauf 2% pour FDMM).

La charge de l'exercice relative à ces avantages complémentaires est incluse en « charges de personnel » de l'état du résultat global à l'exception des écarts actuariels comptabilisés en autre éléments du résultat global.

Par ailleurs, compte tenu des lois et règlements en vigueur dans les filiales étrangères, aucune provision pour pensions et retraites n'est calculée pour ces sociétés.

2.10.2. *Autres provisions*

Une provision est comptabilisée lorsque le Groupe a une obligation actuelle (juridique ou implicite) résultant d'un événement passé, dont le montant peut être estimé de manière fiable, et dont l'extinction devrait se traduire par une sortie de ressources représentative d'avantages économiques. Ces engagements, dont l'échéance ou le montant sont incertains, découlent de risques réglementaires et fiscaux, de litiges et d'autres risques. Lorsque l'effet de la valeur temps est significatif, le montant de la provision est déterminé en actualisant les flux de trésorerie futurs attendus au taux, avant impôt, reflétant les appréciations actuelles par le marché de la valeur temps de l'argent et lorsque cela est approprié, les risques spécifiques à ce passif.

Dans le cadre normal des activités du groupe, des litiges peuvent naître avec des tiers et des procédures peuvent être engagées. Des provisions sont déterminées, le cas échéant, en fonction de l'appréciation des risques attachés à chaque dossier, lorsqu'une estimation du coût est possible.

Les autres provisions concernent principalement des risques fiscaux encourus en Allemagne.

2.11. *Impôt sur les résultats*

Les impôts différés résultent des décalages temporels d'imposition ou de déduction. Ils sont estimés selon la méthode du report variable, et sur la totalité des différences temporelles entre la valeur fiscale et la valeur comptable de chacun des actifs et des passifs pris en compte en consolidation. L'évaluation des actifs et des passifs d'impôts différés doit refléter les conséquences fiscales qui résulteraient de la façon dont l'entreprise s'attend, à la clôture de l'exercice, à recouvrer ou à régler la valeur comptable de ses actifs et de ses passifs.

Un actif d'impôt différé net est constaté en cas de pertes fiscales reportables dans l'hypothèse probable où l'entité concernée disposera de bénéfices futurs imposables sur lesquels ces pertes fiscales pourront être imputées.

Les impôts différés actifs et passifs sont compensés par entité fiscale dès lors qu'ils concernent des impôts prélevés par la même autorité fiscale.

2.11.1. *Analyse de la charge impôt sur les résultats*

L'impôt sur les résultats s'analyse de la façon suivante :

(en milliers d'euros)	31-déc.-16	31-déc.-15
Impôts courants de la période	-2 730	-3
Impôts différés	3 997	126
Total	1 267	123

2.11.2. Réconciliation entre l'imposition théorique et l'imposition effective

Le nombre de sociétés composant le périmètre du Groupe FDM Management est passé de 11 sociétés en fin d'année 2015 à 39 sociétés en fin d'année 2016, soit l'acquisition de 28 sociétés nouvelles.

Ces nouvelles sociétés établissent des déclarations fiscales en lien avec leurs comptes individuels couvrant la période allant du 1er janvier 2016 au 31 décembre 2016.

Compte tenu du fait que ces acquisitions ont été réalisées principalement le 29 avril et le 1^{er} août, et qu'aucun arrêté fiscal intermédiaire n'ait été réalisé à la date d'acquisition, l'élaboration du tableau de preuve d'impôt ne peut être menée sans un coût disproportionné pour la société.

2.11.3. Impôts et taux retenus par zones géographiques

Au 31 décembre 2016, la répartition des impôts et taux par zones géographiques est la suivante :

(en milliers d'euros)	Impôts exigibles	Impôts différés	Total	Taux d'impôt
France	1	4 570	4 571	34,43% / 28% (1)
Belgique	-52	37	-15	33,99%
Luxembourg	-15	0	-15	30,00%
Allemagne	-2 664	-610	-3 274	32,28% (2)
Total	-2 730	3 987	1 257	

(-) correspond à une charge d'impôt ; (+) correspond à un produit d'impôt

(1) La loi de finances pour 2017 (loi n° 2016-1917 du 29 décembre 2016) inclut une réduction du taux d'impôt sur les sociétés, qui va baisser progressivement pour être porté à 28% pour toutes les sociétés pour les exercices ouverts à compter du 1er janvier 2020. En conséquence, le taux de 28% a été appliqué sur le calcul des impôts différés pour les entités françaises.

(2) Le taux d'imposition en Allemagne comprend :

- La Corporate Income Tax (CIT) au taux de 15,825%
- La Trade Tax (TT) pour un taux maximum de 16,45%

Au 31 décembre 2015, la répartition des impôts et taux par zones géographiques était la suivante :

NE	Impôts exigibles	Impôts différés	Total	Taux d'impôt
Luxembourg	-3	62	59	30,00%
Allemagne	0	64	64	15,83%
Total	-3	126	123	

2.11.4. Principaux actifs et passifs d'impôts différés

Du 1^{er} janvier 2016 au 31 décembre 2016, les impôts différés actif et passif s'analysent comme suit :

IMPÔTS DIFFERES ACTIF A LA CLOTURE

(en milliers d'euros)	31-déc.-15	Variation de périmètre	Impact capitaux propres	Compte de résultat	31-déc.-16
Activation de reports déficitaires	111	10 648	0	-11	10 748
Différences temporaires	64	6 361	0	-201	6 224
Ecart d'évaluation	0	4 649	0	-158	4 492
Total	175	21 658	0	-370	21 464

IMPÔTS DIFFERES PASSIF A LA CLOTURE

(en milliers d'euros)	31-déc.-15	Variation de périmètre	Impact capitaux propres	Compte de résultat	31-déc.-16
Ecart d'évaluation	406	74 923	0	-5 032	70 296
Retraitements fiscaux et d'harmonisation	0	2 000	0	673	2 673
Différences temporaires	49	467	0	-8	508
Total	455	77 390	0	-4 367	73 477
IMPACT AU COMPTE DE RESULTAT				3 997	

L'impôt différé passif sur écart d'évaluation est en lien avec les acquisitions de la période.

L'activation de reports déficitaires concerne essentiellement le Crowne Plaza Bruxelles.

2.12. Effectif à la clôture

L'effectif présent au 31 décembre 2016, des sociétés consolidées par intégration globale, s'élève à 1 500 personnes.

Effectifs par pays	31-déc.-2016	31-déc.-2015
Allemagne	1 030	88
France	363	2
Belgique	107	33
Total	1 500	123

L'augmentation de l'effectif est représentative de la croissance du Groupe au cours de l'exercice écoulé.

2.13. Informations sur les parties liées

2.13.1. Transactions avec les entreprises liées

Les transactions entre la société mère et ses filiales, qui sont des entités liées, ont été éliminées en consolidation et ne sont pas présentées dans cette note.

2.13.2. Transactions avec les dirigeants

➤ Rémunération allouée aux membres du Conseil d'Administration

Au 31 décembre 2016, il n'a été versé aucun jeton de présence aux administrateurs de FDM Management.

➤ Rémunération allouée aux dirigeants

A fin 2016, les rémunérations allouées aux dirigeants se décomposent de la façon suivante :

KE	31-déc.-18	31-déc.-16
Dirigeants		
Avantages à court terme (fixe / variable)	200	200
Avantages postérieurs à l'emploi		
Avantages à long terme		
Avantages en nature		
Indemnités de rupture de contrat de travail		
Total	200	200

2.14. Informations sur les intérêts détenus dans d'autres entités

➤ Entités structurées

Le groupe FDM Management ne détient pas d'entité dite structurée qui aurait justifié une intégration en consolidation.

Une entité structurée est une entité conçue de telle façon que les droits de vote ne constituent pas le facteur déterminant du contrôle.

➤ *Filiales présentant des intérêts minoritaires significatifs*

Le groupe FDM Management ne détient pas de filiales présentant des intérêts minoritaires significatifs.

➤ *Entités associées*

Le groupe FDM Management ne possède à ce jour aucune participation dans des entreprises associées.

2.15. Engagements donnés ou reçus

2.15.1. Sûretés réelles consenties et engagements donnés :

Au 31 décembre 2016, les engagements hors bilan donnés sont les suivants :

Engagements hors bilan donnés en M€	Échéance	31-déc. 18	31-déc. 16
Engagements liés au périmètre du groupe		0,0	0,0
Engagements liés au financement		668,3 ⁽¹⁾	84,1
- Garanties financières données (CRD des dettes gagées)		558,3	64,1
Engagements liés aux activités opérationnelles		0,0	0,0
Engagements donnés liés au développement de l'activité		0,0	0,0
Engagements liés à l'exécution des contrats d'exploitation		30,0 ⁽²⁾	0,0
- Travaux à engager		30,0	0,0
Engagements liés aux opérations d'actifs		0,0	0,0

(1) Les dettes du Groupe sont assorties de nantissements ou d'hypothèques.

(2) Le Groupe s'est engagé pour un projet d'investissement sur le portefeuille Rock à horizon 2017-2019.

2.15.2. Engagements reçus

Au 31 décembre 2016, les engagements hors bilan reçus sont les suivants :

Engagements hors bilan reçus en M€	Échéance	31-déc. 18	31-déc. 16
Engagements liés au périmètre du groupe		0,0	0,0
Engagements liés au financement		117,4	0,0
- Dettes bancaires non tirées		54,5	
- Dettes obligataires non tirées		42,1	0,0
- Engagement de souscription de capital		20,8	
Engagements liés aux activités opérationnelles		0,0	8,8

Des garanties d'Ebitda minimum ont été accordées au Groupe sur deux hôtels respectivement à échéance 2017 et 2020.

2.16. Honoraires des Commissaires aux comptes

Les honoraires des commissaires aux comptes se décomposent ainsi :

N°	Montant	
	2018	2016
<i>Commissariat aux comptes, certification, examen des comptes individuels et consolidés</i>	686	82
Emetteur	85	31
Filiales intégrées globalement	511	51
<i>Autres diligences et prestations directement liées à la mission du commissaires aux comptes</i>	0	0
Emetteur	0	0
Filiales intégrées globalement	0	0
<i>Sous-total</i>	596	82
<i>Autres prestations rendues par les réseaux aux filiales intégrées globalement (juridique, fiscal, social)</i>	844	282
Emetteur	644	262
Filiales intégrées globalement	644	262
Total	1 240	340

RAPPORT SPECIAL DES COMMISSAIRES AUX COMPTES POUR L'EXERCICE CLOS AU 31 DECEMBRE 2016

MAZARS
61, rue Henri Regnault
92400 Courbevoie
S.A. au capital de € 8.320.000

Commissaire aux Comptes
Membre de la compagnie
régionale de Versailles

ERNST & YOUNG et Autres
1/2, place des Saisons
92400 Courbevoie - Paris-La Défense 1
S.A.S. à capital variable

Commissaire aux Comptes
Membre de la compagnie
régionale de Versailles

FDM Management S.A.S.

Assemblée générale d'approbation des comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2016

Rapport spécial des commissaires aux comptes sur les conventions réglementées

Aux Associés,

En notre qualité de commissaires aux comptes de votre société, nous vous présentons notre rapport sur les conventions réglementées.

Il nous appartient de vous communiquer, sur la base des informations qui nous ont été données, les caractéristiques et les modalités essentielles des conventions dont nous avons été avisés ou que nous aurions découvertes à l'occasion de notre mission, sans avoir à nous prononcer sur leur utilité et leur bien-fondé ni à rechercher l'existence d'autres conventions. Il vous appartient d'apprécier l'intérêt qui s'attachait à la conclusion de ces conventions en vue de leur approbation.

Nous avons mis en œuvre les diligences que nous avons estimé nécessaires au regard de la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes relative à cette mission. Ces diligences ont consisté à vérifier la concordance des informations qui nous ont été données avec les documents de base dont elles sont issues.

Conventions soumises à l'approbation de l'assemblée générale

Nous avons été avisés de la convention suivante mentionnée à l'article L. 227-10 du Code de commerce qui est intervenue au cours de l'exercice écoulé.

Avec la société Foncière des Murs, associée de votre société

Nature et objet

Convention d'assistance conclue le 4 décembre 2016 entre Foncière des Murs et votre société dans le cadre du projet Rock.

Modalités

La rémunération versée par votre société en 2016 au titre de cette opération représente un forfait de € 2.000.000.

Courbevoie et Paris-La Défense, le 9 mai 2017

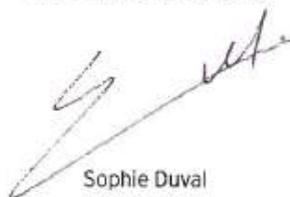
Les Commissaires aux Comptes

MAZARS



Gilles Magnan

ERNST & YOUNG et Autres



Sophie Duval

RAPPORT SUR LES COMPTES ET COMPTES SOCIAUX POUR L'EXERCICE CLOS AU 31 DECEMBRE 2015



Ernst & Young et Autres
Tour First
TSA 14444
92037 Paris - La Défense cedex

Tél. : +33 (0) 1 46 93 60 00
www.ey.com/fr

FDM Management S.A.S.

Premier exercice du 6 novembre 2014 au 31 décembre 2015

Rapport du commissaire aux comptes sur les comptes annuels

Aux Associés,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par vos statuts, nous vous présentons notre rapport relatif au premier exercice du 6 novembre 2014 au 31 décembre 2015, sur :

- le contrôle des comptes annuels de la société FDM Management S.A.S., tels qu'ils sont joints au présent rapport ;
- la justification de nos appréciations ;
- les vérifications et informations spécifiques prévues par la loi.

Les comptes annuels ont été arrêtés par le président. Il nous appartient, sur la base de notre audit, d'exprimer une opinion sur ces comptes.

I. Opinion sur les comptes annuels

Nous avons effectué notre audit selon les normes d'exercice professionnel applicables en France ; ces normes requièrent la mise en œuvre de diligences permettant d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes annuels ne comportent pas d'anomalies significatives. Un audit consiste à vérifier, par sondages ou au moyen d'autres méthodes de sélection, les éléments justifiant des montants et informations figurant dans les comptes annuels. Il consiste également à apprécier les principes comptables suivis, les estimations significatives retenues et la présentation d'ensemble des comptes. Nous estimons que les éléments que nous avons collectés sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion.

Nous certifions que les comptes annuels sont, au regard des règles et principes comptables français, réguliers et sincères et donnent une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice écoulé ainsi que de la situation financière et du patrimoine de la société à la fin de cet exercice.

SAS à capital variable
438 476 913 R.C.S. Nanterre
Société de Commissaires aux Comptes
Siège social : 1-2, place des Saïsons - 92400 Courbevoie - Paris - La Défense 1



II. Justification des appréciations

En application des dispositions de l'article L. 823-9 du Code de commerce relatives à la justification de nos appréciations, nous vous informons que les appréciations auxquelles nous avons procédé ont porté sur le caractère approprié des principes comptables appliqués, sur le caractère raisonnable des estimations significatives retenues et sur la présentation d'ensemble des comptes.

Les appréciations ainsi portées s'inscrivent dans le cadre de notre démarche d'audit des comptes annuels, pris dans leur ensemble, et ont donc contribué à la formation de notre opinion exprimée dans la première partie de ce rapport.

III. Vérifications et informations spécifiques

Nous avons également procédé, conformément aux normes d'exercice professionnel applicables en France, aux vérifications spécifiques prévues par la loi.

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur la sincérité et la concordance avec les comptes annuels des informations données dans le rapport de gestion du président et dans les documents adressés aux associés sur la situation financière et les comptes annuels.

En application de la loi, nous nous sommes assurés que les diverses informations relatives aux prises de participation et de contrôle vous ont été communiquées dans le rapport de gestion.

Paris-La Défense, le 13 avril 2016

Le Commissaire aux Comptes
ERNST & YOUNG et Autres



Sophie Duval

ACTIF	du 01/11/2014 au 31/12/2015 (14 mois)		du Néant	
	Brut	Amort. & Prov	Net	%
Capital souscrit non appelé (0)				
Actif Immobilisé				
Frais d'établissement				
Recherche et développement				
Concessions, brevets, marques, logiciels et droits similaires				
Fonds commercial				
Autres immobilisations incorporelles				
Avances & acomptes sur immobilisations incorporelles				
Terrains				
Constructions				
Installations techniques, matériel & outillage industriels				
Autres immobilisations corporelles	6 570	1 784	4 786	0,01
Immobilisations en cours				
Avances & acomptes				
Participations évaluées selon mise en équivalence				
Autres Participations	18 105 805		18 105 805	36,85
Créances rattachées à des participations				
Autres titres immobilisés				
Prêts	26 053 288		26 053 288	53,17
Autres immobilisations financières	450		450	0,00
TOTAL (I)	44 166 113	1 784	44 164 329	50,14
Actif circulant				
Matières premières, approvisionnements				
En cours de production de biens				
En cours de production de services				
Produits intermédiaires et finis				
Marchandises				
Avances & acomptes versés sur commandes				
Clients et comptes rattachés	842 297		842 297	1,72
Autres créances				
. Fournisseurs débiteurs	88		88	0,00
. Personnel				
. Organismes sociaux				
. Etat, impôts sur les bénéfices				
. Etat, taxes sur le chiffre d'affaires	375 193		375 193	0,77
. Autres	2 616 506		2 616 506	5,34
Capital souscrit et appelé, non versé				
Valeurs mobilières de placement				
Instruments de trésorerie				
Disponibilités	981 780		981 780	2,00
Charges constatées d'avance	16 469		16 469	0,03
TOTAL (II)	4 832 334		4 832 334	5,06
Charges à répartir sur plusieurs exercices (III)				
Primes de remboursement des obligations (IV)				
Ecart de conversion actif (V)				
TOTAL ACTIF (0 à V)	48 998 447	1 784	48 996 663	100,00

PASSIF	Exercice clos le 31/12/2015 (14 mois)	Exercice précédent Néant
Capitaux propres		
Capital social ou individuel (dont versé : 9 587 600)	9 587 600	19,57
Primes d'émission, de fusion, d'apport ...	38 350 400	78,37
Ecarts de réévaluation		
Réserve légale		
Réserves statutaires ou contractuelles		
Réserves réglementées		
Autres réserves		
Report à nouveau		
Résultat de l'exercice	-627 960	-1,27
Subventions d'investissement		
Provisions réglementées		
TOTAL (I)	47 310 040	96,36
Produits des émissions de titres participatifs		
Avances conditionnées		
TOTAL (II)		
Provisions pour risques et charges		
Provisions pour risques		
Provisions pour charges		
TOTAL (III)		
Emprunts et dettes		
Emprunts obligataires convertibles		
Autres Emprunts obligataires		
Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit		
. Emprunts		
. Découverts, concours bancaires		
Emprunts et dettes financières diverses		
. Divers		
. Associés	200 055	0,41
Avances & acomptes reçus sur commandes en cours		
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	847 171	1,73
Dettes fiscales et sociales		
. Personnel	71 717	0,15
. Organismes sociaux	82 375	0,13
. Etat, impôts sur les bénéfices		
. Etat, taxes sur le chiffre d'affaires		
. Etat, obligations cautionnées		
. Autres impôts, taxes et assimilés	2 824	0,01
Dettes sur immobilisations et comptes rattachés		
Autres dettes	502 481	1,03
Instruments de trésorerie		
Produits constatés d'avance		
TOTAL (IV)	1 686 623	3,44
Ecart de conversion passif (V)		
TOTAL PASSIF (I à V)	48 996 663	100,00

COMPTE DE RÉSULTAT	du 01/11/2014 au 31/12/2015		du Néant		Variation %			
	France	Exportation	Total	%	Total	%	Variation	%
Ventes de marchandises								
Production vendue biens								
Production vendue services	291 808	842 297	1 134 105	100,00			1 134 105	N/S
Chiffres d'Affaires Nets	291 808	842 297	1 134 105	100,00			1 134 105	N/S
Production stockée								
Production immobilisée								
Subventions d'exploitation								
Reprises sur amortis. et prov., transfert de charges			1 147	0,10			1 147	N/S
Autres produits			3	0,00			3	N/S
Total des produits d'exploitation (I)			1 135 255	100,10			1 135 255	N/S
Achats de marchandises (y compris droits de douane)								
Variation de stock (marchandises)								
Achats de matières premières et autres approvisionnements								
Variation de stock (matières premières et autres approv.)								
Autres achats et charges externes			1 064 195	93,84			1 064 195	N/S
Impôts, taxes et versements assimilés			9 590	0,85			9 590	N/S
Salaires et traitements			233 972	20,63			233 972	N/S
Charges sociales			99 745	8,80			99 745	N/S
Dotations aux amortissements sur immobilisations			1 784	0,16			1 784	N/S
Dotations aux provisions sur immobilisations								
Dotations aux provisions sur actif circulant								
Dotations aux provisions pour risques et charges								
Autres charges			1 263 948	111,45			1 263 948	N/S
Total des charges d'exploitation (II)			2 673 235	235,71			2 673 235	N/S
RÉSULTAT D'EXPLOITATION (I-II)			-1 537 980	-135,60			-1 537 980	N/S
Quotes-parts de résultat sur opérations faites en commun								
Bénéfice attribué ou perte transférée (III)								
Perte supportée ou bénéfice transféré (IV)								
Produits financiers de participations								
Produits des autres valeurs mobilières et créances			907 925	80,06			907 925	N/S
Autres intérêts et produits assimilés			3 589	0,32			3 589	N/S
Reprises sur provisions et transferts de charges								
Différences positives de change								
Produits nets sur cessions valeurs mobilières placement								
Total des produits financiers (V)			911 514	80,37			911 514	N/S
Dotations financières aux amortissements et provisions								
Intérêts et charges assimilées			100	0,01			100	N/S
Différences négatives de change								
Charges nettes sur cessions valeurs mobilières placements								
Total des charges financières (VI)			100	0,01			100	N/S
RÉSULTAT FINANCIER (V-VI)			911 414	80,26			911 414	N/S
RÉSULTAT COURANT AVANT IMPÔTS (I-II+III-IV+V-VI)			-626 566	-55,24			-626 566	N/S

COMPTE DE RÉSULTAT (suite)	du 01/11/2014 au 31/12/2015		du Néant	Variation	%
Produits exceptionnels sur opérations de gestion					
Produits exceptionnels sur opérations en capital					
Reprises sur provisions et transferts de charges					
Total des produits exceptionnels (VII)					
Charges exceptionnelles sur opérations de gestion	1 394	0,12		1 394	NIS
Charges exceptionnelles sur opérations en capital					
Dotations exceptionnelles aux amortissements et provisions					
Total des charges exceptionnelles (VIII)	1 394	0,12		1 394	NIS
RÉSULTAT EXCEPTIONNEL (VII-VIII)	-1 394	-0,11		-1 394	NIS
Participation des salariés (IX)					
Impôts sur les bénéfices (X)					
Total des Produits (I+III+V+VII)	2 046 769	190,47		2 046 769	NIS
Total des Charges (II+IV+VI+VIII+IX+X)	2 674 729	235,84		2 674 729	NIS
RÉSULTAT NET	-627 960	-65,38		-627 960	NIS
	<i>Perte</i>				
Dont Crédit-bail mobilier	2 785	0,26		2 785	NIS
Dont Crédit-bail immobilier					

Annexes

Au bilan avant répartition de l'exercice clos le 31/12/2015 dont le total est de 48 996 663 euros et au compte de résultat de l'exercice dégageant un résultat déficitaire de 627 960 euros, présenté sous forme de liste.

L'exercice a une durée de 14 mois, recouvrant la période du 06/11/2014 au 31/12/2015.

Les notes et tableaux ci-après font partie intégrante des comptes annuels.

SOMMAIRE

REGLES ET METHODES COMPTABLES

- Règles et méthodes comptables
- Changements de méthode
- Informations complémentaires pour donner une image fidèle
- Evénements postérieurs à la clôture

COMPLEMENTS D'INFORMATIONS RELATIFS AU BILAN ET AU COMPTE DE RESULTAT

- Etat des immobilisations
- Etat des amortissements
- Etat des provisions
- Etat des échéances des créances et des dettes
- Eléments relevant de plusieurs postes du bilan
- Produits et avoirs à recevoir
- Charges à payer et avoirs à établir
- Charges et produits constatés d'avance
- Composition du capital social
- Tableau de variation des capitaux propres
- Ventilation du chiffre d'affaires net
- Identité de la société mère

ENGAGEMENTS FINANCIERS ET AUTRES INFORMATIONS

- Crédit-bail mobilier
- Engagements financiers
- Tableau des filiales et participations

REGLES ET METHODES COMPTABLES

Les états financiers ont été établis en conformité avec le règlement de l'Autorité des Normes Comptables n°2014-03 du 5 juin 2014 relatif au Plan Comptable Général.

Les conventions générales comptables ont été appliquées dans le respect du principe de prudence, conformément aux hypothèses de base :

- continuité de l'exploitation,
- permanence des méthodes comptables d'un exercice à l'autre,
- indépendance des exercices,

et conformément aux règles générales d'établissement et de présentation des comptes annuels.

La méthode de base retenue pour l'évaluation des éléments inscrits en comptabilité est la méthode des coûts historiques.

Les principales méthodes utilisées sont les suivantes :

IMMOBILISATIONS CORPORELLES

Les immobilisations corporelles sont évaluées à leur coût d'acquisition ou de production, compte tenu des frais nécessaires à la mise en état d'utilisation de ces biens, et après déduction des rabais commerciaux, remises, escomptes de règlements obtenus.

Les amortissements pour dépréciation sont calculés suivant les modes linéaire ou dégressif en fonction de la durée de vie prévue :

Matériel de bureau et informatique	3 ans
------------------------------------	-------

IMMOBILISATIONS FINANCIERES ET VALEURS MOBILIERES DE PLACEMENT

La valeur brute est constituée par le coût d'achat hors frais accessoires. Lorsque la valeur d'inventaire est inférieure à la valeur brute, une dépréciation est constatée pour le montant de la différence.

CREANCES ET DETTES

Les créances et les dettes sont valorisées à leur valeur nominale. Une dépréciation est pratiquée lorsque la valeur d'inventaire est inférieure à la valeur comptable.

CHIFFRE D'AFFAIRES

Le chiffre d'affaires est reconnu à la réalisation de la prestation.

CHANGEMENTS DE METHODE

L'exercice clos au 31 décembre 2015 est la première clôture de la société. Aucun changement de méthode par conséquence ne peut être relevé.

INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES POUR DONNER UNE IMAGE FIDELE

Faits caractéristiques de l'exercice

La société a été créée en date du 6 novembre 2014 avec un capital de 20 000 euros décomposé en 20 000 actions d'une valeur nominale de 1 €.

Le capital social est passé de 20 000 euros à 9 587 600 euros au 31 décembre 2015 par la constatation de quatre augmentations de capital au cours de l'exercice.

La société a acquis durant l'exercice des titres de participation pour un montant total de 18 105 805 €. Le portefeuille se décompose de la manière suivante :

- 100 % de la société Financière Hope pour un montant de 100 000 €
- 100 % de la société SCI Rosace pour un montant de 5 000 997 €
- 100 % de la société Opco Rosace pour un montant de 3 000 000 €
- 100 % de la société LHM Holding Lux pour un montant de 7 492 308 €
- 100 % de la société FDMM Lux pour un montant de 2 512 500 €

Les frais d'acquisitions liés à ces achats de titres s'élèvent à 777 939 €, et figurent en charges.

Les coûts liés à la mise en place des opérations de croissance s'élèvent à 1 264 K€ et ont été classées en autres charges d'exploitation au 31/12/2015.

EVENEMENTS POSTERIEURS A LA CLOTURE

Par convention en date du 23 février 2016 les sociétés Financière Hope SAS et Opco Rosace SAS ont rejoint le périmètre d'intégration fiscale dont la société FDM Management est la tête d'intégration fiscale. Cette convention prend effet à compter du 1^{er} janvier 2016.

ETAT DES IMMOBILISATIONS

	Valeur brute des immobilisations au début d'exercice	Augmentations		Réev. Lég. Val. Origine à fin exercice
		Réévaluation en cours d'exercice	Acquisitions, créations, virements pst à pst	
Frais d'établissement, recherche et développement				
Autres immobilisations incorporelles				
Terrains				
Constructions sur sol propre				
Constructions sur sol d'autrui				
Installations générales, agencements, constructions				
Installations techniques, matériel et outillages industriels				
Autres installations, agencements, aménagements				
Matériel de transport				
Matériel de bureau, informatique, mobilier				6 570
Emballages récupérables et divers				
Immobilisations corporelles en cours				
Avances et acomptes				
TOTAL	-	-		6 570
Participations évaluées par équivalence				
Autres participations				18 105 805
Autres titres immobilisés				26 053 738
Prêts et autres immobilisations financières				
TOTAL	-	-		44 159 543
TOTAL GENERAL	-	-		44 166 113

	Diminutions		Valeur brute immob. à fin exercice	Réev. Lég. Val. Origine à fin exercice
	Par virement de pst à pst	Par cession ou mise HS		
Frais d'établissement, recherche et développement				
Autres immobilisations incorporelles				
Terrains				
Constructions sur sol propre				
Constructions sur sol d'autrui				
Installations générales, agencements, constructions				
Installations techniques, matériel et outillages industriels				
Autres installations, agencements, aménagements				
Matériel de transport				
Matériel de bureau, informatique, mobilier			6 570	
Emballages récupérables et divers				
Immobilisations corporelles en cours				
Avances et acomptes				
TOTAL	-	-	6 570	-
Participations évaluées par équivalence				
Autres participations			18 105 805	
Autres titres immobilisés			26 053 738	
Prêts et autres immobilisations financières				
TOTAL	-	-	44 159 543	-
TOTAL GENERAL	-	-	44 166 113	-

ETAT DES AMORTISSEMENTS

	Situations et mouvements de l'exercice			
	Début exercice	Dotations exercice	Eléments sortis reprises	Fin exercice
Frais d'établissement, recherche				
Autres immobilisations incorporelles				
Terrains				
Constructions sur sol propre				
Constructions sur sol d'autrui				
Installations générales, agencements constructions				
Installations techniques, matériel et outillages industriels				
Installations générales, agencements divers				
Matériel de transport				
Matériel de bureau, informatique, mobilier		1 784		1 784
Emballages récupérables et divers				
TOTAL	-	1 784	-	1 784
TOTAL GENERAL	-	1 784	-	1 784

	Ventilation des dotations aux amortissements de l'exercice			Mouvements affectant la provision pour amort. dérog.	
	Linéaire	Dégressif	Exception.	Dotations	Reprises
Frais d'établissement, recherche					
Autres immobilisations incorporelles					
Terrains					
Constructions sur sol propre					
Constructions sur sol d'autrui					
Installations générales, agencements constructions					
Installations techniques, matériel et outillage industriels					
Installations générales, agencements divers					
Matériel de transport					
Matériel de bureau, informatique, mobilier	1 784				
Emballages récupérables et divers					
TOTAL	1 784	-	-	-	-
TOTAL GENERAL	1 784	-	-	-	-

ETAT DES PROVISIONS

PROVISIONS	Début exercice	Augmentation s dotations	Diminutions Reprises	Fin exercice
Pour reconstitution gisements				
Pour investissement				
Pour hausse des prix				
Amortissements dérogatoires				
Dont majorations exceptionnelles de 30%				
Pour implantations à l'étranger avant le 1.1.92				
Pour implantations à l'étranger après le 1.1.92				
Pour prêts d'installation				
Autres provisions réglementées				
TOTAL Provisions réglementées	-	-	-	-
Pour litiges				
Pour garanties données clients				
Pour pertes sur marchés à terme				
Pour amendes et pénalités				
Pour pertes de change				
Pour pensions et obligations				
Pour impôts				
Pour renouvellement immobilisations				
Pour grosses réparations				
Pour charges sur congés payés				
Autres provisions (*)				
TOTAL Provisions	-	-	-	-
Sur immobilisations incorporelles				
Sur immobilisations corporelles				
Sur titres mis en équivalence				
Sur titres de participation				
Sur autres immobilisations financières				
Sur stocks et en-cours				
Sur comptes clients				
Autres dépréciations				
TOTAL Dépréciations	-	-	-	-
TOTAL GENERAL	-	-	-	-
Dont dotations et reprises :				
- d'exploitation				
- financières				
- exceptionnelles				

ETAT DES ECHEANCES DES CREANCES ET DES DETTES

ETAT DES CREANCES	Montant brut	Un an au plus	Plus d'un an
Créances rattachées à des participations			
Prêts	26 053 288	83 270	25 970 018
Autres immobilisations financières	450		450
Clients douteux ou litigieux			
Autres créances clients	842 297	842 297	
Créances représentatives de titres prêtés			
Personnel et comptes rattachés			
Sécurité sociale, autres organismes sociaux			
Etat et autres collectivités publiques :			
- Impôts sur les bénéfices			
- T.V.A	375 193	375 193	
- Autres impôts, taxes, versements et assimilés			
- Divers			
Groupe et associés	2 616 506	2 616 506	
Débiteurs divers	88	88	
Charges constatées d'avance	16 469	16 469	
TOTAL GENERAL	29 904 291	3 933 823	25 970 468
Montant des prêts accordés dans l'exercice	25 970 018		
Remboursements des prêts dans l'exercice			
Prêts et avances consentis aux associés			

ETAT DES DETTES	Montant brut	A un an au plus	Plus 1 an 5 ans au plus	A plus de 5 ans
Emprunts obligataires convertibles				
Autres emprunts obligataires				
Emprunts et dettes auprès des établissements de crédits :				
- à 1 an maximum				
- plus d'un an				
Emprunts et dettes financières divers				
Fournisseurs et comptes rattachés	847 171	847 171		
Personnel et comptes rattachés	71 717	71 717		
Sécurité sociale et autres organismes sociaux	62 375	62 375		
Etat et autres collectivités publiques :				
- Impôts sur les bénéfices				
- T.V.A				
- Obligations cautionnées				
- Autres impôts et taxes	2 824	2 824		
Dettes sur immobilisations et comptes rattachés				
Groupe et associés	200 055	200 055		
Autres dettes	502 481	502 481		
Dettes représentatives de titres empruntés				
Produits constatés d'avance				
TOTAL GENERAL	1 686 623	1 686 623	-	-
Emprunts souscrits en cours d'exercice				
Emprunts remboursés en cours d'exercice				
Emprunts et dettes contractés auprès des associés personnes physiques				

ELEMENTS RELEVANT DE PLUSIEURS POSTES DE BILAN

	Montant concernant les entreprises		Montant des dettes et créances représentées par des effets de commerce
	Liées	avec lesquelles la société a un lien de participation	
Capital souscrit non appelé			
Avances et acomptes sur immobilisations incorporelles			
Avances et acomptes sur immobilisations corporelles			
Participations	18 105 805		
Créances rattachées à des participations			
Prêts	26 053 288		
Autres titres immobilisés			
Autres immobilisations financières			
Avances et acomptes versés sur commandes			
Créances clients et comptes rattachés	842 297		
Autres créances	2 616 506		
Capital souscrit et appelé non versé			
Valeurs mobilières de placement			
Disponibilités			
Emprunts obligataires convertibles			
Autres emprunts obligataires			
Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit			
Emprunts et dettes financières divers	200 055		
Avances et acomptes reçus sur commandes en cours			
Dettes fournisseurs et comptes rattachés			
Dettes fiscales et sociales			
Dettes sur immobilisations et comptes rattachés			
Autres dettes			
Produits de participation			
Autres produits financiers	907 925		
Charges financières	55		

PRODUITS ET AVOIRS A RECEVOIR

Montant des produits et avoirs à recevoir inclus dans les postes suivants du bilan	Montant TTC
IMMOBILISATIONS FINANCIERES	
Créances rattachées à des participations	
Autres immobilisations financières	83 270
CREANCES	
Créances clients et comptes rattachés	253 975
Autres créances (dont avoirs à recevoir : 0)	1 944
VALEURS MOBILIERES DE PLACEMENT	
DISPONIBILITES	
TOTAL	339 189

CHARGES A PAYER ET AVOIRS A ETABLIR

Montant des charges à payer et avoirs à établir inclus dans les postes suivants du bilan	Montant TTC
Emprunts obligataires convertibles	
Autres emprunts obligataires	
Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit	
Emprunts et dettes financières divers	55
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	790 560
Dettes fiscales et sociales	104 672
Dettes sur immobilisations et comptes rattachés	
Autres dettes (dont avoirs à établir : 0)	
TOTAL	895 287

CHARGES ET PRODUITS CONSTATES D'AVANCE

	Charges	Produits
Charges / Produits d'exploitation	16 469	
Charges / Produits financiers		
Charges / Produits exceptionnels		
TOTAL	16 469	-

COMPOSITION DU CAPITAL SOCIAL

	Nombre	Valeur nominale
Actions / parts sociales composant le capital social au début de l'exercice		
Actions / parts sociales émises pendant l'exercice	9 587 600	1
Actions / parts sociales remboursées pendant l'exercice		
Actions / parts sociales composant le capital social en fin d'exercice	9 587 600	1

TABLEAU DE VARIATION DES CAPITAUX PROPRES

	Capital	Primes/ Réserves	Report à nouveau	Résultat de l'exercice	Total des Capitaux Propres
Situation à la clôture 31/12/2014	-	-	-	-	-
Affectation du résultat				- 627 690	- 627 960
Résultat de la période					47 936 000
Augmentation de capital	9 587 600	38 350 400			
Situation à la clôture 31/12/2015	9 587 600	38 350 400	-	- 627 690	47 310 040

VENTILATION DU CHIFFRE D'AFFAIRES NET

Répartition par secteur d'activité	Montant
Ventes de marchandises	
Prestations de services	1 134 105
TOTAL	1 134 105

Répartition par marché géographique	Montant
France	291 808
Etranger	842 297
TOTAL	1 134 105

IDENTITE DE LA SOCIETE MERE

La société mère établissant les comptes consolidés est la société Foncière des Régions au capital de 1 999 803 837 €, ayant son siège social au 18, Avenue François Mitterrand, 57000 METZ -.

CREDIT-BAIL MOBILIER

	Installations Matériel Outillage	Autres	Total
Valeur d'origine	-	43 765	43 765
Amortissements :			
- Cumuls exercices antérieurs	-	-	-
- Dotations de l'exercice	-	5 115	5 115
TOTAL	-	5 115	5 115
Redevances payées :			
- Cumuls exercices antérieurs	-	-	-
- Exercice	-	2 785	2 785
TOTAL	-	2 785	2 785
Redevances restant à payer :			
- à un an au plus	-	8 093	8 093
- à plus d'un an et cinq au plus	-	13 489	13 489
- à plus de cinq ans	-	-	-
TOTAL	-	21 582	21 582
Valeur résiduelle :			
- à moins d'un an	-	-	-
- à un an au plus	-	-	-
- à plus d'un an et cinq au plus	-	-	-
- à plus de cinq ans	-	-	-
TOTAL	-	-	-
Montant pris en charge dans l'exercice	-	2 785	2 785

ENGAGEMENTS FINANCIERS

Engagements donnés	Montant
Effets escomptés non échus Avals et cautions Engagements en matière de pensions Autres engagements donnés : Engagements en matière de crédit-bail	21 582
TOTAL	21 582
Dont concernant : - les dirigeants - les filiales - les participations - les autres entreprises liées Dont engagements assortis de sûretés réelles	

Engagements reçus	Montant
Avals, cautions et garanties Autres engagements reçus :	
TOTAL	
Dont concernant : - les dirigeants - les filiales - les participations - les autres entreprises liées Dont engagements assortis de sûretés réelles	

TABLEAU DES FILIALES ET PARTICIPATIONS

Filiales et participations	Capital social	Réserves et report à nouveau	Quote-part du capital détenu en %	Valeur brute des titres détenus	Valeur nette des titres détenus	Prêts et avances consenties par la Sté	Cautions et avals donnés par la Sté	C.A. H.T. du dernier exercice clos	Résultat du dernier exercice clos	Dividendes encaissés par la Sté dans l'ex
A – Renseignements détaillés concernant les filiales & participations										
<i>- Filiales (plus de 50% du capital détenu)</i>										
FINANCIERE HOPE	50 000	-	100%	100 000	100 000	-	-	-	- 70 742	-
LHM HOLDING LUX	NC	-	100%	7 492 308	7 492 308	-	-	NC	NC	-
SCI ROSACE	1 000 200	-	100%	5 000 997	5 000 997	-	-	614 513	-569 798	-
OPCO ROSACE	1 500 000	-	100%	3 000 000	3 000 000	-	-	1 964 396	- 1 132 917	-
FDMM LUX	2 512 500		100%	2 512 500	2 512 500	-	-	NC	NC	-
<i>Participations (10 à 50 % du capital détenu) NEANT</i>										
B – Renseignements globaux concernant les autres filiales & participations										
<i>- Filiales non reprises en A : NEANT</i>										
a) Françaises										
b) Etrangères										
<i>- Participations non reprises en A : NEANT</i>										
a) Françaises										
b) Etrangères										



Ernst & Young et Autres
Tour First
TSA 14444
92037 Paris - La Défense cedex

Tél. : +33 (0) 1 46 93 60 00
www.ey.com/fr

FDM Management S.A.S.

Assemblée générale d'approbation des comptes du premier exercice du 6 novembre 2014 au 31 décembre 2015

Rapport spécial du commissaire aux comptes sur les conventions réglementées

Aux Associés,

En notre qualité de commissaire aux comptes de votre société, nous vous présentons notre rapport sur les conventions réglementées.

Il nous appartient de vous communiquer, sur la base des informations qui nous ont été données, les caractéristiques et les modalités essentielles des conventions dont nous avons été avisés ou que nous aurions découvertes à l'occasion de notre mission, sans avoir à nous prononcer sur leur utilité et leur bien-fondé ni à rechercher l'existence d'autres conventions. Il vous appartient, d'apprécier l'intérêt qui s'attachait à la conclusion de ces conventions en vue de leur approbation.

Nous avons mis en œuvre les diligences que nous avons estimé nécessaires au regard de la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes relative à cette mission. Ces diligences ont consisté à vérifier la concordance des informations qui nous ont été données avec les documents de base dont elles sont issues.

Conventions soumises à l'approbation de l'assemblée générale

En application de l'article L. 227-10 du Code de commerce, nous avons été avisés des conventions suivantes qui sont intervenues au cours de l'exercice écoulé.

1. Avec les sociétés Cardif Assurance Vie, Assurances du Crédit Mutuel Vie, Foncière des Murs, Prédica, Sogecap et Caisse des Dépôts et Consignation, détenant plus de 10 % du capital de votre société

Pacte d'actionnaires et protocole d'investissement

Nature, objet et modalités

Le pacte d'actionnaires et le protocole d'investissement ont été conclus le 4 juin 2015 entre votre société et les sociétés Cardif Assurance Vie, Assurances du Crédit Mutuel Vie, Prédica, Sogecap, Foncière des Murs et Caisse des Dépôts et Consignation



Le pacte d'actionnaire régit les relations entre les actionnaires au sein de votre société, notamment :

- Un engagement d'apports pour chaque membre du pacte ;
- Une interdiction de transférer les titres et les obligations jusqu'au 31 décembre 2018 ou au 31 décembre 2020 selon les membres du pacte ;
- Un droit de premier refus des actionnaires dans l'hypothèse où l'un d'eux souhaiterait transférer sa participation et ses obligations à l'expiration de la période d'inaliénabilité ;
- Un droit de sortie conjointe et un droit de sortie forcée ;
- La fixation des modalités du prix de sortie.

Il se substitue au pacte conclu le 27 novembre 2014 entre Foncière des Murs, Cardif Assurance Vie, Assurances du Crédit Mutuel. L'engagement d'apports de ces sociétés envers votre société s'élève à K€ 89.262.

Le protocole d'investissement permet à votre société de disposer de fonds propres additionnels destinés à une mise en œuvre optimale du partenariat initial créé dans le domaine de l'hôtellerie. Il a pour objet de procéder à différentes acquisitions de murs et fonds de commerce d'hôtels.

Au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2015, votre société a bénéficié des apports pour K€ 47.938 en fonds propres.

2. Avec FDM Gestion

Personne concernée

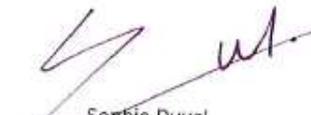
M. Dominique Ozanne, président.

Nature, objet et modalités

En date du 21 décembre 2015, la société FDM Gestion a facturé à votre société K€ 200 hors taxes dans le cadre de la mission de mandataire social exercée par M. Dominique Ozanne au sein de votre société ainsi que de ses filiales détenues directement et indirectement.

Paris-La Défense, le 13 avril 2016

Le Commissaire aux Comptes
ERNST & YOUNG et Autres



Sophie Duval

FDM Management S.A.S.
Premier exercice du 6 novembre 2014 au 31 décembre 2015

2

Etats comptables consolidés

30 juin 2017



GROUPE FDM MANAGEMENT

10, avenue Kléber – 75116 PARIS



- SOMMAIRE -

Note préalable : L'ensemble des données mentionnées dans les documents de synthèse consolidés est exprimé en K€.

1. Etats comptables consolidés.....	3
1.1. <i>Etat du résultat net.....</i>	3
1.2. <i>Etat du résultat global.....</i>	4
1.3. <i>Etat de la situation financière.....</i>	5
1.4. <i>Tableau de variation des capitaux propres consolidés.....</i>	6
1.5. <i>Activité du groupe.....</i>	6
1.6. <i>Faits marquants du semestre.....</i>	6
1.7. <i>Evènements post-clôture.....</i>	7
2. Notes aux états comptables.....	8
2.1. <i>Principes et méthodes comptables.....</i>	8
2.2. <i>Périmètre de consolidation.....</i>	8
2.2.1. <i>Organigramme au 30 juin 2017.....</i>	8
2.2.2. <i>Liste des sociétés consolidées et exclues du périmètre.....</i>	9
2.3. <i>Principales variations de l'exercice.....</i>	10
2.3.1. <i>Chiffre d'affaires.....</i>	10
2.3.2. <i>Analyse des éléments du résultat.....</i>	11
2.3.3. <i>Variations du patrimoine.....</i>	12

1. Etats comptables consolidés

1.1. Etat du résultat net

Données consolidées en K€	30-juin-16	30-juin-17
Chiffre d'affaires	19 660	108 550
Coûts des ventes	-4 562	-21 583
Coûts de personnel	-7 450	-34 364
Administratif et Général (A&G)	-1 298	-2 888
Ventes et Marketing (S&M)	-866	-3 741
Autres charges d'exploitation	-1 202	-8 908
Résultat Brut d'exploitation (GOP) (*)	4 282	39 066
Frais de gestion	2 349	-782
Impôts et taxes	-329	-1 947
Assurances	-52	-672
Honoraires conseils	-552	-3 026
EBITDAR	5 698	32 639
Locations Immobilières externes	-758	-1 031
Locations Immobilières intra-groupe	-10	-11
EBITDA	4 930	31 597
Résultat Opérationnel Courant	903	11 119
Eléments non récurrents	-1 507	7 465
Résultat Opérationnel	-604	18 584
Coût de l'endettement financier net	-1 977	-8 628
Profits et pertes de réévaluation à la juste valeur (IFT)	-592	129
Autres produits et charges financiers	-311	-1 356
Résultat avant impôts	-3 484	8 729
Impôts différés	289	1 006
Impôts sur les sociétés	-633	-3 684
Résultat net de l'ensemble consolidé	-3 828	6 051
Résultat net des intérêts non contrôlants	10	-310
Résultat net part du groupe	-3 818	5 742

(*) Net des frais de plateformes, et avant prise en compte de miniers garanti de Poltron Boissy



1.2. Etat du résultat global

	30/06/2016	30/06/2017
RÉSULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDÉ	-3 828	6 051
Éléments du résultat global qui ne seront pas recyclés en résultat	0	0
Éléments du résultat global susceptibles d'être recyclés en résultat		
Variations de valeur des instruments de couverture	0	0
Impôts différés liés aux variations de valeur des instruments de couverture	0	0
RESULTAT GLOBAL	-3 828	6 051
Dont part revenant aux propriétaires de la Société	-3 818	5 742
Dont part revenant aux participations ne donnant pas le contrôle	-10	310
RESULTAT GLOBAL TOTAL DE LA PERIODE	-3 828	6 051

1.3. Etat de la situation financière

Et - Données Consolidées	31.06.16	30 juin 17	Et - Données Consolidées	31.06.16	30 juin 17
ACTIFS INCORPORELS			Capital	62 161	62 161
Ecarts d'acquisition	111 903	109 330	Primes	201 215	209 615
Autres immobilisations incorporelles	42 328	42 138	Actifs propres	0	0
ACTIFS CORPORELS			Réserves consolidées	-6 218	-13 072
Immobilisation d'exploitation	960 737	927 293	Résultat	-7 765	9 742
Autres immobilisations corporelles	23 336	20 535	CAPITAUX PROPRES DU GROUPE	250 301	344 445
Immobilisations en cours	532	2 995	Intérêts non contrôlant	13 412	13 723
PATRIMOINE	1 143 636	1 102 296	TOTAL CAPITAUX PROPRES	263 714	358 168
Actifs financiers non courants	2 902	1 423	Emprunt Long Terme	716 076	716 378
Participations dans les entreprises associées	0	0	Instrument financiers	592	490
Impôts Différés Actifs	21 484	10 572	Impôts Différés Passifs	73 477	61 754
Instrument financiers adFLT	1 612	1 610	Engagements de retraite et autres	458	458
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	1 169 904	1 115 600	Autres dettes Long Terme	28 408	27 261
Actifs disponibles à la vente	0	16 194	TOTAL PASSIFS NON COURANTS	819 962	806 441
Prête et créances de crédit-bail	1	0	Passifs destinés à être cédés	0	0
Stocks et en-cours	2 100	1 956	Dettes fournisseurs	32 495	34 484
Créances clients	12 030	35 194	Emprunt Court Terme	12 708	9 285
Créances fiscales - IS	344	263	Instrument financiers CT	216	222
Autres créances	12 017	24 019	Avances et acomptes	4 762	6 785
Charges constatées d'avance	2 000	1 989	Provisions Court Terme	6 209	6 616
Trésorerie et équivalent de trésorerie	66 057	62 761	Impôts sur les sociétés	3 584	6 694
TOTAL ACTIFS COURANTS	96 949	142 348	Autres dettes Court Terme	14 296	26 628
TOTAL ACTIF	1 266 853	1 258 298	Corptes de Régularisations	6 239	5 990
			TOTAL PASSIFS COURANTS	82 886	92 459
			TOTAL PASSIF	1 266 853	1 258 298

1.4. Tableau de variation des capitaux propres consolidés

KE	Capital	Prime d'émission	Réserves et résultats non distribués	Total Capitaux propres part du Groupe	Intérêts non contrôlants	Total capitaux propres
Situation au 31 décembre 2015	9 588	38 350	-5 350	42 588	751	43 339
Affectation du résultat				0		0
Résultat global de la période			-7 785	-7 785	3 515	-4 250
Autres éléments du résultat global				0		0
Distribution de dividendes				0		0
Variations de périmètre				0	7 997	7 997
Distributions versées aux intérêts non contrôlants				0		0
Augmentation capital	52 573	202 065		315 438	889	316 307
Autres			40	40	281	321
Situation au 31 décembre 2016	62 161	301 215	-13 075	350 301	13 413	363 714
Affectation du résultat				0		0
Résultat global de la période			5 742	5 742	310	6 051
Distribution de dividendes		-11 400		-11 400		-11 400
Variations de périmètre			0	0		0
Distributions versées aux intérêts non contrôlants				0		0
Augmentation capital				0		0
Autres			2	2		2
Situation au 30 juin 2017	62 161	289 815	-7 331	344 645	13 723	358 368

Une distribution de 11,4 M€ a été opérée par prélèvement sur la prime d'émission le 1^{er} juin 2017.

Les intérêts non contrôlants concernent la société MO First Five détenant les murs de cinq hôtels Motel One en Allemagne (taux de détention de 94%) et le portefeuille Rock composé de 9 hôtels en murs et fonds en Allemagne (taux de détention de 94,9%).

1.5. Activité du groupe

Les activités de FDM Management se développent autour de trois principaux pôles d'activité :

- Activité hébergement : exploitation d'un portefeuille de 30 hôtels (6 282 chambres) en France, Belgique et Allemagne ;
- Activité restauration et ventes diverses : exploitation de restaurants et salles de séminaire / conférence aux seins des hôtels ;
- Activité immobilière : location des surfaces commerciales des ensembles immobiliers liés aux hôtels (essentiellement sur le portefeuille Rock en Allemagne).

1.6. Faits marquants du semestre

Au cours du premier semestre 2017, les événements suivants ont eu un impact sur les états comptables du Groupe :

- Prix définitif du Crowne Plaza Bruxelles (société Airport Garden Hotel) :

Le prix d'acquisition a été ajusté de -0,6 M€ (de 19,7 M€ à 19,1 M€).



- Cession de la boutique TK Maxx (société Dresden II) :

Un commerce situé à Dresde a été cédé le 28 avril 2017 pour un prix de cession de 13 M€ :

En K€	
Prix de cession	13 010
Valeur nette comptable	-7 040
Plus-value de cession	5 970
Charge d'impôt estimée	-753
Résultat de cession	5 217

- Cession de l'hôtel Ibis Lilienstein (société Dresden IV) en cours :

L'hôtel Ibis de Dresde comprend trois bâtiments dont l'un est en cours de cession. Le signing a eu lieu le 20 juin 2017 et le closing est prévu pour le 16 octobre 2017.

- Fermeture du bâtiment (306 chambres) et information des salariés en janvier 2017. Les coûts de personnels en résultant ont déclenché la comptabilisation d'une provision pour risques et charges d'un montant de 1,3 M€.
- Constatation d'une dépréciation de 3,1 M€ pour aligner la valeur nette comptable des actifs destinés à être cédés sur le prix de cession.

1.7. Evènements post-clôture

Les évènements survenus après l'établissement des états comptables sont les suivants :

- Prix définitif pour le portefeuille Rock :

L'accord sur le prix définitif du portefeuille Rock a été signé le 13 juillet 2017. Le prix a été ajusté à la baisse de 2,3 M€ suite au partage de risques fiscaux. A noter que cet évènement est sans incidence sur les comptes consolidés au 30 juin 2017 car l'ajustement avait été anticipé.

2. Notes aux états comptables

2.1. Principes et méthodes comptables

Les états comptables au 30 juin 2017 du groupe FdM Management ont été établis en application des normes comptables que le groupe utilise pour l'établissement des comptes consolidés annuels, qui s'appuient sur les normes et interprétations comptables internationales édictées par l'IASB (International Accounting Standards Board) et adoptées par l'Union européenne. Ces normes comprennent les IFRS (International Financial Reporting Standards) et IAS (International Accounting Standards) ainsi que leurs interprétations.

Ces états comptables ont été établis dans le cadre d'une réflexion sur la restructuration du périmètre FdM Management.

L'arrêté semestriel étant un hard close, les états comptables consolidés au 30 juin 2017 ont été établis à partir des comptes sociaux au 31 mai 2017, auxquels ont été ajoutés les forecasts du mois de juin.

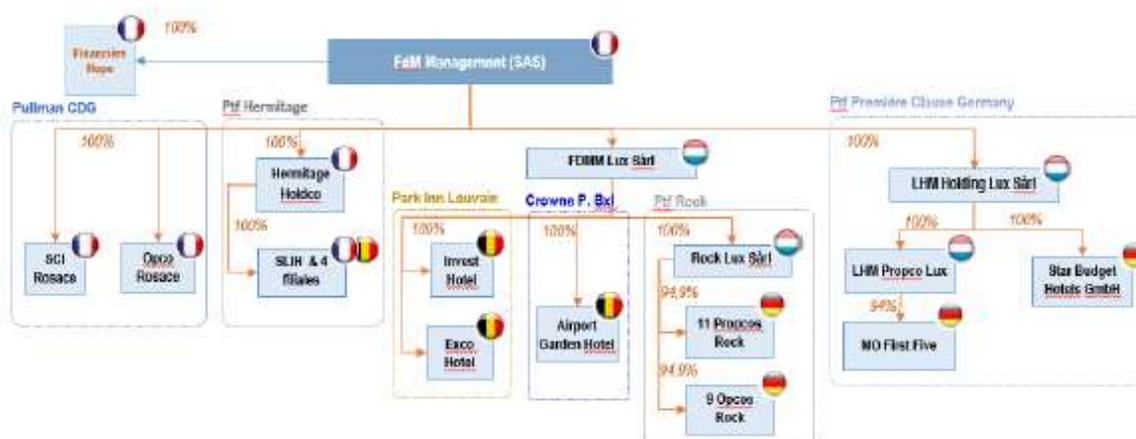
Les instruments financiers ont été valorisés au 31 mai 2017 et leur valeur n'a pas été corrigée au 30 juin 2017 malgré une augmentation de la juste valeur de 1,2 M€.

Les impôts différés relatifs aux différences temporaires correspondant à la différence entre la valeur fiscale et la valeur comptable des immeubles n'ont pas été mis à jour depuis le 31 décembre 2016 car ces différences sont estimées annuellement lors du calcul du résultat fiscal.

2.2. Périmètre de consolidation

2.2.1. Organigramme au 30 juin 2017

Au 30 juin 2017, l'organigramme du groupe est le suivant :





2.2.2. Liste des sociétés consolidées et exclues du périmètre

La liste des entreprises consolidées avec les pourcentages de contrôle, d'intérêts et les méthodes de consolidation figurent dans le tableau ci-après :

Sociétés	Pays	Méthode de consolidation 2017	Méthode de consolidation 2016	% d'intérêt 2017	% d'intérêt 2016
FDM Management	France	Société Mère	Société Mère	100%	100%
LHM Holding Lux SARL	Luxembourg	IG	IG	100%	100%
LHM ProCo Lux SARL	Luxembourg	IG	IG	100%	100%
SCI Rosace	France	IG	IG	100%	100%
MO First Five	Allemagne	IG	IG	94,0%	94,0%
Star Budget Hotel GmbH	Allemagne	IG	IG	100%	100%
Financière Hope SAS	France	IG	IG	100%	100%
FDM M Lux	Luxembourg	IG	IG	100%	100%
OPCO Rosace	France	IG	IG	100%	100%
Exco Hôtel	Belgique	IG	IG	100%	100%
Invest Hôtel	Belgique	IG	IG	100%	100%
Hermitage Holdco	France	IG	IG	100%	100%
Rock-Lux	Luxembourg	IG	IG	100%	100%
SLIH - Société Lilloise Investissement Immobilier Hôteler	France	IG	IG	100%	100%
Spiegelrei HD SA	Belgique	IG	IG	100%	100%
Alliance et Compagnie SAS	France	IG	IG	100%	100%
Spiegelrei SA MSF	Belgique	IG	IG	100%	100%
Résidence Cour St Georges	Belgique	IG	IG	100%	100%
Berlin I (Propco Westin Grand Berlin)	Allemagne	IG	IG	94,9%	94,9%
Opco Grand Hôtel Berlin Betriebs (Westin Berlin)	Allemagne	IG	IG	94,9%	94,9%
Berlin I (Propco Park Inn Alexanderplatz)	Allemagne	IG	IG	94,9%	94,9%
Opco Hotel Stadt Berlin Betriebs (Park Inn)	Allemagne	IG	IG	94,9%	94,9%
Berlin II (Propco Mercure Potsdam)	Allemagne	IG	IG	94,9%	94,9%
Opco Hotel Potsdam Betriebs (Mercure Potsdam)	Allemagne	IG	IG	94,9%	94,9%
Dresden I (Propco Westin Bellevue)	Allemagne	IG	IG	94,9%	94,9%
Opco Hotel Bellevue Dresden Betriebs (Westin Bellevue)	Allemagne	IG	IG	94,9%	94,9%
Dresden II (Propco Ibis Hotel Dresden)	Allemagne	IG	IG	94,9%	94,9%
Dresden III (Propco Ibis Hotel Dresden)	Allemagne	IG	IG	94,9%	94,9%
Dresden IV (Propco Ibis Hotel Dresden)	Allemagne	IG	IG	94,9%	94,9%
Opco BKL Hotelbetriebsgesellschaft (Dresden II to IV)	Allemagne	IG	IG	94,9%	94,9%
Dresden V (Propco Pullman Newa Dresden)	Allemagne	IG	IG	94,9%	94,9%
Opco Hotel Newa Dresden Betriebs (Pullman)	Allemagne	IG	IG	94,9%	94,9%
Leipzig I (Propco Westin Leipzig)	Allemagne	IG	IG	94,9%	94,9%
Opco Hotelgesellschaft Gerberstrasse Betriebs (Westin Leipzig)	Allemagne	IG	IG	94,9%	94,9%
Leipzig II (Propco Radisson Blu Leipzig)	Allemagne	IG	IG	94,9%	94,9%
Opco Hotel Deutschland Leipzig Betriebs (Radisson Blu)	Allemagne	IG	IG	94,9%	94,9%
Erfurt I (Propco Radisson Blu Erfurt)	Allemagne	IG	IG	94,9%	94,9%
Opco Hotel Kosmos Erfurt (Radisson Blu)	Allemagne	IG	IG	94,9%	94,9%
Arpart Garden Hotel NV	Allemagne	IG	IG	100%	100%

MEE/CE : Mise en équivalence - Co-Entreprise (0)
MEE/EA : Mise en équivalence - Entreprise Associée (0)
IG : Intégration globale (35)
n.i. : Non intégrée (0)

Aucune entité contrôlée n'a eu à faire l'objet d'une exclusion de périmètre. Il n'y a pas eu de mouvements de périmètre au cours du premier semestre 2017.

2.3. Principales variations de l'exercice

2.3.1. Chiffre d'affaires

Le produit des activités ordinaires correspond au montant des ventes de produits et prestations de services liées aux activités ordinaires des sociétés consolidées par intégration globale. Il se répartit entre les différentes prestations hôtelières (hébergement, restauration et autres prestations).

L'ensemble des produits des activités ordinaires est évalué à la juste valeur de la contrepartie reçue ou à recevoir, net des rabais, remises et ristournes, de la TVA et des autres taxes.

Les prestations de service sont comptabilisées au moment où le service est rendu.

Le chiffre d'affaires de l'ensemble FDM Management se compose comme suit :

Données consolidées en K€	30-juin-16	30-juin-17
Hébergements	16 613	70 681
Restauration	2 680	26 607
Ventes diverses	366	6 226
Loyers liés aux hôtels	1	4 636
Chiffre d'affaires	19 660	108 550

Compte tenu des acquisitions de l'exercice 2016, le chiffre d'affaires du premier semestre 2017 n'est pas comparable à celui de l'exercice précédent :

- Portefeuille Hermitage à compter du 29 avril 2016
- Portefeuille Rock à compter du 1^{er} août 2016
- Crowne Plaza Bruxelles à compter du 15 décembre 2016

Les loyers liés aux hôtels correspondent aux loyers (et refacturation de charges) des commerces. La quasi totalité des loyers perçus concerne le portefeuille Rock, et principalement :

- Le Park Inn Alexanderplatz (Berlin II) : 2,9 M€
- Le Westin Grand Hotel (Berlin I) : 0,8 M€

2.3.2. Analyse des éléments du résultat

Données consolidées en K€	30-juin-16	30-juin-17	%CA 30-juin-16	%CA 30-juin-17
Chiffre d'affaires	19 660	108 550		
Coûts des ventes	-4 562	-21 583		
Coûts de personnel	-7 450	-34 364		
Administratif et Général (A&G)	-1 290	-2 808		
Ventes et Marketing (S&M)	-866	-3 741		
Autres charges d'exploitation	-1 202	-6 908 ⁽¹⁾		
Résultat Brut d'exploitation (GOP) (*)	4 202	39 056	21,8%	36,0%
Frais de gestion	2 349	-782 ⁽²⁾		
Impôts et taxes	-329	-1 947		
Assurances	-52	-672		
Honoraires conseils	-552	-3 026 ⁽³⁾		
EBITDAR	5 696	32 639	29,0%	30,1%
Locations Immobilières externes	-758	-1 031 ⁽⁴⁾		
Locations Immobilières Intra-groupe	-10	-11		
EBITDA	4 930	31 607	25,1%	29,1%
Résultat Opérationnel Courant	903	11 119	4,6%	10,2%
Éléments non récurrents	-1 507	7 465 ⁽⁵⁾		
Résultat Opérationnel	-604	18 584		
Coût de financement financier net	-1 977	-8 628 ⁽⁶⁾		
Profits et pertes de réévaluation à la juste valeur (IFT)	-592	129		
Autres produits et charges financiers	-311	-1 356 ⁽⁷⁾		
Résultat avant impôts	-3 484	-8 729		
Impôts différés	289	1 006		
Impôts sur les sociétés	-633	-3 684		
Résultat net de l'ensemble consolidé	-3 828	6 661		
Résultat net des intérêts non contrôlants	10	-310		
Résultat net part du groupe	-3 818	6 742		

(*) Net des frais de plateformes, et avant prise en compte de minimum garanti de Pullman Roissy

(1) Les autres charges d'exploitation concernent l'énergie (-4,1 M€) ainsi que les frais d'entretien (-2,8 M€).

(2) Les frais de gestion concernent :

- Les honoraires de management versés aux opérateurs hôteliers (-2,9 M€)
- L'indemnité liée à l'Ebitda minimum garanti par AccorHotels pour l'exploitation du Pullman Roissy (+2,1 M€).

En 2016, cette indemnité avait été comptabilisée en produits constatés d'avance pour 4,7 M€ car elle avait été considérée comme non définitivement acquise.

Estimant que le risque de récupération par AccorHotels est ainsi couvert, l'indemnité reçue au titre du premier semestre 2017 (2,1 M€) a été comptabilisée en produits.

(3) Les honoraires conseils concernent l'expertise comptable (-0,6 M€) et le commissariat aux comptes (-0,4 M€), le property management (-0,4 M€), l'asset management, les frais d'expertise, d'avocats,...

(4) Les locations immobilières concernent essentiellement :

- Le Pullman Roissy : le bail à construction (490 K€)

- Le portefeuille Hermitage : le bail à construction de l'extension de l'hôtel Hermitage Gantois (86 K€)
- Le portefeuille LH-M : le loyer de l'hôtel de Munich (172 K€)
- Le Crowne Plaza Bruxelles : le bail à construction d'une partie du terrain (138 K€)

(5) Les éléments non récurrents comprennent :

- La plus-value de cession de TK Maxx (6 M€)
- L'extourne partielle d'une charge à payer (comptabilisée en 2016) concernant les frais d'acquisition du portefeuille Rock (1,3 M€)

(6) Le coût de l'endettement financier net comprend 3,6 M€ d'intérêts sur obligations.

(7) Les autres charges et produits financiers concernent essentiellement les charges d'actualisation (-0,7 M€) et l'amortissement des frais d'emprunt (-0,6 M€).

2.3.3. Variations du patrimoine

RE - Données Consolidées	31-déc-16	30 juin-17	RE - Données Consolidées	31-déc-16	30 juin-17
ACTIFS INCORPORELS			Capital	62 161	62 161
Ecart d'acquisition	111 903	109 336 ⁽¹⁾	Primes	301 215	289 815
Autres immobilisations incorporelles	42 328	42 136	Actions propres	0	0
ACTIFS CORPORELS			Réserves consolidées	-5 310	-13 072
Immobilisation d'exploitation	985 737	927 293 ⁽²⁾	Défaut	-7 785	5 742
Autres immobilisations corporelles	23 536	20 535 ⁽³⁾	CAPITAUX PROPRES DU GROUPE	366 301	344 645
Immobilisations en cours	532	2 995 ⁽³⁾	Intérêts non contraignant	13 413	13 723
PATRIMOINE	1 143 836	1 102 295	TOTAL CAPITAUX PROPRES	363 714	348 368
Actifs financiers non courants	2 992	1 423	Emprunt Long Terme	716 570	716 378
Participations dans les entreprises associées	0	0	Instrument financiers	592	490
Impôts Différés Actifs	21 484	18 572	Impôts Différés Passifs	73 477	81 754
Instrument financiers actif LT	1 612	1 610	Engagements de retraite et autres	458	458
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	1 169 904	1 115 900	Autres dettes Long Terme	28 456	27 361 ⁽⁴⁾
Actifs disponibles à la vente	0	16 194	TOTAL PASSIFS NON COURANTS	819 863	806 641
Prêts et créances de crédit-bail	1	0	Passifs destinés à être cédés	0	0
Stocks et en-cours	2 100	1 908	Dettes fournisseurs	32 495	34 484
Créances clients	12 630	35 104 ⁽⁵⁾	Emprunt Court Terme	12 700	9 285
Créances fiscales - IS	344	283	Instrument financiers CT	218	222
Autres créances	12 817	24 819 ⁽⁶⁾	Avances et acomptes	4 782	8 785
Charges constatées d'avance	2 100	1 938	Provisions Court Terme	8 289	9 615 ⁽⁷⁾
Trésorerie et équivalent de trésorerie	66 957	62 701	Impôts sur les écarts	3 504	6 064
TOTAL ACTIFS COURANTS	95 949	142 398	Autres dettes Court Terme	14 288	20 625 ⁽⁸⁾
TOTAL ACTIF	1 305 803	1 258 398	Comptes de Régularisations	6 258	5 990 ⁽⁹⁾
			TOTAL PASSIFS COURANTS	82 586	85 458
			TOTAL PASSIF	1 263 803	1 268 368

(1) Les écarts d'acquisition varient de 111,9 M€ à 109,3 M€ suite à l'ajustement du prix du portefeuille Rock (-2,2 M€) et à la modification de l'allocation du prix d'acquisition du portefeuille Hermitage (-0,4 M€).

(2) La valeur des actifs corporels (947,8 M€ au 30 juin 2017 vs. 989,1 M€ au 31 décembre 2016) est impactée par la cession de TK Maxx (-7 M€), la dépréciation de l'Ibis Lilienstein (-3 M€) et les amortissements de la période.



- (3) Les immobilisations en cours (3 M€), en augmentation de 2,5 M€ depuis le 31 décembre 2016, concernent principalement le portefeuille Rock dans le cadre du plan d'investissement : au 30 juin 2017, 2,1 M€ concernent le Park Inn Alexanderplatz.
- (4) Les créances clients (35,2 M€ au 30 juin 2017 vs. 12,6 M€ au 31 décembre 2016) comprennent 21,2 M€ de contrepartie à l'estimation du chiffre d'affaires du mois de juin.
- (5) Le poste autres créances (24 M€), en augmentation de 22,6 M€ depuis le 31 décembre 2016, inclut 13 M€ de créance sur cession d'actif (TK Maxx), 2,1 M€ de minimum garanti sur le Pullman Roissy et 5,2 M€ de TVA.
- (6) Les autres dettes à long terme diminuent de -1,1 M€, passant de 28,5 M€ au 31 décembre 2016 à 27,4 M€ au 30 juin 2017. Le poste comprend notamment les différés de paiement actualisés pour le portefeuille Hermitage (18,7 M€) et le Crowne Plaza Bruxelles (6,8 M€).
- (7) Les provisions varient de 8,3 M€ au 31 décembre 2016 à 9,6 M€ au 30 juin 2017 sous l'effet de la provision pour restructuration relative à la cession de l'Ibis Lilienstein (1,3 M€).
- (8) Le poste autres dettes à court terme (20,6 M€), en augmentation de 6,3 M€ depuis le 31 décembre 2016, inclut :
- 4,7 M€ correspondant au solde du prix d'acquisition du portefeuille Rock : un accord sur le prix définitif a été signé le 13 juillet 2017, portant celui-ci à 4,6 M€,
 - 4,5 M€ de dettes fiscales,
 - et 9,3 M€ de dettes sociales (comprenant la contrepartie des coûts de personnel pour l'estimé du mois de juin).
- (9) Les comptes de régularisation passifs (6 M€) comprennent 4,7 M€ liés au retraitement sur 2016 du minimum garanti sur le Pullman Roissy.

Section 3 : Etat comptable intermédiaire de FDMM au 30 septembre 2017

BILAN :

<u>Données en K€</u>	30/09/2017		
	VALEURS BRUTES	AMORT. PROV.	VALEURS NETTES
Immobilisations corporelles	18	-9	9
Immobilisations financières	353 655		353 655
Actif immobilisé	353 673	-9	1 282 990
Clients et autres créances	6 365		6 365
Disponibilités	4 084		4 084
Actif Circulant	10 449	0	10 449
Comptes de régularisation - actif	22		22
Total Actif	364 144	-9	364 135

<u>Données en K€</u>	30/09/2017
Capital	62 161
Primes liées au capital	289 815
Autres réserves et report à nouveau	-3 861
Résultat de l'exercice	11 156
Capitaux propres	359 271
Fournisseurs et autres dettes	4 864
Total Passif	364 135

COMPTE DE RESULTATS :

<u>Données en K€</u>	30/09/2017		
	VALEURS BRUTES	AMORT. PROV.	VALEURS NETTES
Immobilisations corporelles	18	-9	9
Immobilisations financières	353 655		353 655
Actif immobilisé	353 673	-9	1 282 990
Clients et autres créances	6 365		6 365
Disponibilités	4 084		4 084
Actif Circulant	10 449	0	10 449
Comptes de régularisation - actif	22		22
Total Actif	364 144	-9	364 135

<u>Données en K€</u>	30/09/2017
Capital	62 161
Primes liées au capital	289 815
Autres réserves et report à nouveau	-3 861
Résultat de l'exercice	11 156
Capitaux propres	359 271
Fournisseurs et autres dettes	4 864
Total Passif	364 135